

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
SALERNO

FONDO CUOMO

XV

2

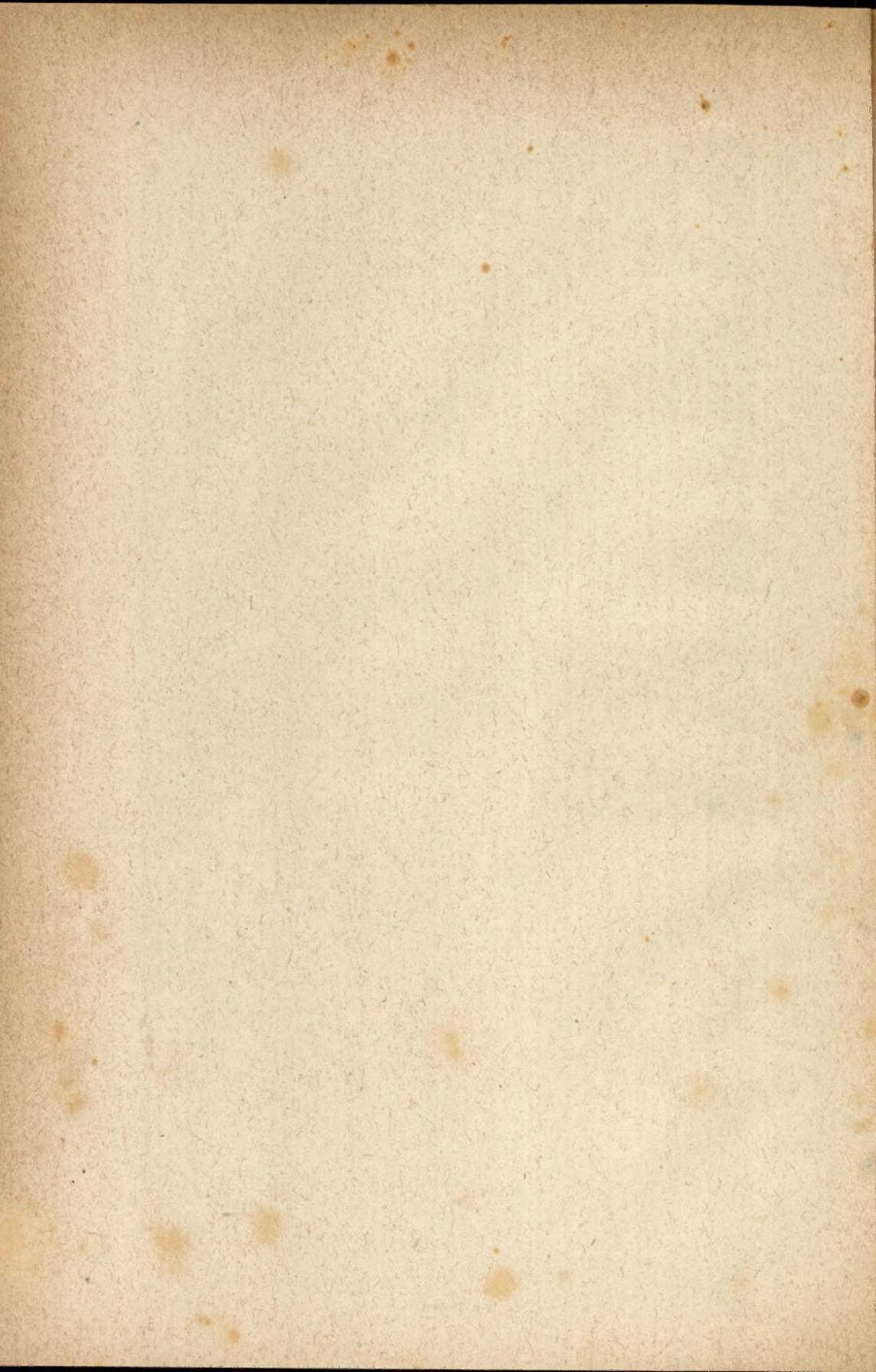
B

541

VOL.

REGISTRATOI 3

II - E - 126



**Il Mercato monetario
e la Guerra**

Dello stesso autore:

Sul socialismo cristiano. — Castrocaro, Tip. Barboni, 1893.

Il commercio dei popoli neutrali nella guerra marittima e i pubblicisti italiani del sec. XVIII (Galiani, Lampredi, Azuni). — Firenze, Casti, edit. 1895.

Cenni sullo stato attuale della questione agraria in Irlanda. — Firenze, Tip. Bencini, 1897.

Banche e circolazione agli Stati Uniti. — Roma, Unione Coop. Editrice, 1903.

L'emissione bancaria in Svizzera e la sua riforma. — Firenze, Tip. Galileiana, 1905.

La situazione monetaria e finanziaria agli Stati Uniti. — Roma, Tip. Balbi, 1907.

La situazione del mercato monetario e finanziario negli anni 1904-1908. — Roma, Tip. Nazion. G. Bertero e C., 1909.

L'anno economico e finanziario 1911. — Roma, Tip. R. Garroni, 1912.

Il nuovo regime dell'emissione bancaria agli Stati Uniti. — Roma, Athenaeum, 1914.

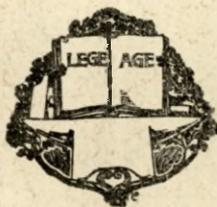
Dott. GIOVANNI SANTOPONTE

IL MERCATO MONETARIO E LA GUERRA

CON L'AGGIUNTA DI UNA NOTA SU

LA CIRCOLAZIONE E IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA E LA GUERRA (1914-1917)

E DI UN'APPENDICE



BIBLIOTECA
"GIOVANNI CUOMO"
SALERNO

ATHENAEUM

ROMA - MCMXVII

SISTEMA BIBLIOTECARIO DI ATENE0-SALERNO



00343011



CENTRO DI SERVIZIO DI ATENE0
PER LE BIBLIOTECHE
FONDO CUOMO

4667 F.C.

N. INGRESSO

PROPRIETÀ LETTERARIA

Città di Castello, coi tipi della Società Anonima Tip. Leonardo da Vinci

PREFAZIONE

Con l'accogliere l'idea di riunire in volume le note pratiche che seguono, l'autore non intese di attribuire ad esse un valore che non posseggono: egli ritenne soltanto non inutile il procurare loro lettori oltre la cerchia del pubblico cui si indirizza la Rivista che, prima, le inserì, limitato, per l'indole speciale di questa, a una determinata classe di studiosi.

La esposizione comparata di dati statistici relativi agli avvenimenti notevolissimi, e in parte impreveduti, del mercato monetario dallo scoppiar del conflitto europeo in poi, corredata di brevi osservazioni obiettive, non può non giovare, infatti, a coloro che seguono con interesse il succedersi di questi avvenimenti pur senza farne materia di studio; giacchè permetterà loro, con la scorta di cifre pazientemente raccolte e elaborate, di formulare sui fenomeni svoltisi giudizi meno incompleti di quanto comporterebbe un semplice esame d'insieme dal punto di vista di teorie generali dedotte dall'esperienza antecedente alla guerra.

Tale esposizione e il commento che la accompagna, potranno forse contribuire a far anche più compiutamente valutare la importanza, per l'avvenire delle nazioni belligeranti, dei fenomeni stessi; e consentiranno una nuova conferma delle constatazioni assai confortanti che possono farsi per quanto concerne il nostro Paese.

INDICE

Il mercato monetario e la guerra (1914-1916-17) Pag. 9

1. Il mercato dello sconto — 2.—La situazione degli Istituti — 3. La circolazione cartacea — 4. La situazione finanziaria — 5. Il debito pubblico — 6. Il movimento commerciale — 7. La bilancia dei pagamenti con l'estero — 8. Il corso dei cambi — 9. L'intervento americano.

La circolazione e il debito pubblico in Italia e la guerra (luglio 1914-maggio 1917) » 92

Appendice:

1914. - *Il mercato monetario e la circolazione all'estero nei primi tre mesi di guerra.* » 119
1915. - *Il mercato monetario presso i belligeranti in alcuni suoi aspetti durante il 1915* » 132
1916. - *Spunti di cronaca monetaria* » 145

La situazione degli Istituti, la circolazione cartacea e il cambio dopo 21 mesi di guerra — Le condizioni della circolazione presso i belligeranti e il cambio — Il peso dei debiti di guerra e il cambio — Intorno all'aumento a 6% dello sconto ufficiale a Londra — La circolazione per conto dello Stato nei paesi in guerra e il cambio — Sui movimenti dell'oro agli Stati Uniti e a Londra — Intorno alla circolare del «Federal Reserve Board» degli Stati Uniti.

IL MERCATO MONETARIO E LA GUERRA

(1914 - 1916)

1. *Il mercato dello sconto.* — Il mutamento subito dalla produzione, dagli scambi e dalla circolazione, in non poche delle loro caratteristiche e funzioni, e, quindi, dal mercato monetario in genere, a cagione del conflitto odierno — mutamento che, per la speciale natura di quest'ultimo, non trova riscontro nei fenomeni prodottisi in occasione di altre conflagrazioni internazionali, recenti o lontane — ha fatto sì che anche la fisionomia del mercato dello sconto abbia perduto il carattere d'indice generale della situazione monetaria, che possedeva in tempi normali.

Il mutamento, se non del tutto inatteso, più profondo, certo, di quanto potesse prevedersi in principio, essendosi compiuto con rapidità pari a quella del successivo processo di adattamento alle nuove condizioni di fatto determinatesi, si può dire che già al volgere dell'anno in cui il conflitto ebbe a iniziarsi, la funzione del saggio del denaro e il significato dell'andamento degli sconti venissero a cambiare radicalmente.

Troviamo, invero, che la guerra ebbe a produrre: 1) nei riguardi degli scambi internazionali, a) una alterazione della loro estensione e distribuzione, anzitutto, per la riduzione di essi ai confini di ciascuno dei due gruppi di Stati belligeranti, e, successivamente — data la esclusione dalle grandi vie marittime di uno di questi — per la limitazione del commercio coi neutrali d'oltremare a un solo gruppo, l'altro avendo dovuto restringere i propri rapporti economici esterni a quelli

coi neutrali limitrofi o meno lontani; *b*) crescente espansione delle importazioni, e simultanea notevole riduzione delle esportazioni, dei singoli Stati belligeranti; *c*) prevalenza, nelle importazioni stesse, di quelle eseguite direttamente dai Governi o per conto di essi; e II), relativamente alla produzione e al commercio interno, *a*) assoluta prevalenza dei bisogni dello Stato e conseguente spostamento della produzione, gradatamente adattatasi alle nuove esigenze create dalla guerra; *b*) sviluppo dei pagamenti eseguiti, all'interno e all'estero, dai Governi dei belligeranti.

È agevole intendere, con ciò, come si sia fatto luogo: I) a una riduzione dell'offerta allo sconto di effetti commerciali sia sull'estero che sull'interno, II) a una prevalenza dell'azione dei ricorsi al credito, e successivi esborsi, dei Governi su quella delle domande del commercio, nella determinazione del livello del prezzo del denaro, III) a una modificazione degli impieghi degli Istituti centrali dei singoli Stati belligeranti, per lo spostamento della proporzione in essi rappresentata dai crediti verso lo Stato in confronto di quelli verso i privati.

Può aggiungersi che, in tale stato di cose, le variazioni dello sconto libero si sono, in realtà, il più spesso identificate con quelle del saggio ufficiale: calcolando le medie di quest'ultimo presso i belligeranti otteniamo le seguenti cifre:

TABELLA I.

Media dello sconto ufficiale.

	1909-12	1913	1914			1915	1916
			1° sem.	2° sem.	Anno		
Francia	$3\frac{1}{8}$	4—	$3\frac{1}{2}$	$5\frac{1}{8}$	$4\frac{1}{4}$	5—	5—
Inghilterra	$3\frac{9}{16}$	$4\frac{3}{4}$	$3\frac{1}{4}$	$4\frac{7}{8}$	$4\frac{1}{16}$	5—	$5\frac{1}{2}$
Italia	$5\frac{1}{4}$	$5\frac{3}{4}$	$5\frac{3}{8}$	$5\frac{5}{8}$	$5\frac{1}{2}$	$5\frac{1}{2}$	$5\frac{1}{4}$
Russia	$4\frac{3}{4}$	6—	$5\frac{7}{8}$	$5\frac{7}{8}$	$5\frac{7}{8}$	6—	6—
Germania	$4\frac{7}{16}$	$5\frac{7}{8}$	$4\frac{1}{8}$	$5\frac{5}{8}$	$4\frac{7}{8}$	5—	5—
Austria-Ungheria.	$4\frac{7}{16}$	$5\frac{15}{16}$	$4\frac{1}{4}$	$5\frac{3}{4}$	5—	$5\frac{1}{8}$	5—

come si vede, alla eccezionale tensione, d'altronde breve, del secondo semestre del 1914 (1), succede rapidamente il periodo d'assestamento del saggio a un livello nella determinazione del quale i fattori che esercitano maggiore azione in tempi normali sono intervenuti soltanto in via sussidiaria.

Si osserva, in primo luogo, che rispetto al 1913 — ultimo anno di pace (2) — si è avuto nel gruppo belligeranti rimasto in contatto coi mercati d'oltremare, un aumento nei Paesi che sempre ebbero con questi ultimi rapporti relativamente

(1) Diamo le variazioni, nei Paesi citati, dello sconto ufficiale dalla vigilia della guerra a tutt'oggi:

	Francia	Inghilterra	Italia	Russia	Germania	Austria-Ungheria
30 giugno 1914	3 1/2	3	5	5 1/2	4	4
27 luglio	—	—	—	6	—	5
30 »	4 1/2	4	—	—	—	—
31 »	—	8	—	—	5	6
1 agosto	6	9-10	6	—	6	—
2 »	—	—	—	—	—	8
6 »	—	6	—	—	—	—
8 »	—	5	—	—	—	—
20 »	5	—	—	—	—	—
21 »	—	—	—	—	—	6
31 ottobre	—	—	—	—	—	5 1/2
9 novembre	—	—	5 1/2	—	—	—
23 dicembre	—	—	—	—	5	—
12 aprile 1915	—	—	—	—	—	5
1 giugno 1916	—	—	5	—	—	—
13 luglio	—	6	—	—	—	—
18 gennaio 1917	—	5 1/2	—	—	—	—

(2) Ricercandosi qui le modificazioni subite dal mercato monetario nel periodo di guerra trascorso finora, si è preso come termine di confronto la media dello sconto nell'anno 1913 sebbene in questo si sia registrata, in alcuni casi, una media più alta che in non pochi degli anni precedenti in seguito agli avvenimenti balcanici. Ad ogni modo nella tabella abbiamo posto a lato della media del 1913 quella del quadriennio 1909-12, da ritenersi « normale » in quanto tale periodo si inizia quando gli effetti della crisi americana del 1907 sul mercato europeo possono considerarsi come ormai scomparsi, e termina nel momento in cui il contraccolpo del conflitto orientale non si era peranco manifestato.

più importanti; in certo modo, per essi, anche durante la guerra si manifestò — pur senza reale efficacia pratica — l'atteggiamento, normale in tempo di pace, del saggio dello sconto inteso a trattenere o attirare i capitali stranieri sul mercato (Inghilterra, Francia); mentre, nello stesso gruppo di belligeranti, i paesi pei quali d'ordinario tali rapporti sono meno attivi o meno diretti segnarono stazionarietà (Russia) o diminuzione (Italia).

Sul regresso che si registra pei saggi degli Imperi centrali è da tener presente il carattere tutto convenzionale che assume il livello dello sconto nei mercati, come i loro, ormai chiusi alle grandi correnti monetarie internazionali.

Ad ogni modo, il principale elemento generale delle oscillazioni della media in questione risiede nella prevalenza che sui mercati dei belligeranti hanno avuto gli appelli al credito dei rispettivi Governi, dai quali sono via via assorbiti, in grande parte, i capitali fluttuanti; e ad attrarre i quali si rende necessario un più o meno sensibile aumento del saggio d'interesse corrisposto, che trova in parte ragione nello stesso stato di guerra dell'ente debitore (1). L'azione di tale elemento si differenzia, nei suoi risultati, a seconda delle peculiari condizioni di ciascun mercato rimpetto alle esigenze finanziarie governative, che meglio vedremo più avanti esaminando l'onere imposto sinora a ciascuno Stato dalla guerra (2).

(1) Ciò deve intendersi in senso lato, tenuto conto, cioè, sia della misura dell'interesse propria ai vari tipi di obbligazioni dello Stato dipendente dalla natura stessa dell'investimento che ognuno di essi rappresenta (Buoni del Tesoro ordinari, Obbligazioni a breve termine, Rendite consolidate o redimibili), sia anche, d'altra parte, della azione che le somme via via dal Governo riversate pel fatto dei suoi pagamenti, esercitano sulle disponibilità di ciascun mercato.

(2) Tipico è l'esempio offerto, a questo riguardo, dall'Inghilterra, dove la penuria di carta commerciale prodotta dalla guerra ha fatto sì che i capitali soliti ad affluire sul mercato dello sconto si riversassero, in via normale, sui Buoni del Tesoro inglesi, dei quali, con l'aprile 1915, fu adottata la emissione a sportello aperto. La interdipendenza, a Londra, fra sconto libero e tasso d'interesse sui Buoni medesimi è stata costante. Nell'agosto 1915, trovandosi il saggio ufficiale a 5% e quello libero a 4 $\frac{3}{4}$ %, fu portato l'interesse sui Buoni del Tesoro a 4 $\frac{1}{2}$ % per tutte le scadenze (da 2 $\frac{3}{4}$ %, 3 $\frac{5}{8}$ %, e 3 $\frac{3}{4}$ % che segnava secondo che i Buoni

*
* *

L'indirizzo impartito dalla guerra al mercato dello sconto è posto in evidenza dall'andamento della situazione delle Banche di emissione nella quale si riassume, più esattamente in ogni tempo, lo svolgimento generale dei bisogni di capitale di ciascun paese.

Ovunque, per le ragioni or ora accennate, si constata, dopo la rapida inflazione prodottasi allo scoppiar del conflitto europeo, una riduzione più o meno sensibile del portafoglio cambiario la quale coincide col progressivo sviluppo delle anticipazioni su valori — dipendente dalla ragguardevole crescente massa di nuovi titoli pubblici apparsa sul mercato — e con la concessione, da parte degli Istituti centrali, di prestiti straordinari allo Stato, il cui impulso non si arresta nonostante l'entità dei capitali da questo assorbiti sul mercato mediante l'emissione di prestiti di guerra. Si ha pertanto una estensione degli impieghi degli Istituti medesimi dovuta quasi esclusivamente alle dimensioni assunte dai crediti di questi ultimi verso i rispettivi Governi.

Il fenomeno è chiarito — mercè i dettagli che esse forniscono — in modo evidente dalle situazioni della Banca di Francia. Dal loro esame si rileva che dalla vigilia della guerra alla fine del 1916, il totale degli impieghi dell'Istituto (vedasi la Tabella II) è aumentato di fr. 10197.6 milioni (381 %) e che l'aumento è costituito per il 90.15 %, dai prestiti allo

fossoro a 3, 6 o 9 e 12 mesi), allo scopo apparente di impartire sostegno al corso dei cambi con l'America. Nel luglio 1916 si accrebbe l'interesse stesso — che era ormai a 5 % per tutte le scadenze — a 5½ % pei Buoni a 3 mesi, a 5¾ % per quelli a 6 mesi, a 6 % per quelli a un anno, e, contemporaneamente (13 luglio), si elevò da 5 a 6 % lo sconto ufficiale (non molto prima che il Tesoro inglese si inducesse, nel settembre, a introdurre i Buoni dello Scacchiere triennali 6 %), sebbene, all'atto dell'aumento, lo sconto libero, segnando 5⅛ %, non sembrasse inadeguato alla momentanea tensione del mercato monetario americano con cui si giustificò il provvedimento.

Stato (1), per il 5.75 % dalle anticipazioni su titoli (2), e, per il 4.10 % dagli sconti. L'aumento di questi ultimi scompare se se ne confronta l'importo di fine 1916 con la cifra *ante-*

(1) Prima della guerra la Banca di Francia era tenuta verso lo Stato a una anticipazione permanente di fr. 200 milioni e a una anticipazione temporanea per le inondazioni del 1910, che iniziata il 4 agosto di tale anno, era ormai estinta alla fine del 1916. Ambedue queste anticipazioni non sono produttive d'interessi in pro della Banca. La convenzione governativa del 1911 contemplava l'eventualità di prestiti straordinari al Tesoro in fr. 2.9 miliardi: questo limite, scoppiata la guerra, fu aumentato a 6 miliardi nel 1914 e a 9 miliardi nel 1915. Su tali anticipazioni straordinarie lo Stato corrisponde, sino a un anno dopo la pace, l'interesse dell'1 % ad anno, che si riduce a 0.875 per la partecipazione governativa agli utili.

Col marzo 1915 si inizia una nuova forma di prestiti al Governo consistente nello sconto presso l'Istituto di Buoni del Tesoro, il cui ricavo è dallo Stato erogato in anticipazioni a Governi alleati, e amici, il limite massimo delle quali fu stabilito (dicembre 1915) in fr. 2327,5 milioni.

Il totale dei prestiti allo Stato segnato nella Tabella si scompone, quindi, per le diverse date, nel modo seguente:

	1913	1914	1914	1915	1916
	26 dic.	23 lug.	24 dic.	30 dic.	28 dic.
Anticipazione permanente	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
» temporanea	5.4	5.0	3.5	0.9	—
» di guerra	—	—	3900.0	5000.0	7400.0
Buoni del tesoro scontati	—	—	—	630.0	1800.0
	205.4	205.0	5103.5	5830.9	9400.0

A tutto il 1916, sulle anticipazioni straordinarie di guerra il Governo rimborsò alla Banca mediante il prodotto dei due prestiti pubblici, fr. 2.4 miliardi nel 1915 e 2,2 miliardi nel 1916.

In seguito a tali aumenti delle sovvenzioni straordinarie al Tesoro, il limite massimo della circolazione della Banca di Francia, che la convenzione del 1911 fissava in 6, 8 miliardi, fu portato successivamente a 12 miliardi (agosto 1914), 15 miliardi (maggio 1915) e 18 miliardi (marzo 1916).

Posteriormente al 31 dicembre 1916 il limite delle anticipazioni straordinarie allo Stato fu elevato a fr. 12 miliardi, quello dei prestiti governativi a Stati alleati e amici a fr. 3875,0 milioni e il massimo legale della circolazione della Banca di Francia a fr. 21 miliardi (feb. 1917).

(2) La massa delle operazioni di anticipazioni su titoli consentite annualmente dalla Banca di Francia, da una media di fr. 4,2 miliardi nel periodo 1909-12, passa a fr. 6.4 miliardi nel 1913, a 4.7 miliardi nel 1914, a 3.2 miliardi nel 1915 e 4.2 miliardi nel 1916.

bellum a data corrispondente (1913); in questo caso si nota una diminuzione di fr. 18.1 milioni (1).

TABELLA II.

<i>00.000 omessi</i>	Portafoglio	Prestiti allo Stato	Anticipa- zioni su titoli	Titoli	Totale
Banca di Francia					
26 dicembre 1913 Fr.	1976.4	205.4	762.0	212.6	3156.4
23 luglio 1914 »	1541.1	205.0	718.0	212.6	2676.7
24 dicembre » »	3736.0	4103.5	745.4	212.6	8797.5
30 » 1915 »	2263.4	5830.9	1147.6	212.6	9454.5
28 » 1916 »	1958.3	9400.0	1304.9	212.6	12875.8
Banca d'Inghilterra					
31 dicembre 1913 Ls.		52.3		13.2	65.5
23 luglio 1914 »		33.6		11.0	44.6
31 dicembre » »		106.2		14.8	121.0
30 » 1915 »		112.1		32.8	144.9
28 » 1916 »		106.5		57.2	163.7
Istituti Italiani					
31 dicembre 1913 L.	693.5	—	163.6	329.0	1186.1
20 luglio 1914 »	642.0	—	116.9	318.7	1077.6
31 dicembre » »	975.0	734.9	208.9	321.7	2240.5
31 » 1915 »	681.5	2069.5	261.0	325.8	3337.8
31 » 1916 »	831.8	2554.2	391.5	347.3	4124.8
Banca di Russia					
29 dicembre 1913 Rb.	573.9	—	176.3	104.4	854.6
21 luglio 1914 »	393.4	—	221.3	101.8	716.5
29 dicembre » »	618.2	496.5	254.4	146.3	1515.4
29 » 1915 »	392.9	3244.6	662.0	259.4	4558.9
29 » 1916 »	245.6	6534.0	537.4	136.1	7453.1
B. dell'Imp. german.					
31 dicembre 1913 M.	1490.7		94.5	403.4	1988.6
23 luglio 1914 »	750.9		50.2	330.8	1131.9
31 dicembre » »	3936.6		22.9	34.0	3993.5
31 » 1915 »	5803.3		12.9	51.4	5867.6
31 » 1916 »	9609.8		9.8	83.7	9703.3

(1) Pur trattandosi di ricercare gli effetti della guerra europea, giova istituire il confronto tra la fine del 1916 e quella del 1913, per avere cifre a data corrispondente, sebbene, come si è già accennato, quest'ul-

In realtà, però, la Banca di Francia, nel secondo semestre 1914, si trovò a possedere, a un dato momento, per ben franchi 4476.0 milioni di effetti cambiari creati anteriormente al 4 agosto, ai quali veniva ad applicarsi la moratoria, vigente tuttora: tali effetti già alla fine dello stesso anno 1914 si erano ridotti a fr. 3477.7 milioni, per poi discendere a 1834.2 milioni a fine 1915 e a 1338.8 milioni a fine 1916. La diminuzione di franchi 3137.0 milioni verificatasi sinora in tale portafoglio prorogato parla in favore così della natura delle operazioni di sconto dell'Istituto come del contegno degli obbligati nonostante la guerra.

La differenza tra le predette cifre e gli importi del portafoglio segnati nella Tabella alla fine degli ultimi tre anni rappresenta la consistenza dei nuovi sconti al 31 dicembre, cresciuta da milioni 258.3 a 429.2 e, infine, a 619.5.

La diminuita offerta di effetti commerciali per lo sconto è documentata, poi, in modo singolare dal regresso della massa di quelli scontati annualmente dall'Istituto: essa, dopo aver ragguagliato a fr. 20 miliardi nel 1913 e a 18.8 miliardi nel 1914, precipita a 2.8 miliardi nel 1915 e riprende a 6.5 miliardi nel 1916 (1).

Il fenomeno, non occorre dirlo, a parità di cause determinanti generali, assume più spiccato carattere in Francia che, forse, altrove, a cagione della violata integrità del territorio nazionale: basti rammentare che il nemico ha invaso le regioni più industriali del paese e che dell'area totale di questo occupa circa $\frac{1}{25}$, rappresentante valori fondiari, industriali e commerciali per fr. 9.5 miliardi, senza calcolare le miniere.

— Per la Russia, anch'essa in parte invasa, dato, in particolar modo, la crisi del commercio di esportazione seguita alla guerra (2), troviamo che dalla vigilia di quest'ultima a

tima annata registrasse una deviazione dal normale per le conseguenze della guerra balcanica.

(1) La media annuale degli sconti concessi dalla Banca di Francia nel periodo 1909-12 fu di fr. 15.7 miliardi.

(2) Notiamo che, come si rileva dai dati riportati più avanti, mentre nell'anno 1913 le esportazioni superarono del 9,60 % le importazioni, nel 1916 si ebbe una eccedenza di queste ultime di non meno del 378,26 %.

fine 1916 il portafoglio commerciale della Banca di Stato ha subito una riduzione del 37.47 %: rispetto al 31 dicembre 1913 la diminuzione è di 57.14 %. Per contro, l'importo complessivo degli impieghi dell'Istituto presenta, dal luglio 1914, un aumento di Rb. 6736.5 milioni (940 %) al quale i prestiti straordinari allo Stato concorrono per 6534.0 milioni (1).

L'espansione delle anticipazioni su titoli, ragguagliata a Rb. 316.1 milioni (142.65 %) per il periodo della guerra, tocca i 361.1 milioni (204.59 %) rispetto al 31 dicembre 1913: l'aumento perde la sua apparente importanza se si tien conto della cifra iniziale di questo capitolo del bilancio, e dell'ammontare dei nuovi titoli emessi dallo Stato nel triennio (2). Il portafoglio-titoli si limita a salire del 33.59 % durante la guerra e del 30.26 % in confronto di fine 1913.

— Gli Istituti italiani, dal canto loro, hanno aumentato, dal 20 luglio 1914, l'insieme dei loro impieghi, di L. 3047.2 milioni (283 %) dei quali 2554.2 milioni rappresentano prestiti consentiti, sotto varie forme al Governo (3), mentre le anticipazioni

(1) Tali prestiti consistono nel collocamento da parte del Governo di obbligazioni a breve termine 5% presso l'Istituto: come vedesi dalla tabella, l'ammontare di essi è andato sempre più rapidamente sviluppandosi. È perciò che il limite massimo dei biglietti metallicamente scoperti che la Banca di Russia ha facoltà di emettere da Rb. 300 milioni cui ammontava, ai sensi della legge del 1897, prima della guerra, fu successivamente portato a 1.5 miliardi (luglio 1914), 2.5 miliardi (maggio 1915), 3.5 miliardi (agosto 1915), 5.5 miliardi (agosto 1916). Il progetto di legge per elevarlo a 8.5 miliardi non essendo stato ancora approvato, a fine gennaio 1917 il Ministro delle Finanze, in virtù dell'art. 87 della legge bancaria, portava, con suo decreto, il limite stesso a 6.5 miliardi di rubli.

(2) Dal principio del conflitto europeo al 5 dicembre 1916 il governo russo, oltre a Rb. 6014.0 milioni di obbligazioni a breve termine 5% scontate presso la Banca di Stato, aveva collocato sul mercato libero titoli vari per Rb. 9776.0 milioni, rappresentati il 110% dei titoli del Debito già esistente prima della guerra: l'aumento delle anticipazioni corrisponde così a circa $3\frac{1}{4}$ per mille dei nuovi titoli.

(3) Oltre alle anticipazioni *statutarie* allo Stato in L. 485.0 milioni (cui corrisponde una emissione di biglietti bancari coperta per il 33.33% da metallo) sulle quali gli Istituti percepiscono, per disposizione della legge fondamentale, l'1.50% all'anno, sono state consentite al Governo anticipazioni *supplementari* per L. 400.0 milioni, contro immobilizzazione di

su titoli sono salite di L. 274.6 milioni, il portafoglio cambiario è aumentato di 189.8 milioni e il portafoglio-titoli di 28.6 milioni.

Rammentiamo come lo scoppio del conflitto odierno avesse sul nostro mercato ripercussioni analoghe a quelle verificatesi negli altri paesi europei per quanto l'Italia si dichiarasse neutrale, e tale rimanesse nei primi dieci mesi della guerra. Anche fra noi si manifestò, in principio, una straordinaria inflazione del portafoglio degli Istituti di emissione per l'affluire delle domande di sconti della clientela e di risconto delle banche minori sospinte dalle richieste dei correntisti, sia pur frenate dalla moratoria sui depositi. Ristabilitosi, a poco a poco, l'equilibrio durante la neutralità, l'entrata del Paese nel novero dei belligeranti trovò il mercato ormai risanato dal perturbamento primitivo, per modo che l'adattamento al nuovo regime determinato dallo stato di guerra riusciva più agevole in confronto di quanto era avvenuto, l'anno prima, presso le altre Nazioni in conflitto. La prevalenza, sul mercato industriale e commerciale, dei pagamenti a contanti dello Stato nei suoi acquisti sulle transazioni, principalmente a credito, della clientela del tempo di pace, riduceva l'offerta di effetti allo sconto, non solo,

Buoni del Tesoro all'interesse di 0.25 % annuo; inoltre furono somministrate al Tesoro dalle tre Banche: L. 700.0 milioni, contro vincolo di L. 737.7 milioni di titoli dello Stato posseduti dalla Cassa dei Depositi e Prestiti, per sopperire ai bisogni della Cassa stessa, e L. 969.2 milioni per anticipazioni che lo Stato concede, contro adeguate garanzie, a categorie speciali d'istituti, enti e persone, o di cui esso abbisogna transitoriamente per le esigenze di taluni servizi. Sono così, al 31 dicembre 1916, complessive L. 2554.2 milioni poste a disposizione del Governo su 885 dei quali esso paga un'interesse medio del 0.93 % all'anno (di cui una parte ritorna allo Stato per la partecipazione che questo ha negli utili netti degli Istituti di emissione), mentre sui rimanenti 1669.2 milioni delle due citate somministrazioni di biglietti si limita a corrispondere alle banche emittenti — una volta tanto — un contributo di 0.15 % a titolo di rimborso delle spese di fabbricazione ed emissione dei biglietti stessi. Data la ragione e l'unicità del contributo, tali somministrazioni sono fatte, in realtà, senza interesse. Ne viene che sulla somma totale di 2554.2 milioni lo Stato corrisponde un interesse medio di meno che 33 centesimi per cento lire all'anno, cioè la terza parte di quello che il governo francese paga alla Banca di Francia per le anticipazioni straordinarie di guerra.

ma permetteva alle industrie divenute fornitrici dirette o indirette del Governo di ridurre vieppiù o estinguere addirittura le loro obbligazioni cambiarie preesistenti presso gli Istituti, determinando così, alla stessa guisa, se non più speditamente, che all'estero, il movimento decrescente del Portafoglio; non ostacolato, come in Francia, dal perdurare della moratoria sulle cambiali, da noi ormai cessata al momento in cui chiudevansi il periodo della neutralità.

È così che il portafoglio cambiario delle tre Banche di emissione italiane, pur avendo toccato un massimo di L. 1140.8 milioni nel 1914 (31 agosto), e di 1297.5 milioni nel 1915 (31 maggio) non superava gli 831.8 milioni al 31 dicembre 1916 (1).

(1) La riduzione del *portafoglio commerciale* propriamente detto risulta, effettivamente, pei nostri tre Istituti di emissione, maggiore di quanto non sembri dal confronto delle cifre segnate in bilancio. Così a fine d'anno, dal 1913 al 1915 si ha una diminuzione da 693.5 a 681.5 milioni pari a 1,74 %; ma in realtà gli effetti puramente commerciali ammontavano, a tali date (come risulta dal « Bollettino mensile del Ministero del Tesoro ») a 693.3 e 641.0 milioni soltanto, la differenza essendo costituita da Buoni del Tesoro che la legge fondamentale ammette allo sconto insieme ad essi; di più, al 31 dicembre 1915, i tre Istituti avevano riscontato al « Consorzio per sovvenzioni su valori e merci » effetti per L. 9.8 milioni rappresentanti, in sostanza, anticipazioni su titoli. Si ha quindi che dal 1913 al 1915 la diminuzione effettiva del portafoglio commerciale delle tre Banche di emissione è stata di L. 62.1 milioni, pari a 8.91 %.

Il confronto delle cifre di fine 1913 con quelle al 31 dicembre 1916 riuscirebbe ancor più, forse, interessante; ma non essendo ancora pubblicato il corrispondente fascicolo del « Bullettino » predetto, non abbiamo modo di riconoscere la composizione del portafoglio dei tre Istituti all'ultima data. Quanto agli effetti rappresentanti operazioni su valori da questi riscontati al « Consorzio » si sa che alla fine del 1916 essi ammontavano a L. 12.6 milioni.

Poichè, però, dall'ultima relazione annuale della Banca d'Italia si rileva che al 31 dicembre 1916 il portafoglio dell'Istituto conteneva L. 204 milioni di Buoni del Tesoro, abbiamo — anche trascurando la corrispondente cifra, non ancora nota, dei due Banche meridionali — che l'importo degli effetti puramente commerciali posseduti dai tre Istituti non superava, a fine 1916, le L. 615.2 milioni, contro, come si è detto, 693.3 milioni a fine 1913. All'aumento apparente, nel triennio, di 138.3 milioni, corrisponde, perciò, una riduzione effettiva di 78.3 milioni, pari a 11.3 %.

Per le anticipazioni su titoli, delle quali abbiamo citato l'aumento rispetto al 20 luglio 1914, notiamo ora che da fine 1913 a fine 1916 si è avuta una espansione di L. 227.9 milioni pari al 139.3 %_σ. Ma al 31 dicembre 1916 esistevano nel portafoglio dei tre Istituti, come già notammo, (vedasi a pag. 19) almeno L. 204.0 milioni di Buoni del Tesoro da essi accettati allo sconto, mentre, delle somministrazioni di biglietti di banca al Tesoro sole L. 8.5 milioni erano state impiegate in prestiti, prevalentemente su titoli pubblici, a istituti di credito e di risparmio per conto dello Stato. Si può dire, così, che in generale le operazioni su valori avvenute pel tramite delle Banche di emissione, sieno aumentate, nel triennio, da 163.8 milioni a non meno di 604.0 milioni, cioè del 268.7 %_σ. Tenuto conto del moderato livello delle anticipazioni delle nostre Banche di emissione nel tempo di pace è lecito concludere che le operazioni stesse hanno avuto uno sviluppo relativamente limitato, il quale in presenza delle cospicue emissioni di obbligazioni di Stato di vario genere determinate dalla guerra, parla anche in favore dell'effettivo assorbimento dei nuovi titoli governativi da parte del nostro mercato, che da tempo non si trovava esposto a sì abbondante offerta del genere (1).

= Per la Banca d'Inghilterra la massa degli impieghi è aumentata, durante il periodo delle ostilità, di Ls. 119.1 milioni (272 %_σ) ai quali contribuirono il portafoglio per il 61.20 %_σ e i titoli di Stato pel 38.80 %_σ.

Le cifre del portafoglio del massimo Istituto inglese non sono, però confrontabili con quelle delle Banche centrali degli altri paesi sin qui citati, sia perchè esse contengono, insieme, gli sconti e le anticipazioni, sia perchè fattori speciali intervennero, con la guerra, a modificarne la curva.

Osserviamo, anzitutto, come, anche per questo Istituto, il portafoglio toccasse, successivamente allo scoppio della guerra, importi di eccezionale ampiezza: nel 1914 (2 settembre) esso

(1) L'aumento globale delle operazioni su titoli, presso i tre Istituti nel triennio al 31 dicembre 1916 ammontando così a L. 440.2 milioni, non supera il 4³/₄ per mille dei nuovi titoli emessi, contemporaneamente all'interno, dallo Stato (in L. 9316.4 milioni).

raggiunte le Ls. 121.8 milioni; più tardi (29 luglio 1915) segnò 192.2 milioni, massimo di tutto il periodo in esame — cifra che contrasta fortemente con la media di Ls. 35.0 milioni registrata in tempo di pace. Ma è da aver presente che nelle cifre del 1914 sono comprese anche tratte cambiarie della cui estinzione — a seguito delle misure prese a cagione della guerra — non può esser questione prima del ristabilimento della pace; stimate già in cifra rotonda, a Ls. 50 milioni, sui quali il Governo garantì alla Banca il rimborso di qualsiasi perdita, esse furono, più tardi, assunte, senz'altro, dal Tesoro.

Ma un altro elemento intervenne a ingrossare, a intervalli, il portafoglio del massimo Istituto inglese.

Date le anticipazioni che l'Inghilterra via via concede, a seguito della guerra, ai Governi delle sue Colonie e delle Nazioni alleate — e delle quali diremo più avanti — la Banca è chiamata, secondo il bisogno, ad imprestare a tale scopo, somme che il Tesoro inglese rimborsa di tempo in tempo (1).

È così che la cifra del portafoglio è venuta a rappresentare, transitoriamente, anche crediti della Banca verso il Governo, di cui non è possibile precisare, a volta a volta, l'importo.

Per contro, il portafoglio-titoli, nelle cui oscillazioni si riflette, in tempi normali anche l'azione sul mercato libero dell'Istituto — che acquista o vende titoli di Stato sulla piazza per aumentare o rarefare le disponibilità fluttuanti locali — rivela ora unicamente coi suoi aumenti (del 420 % per il periodo della guerra, e del 333.33 % rispetto a fine 1913) la misura nella quale il Tesoro è ricorso all'assistenza dell'Istituto. In realtà si tratta, come nel tempo ordinario, dei bisogni del Governo inglese, che colloca titoli suoi presso la Banca d'Inghilterra per fronteggiare momentanee esigenze di tesoreria.

— In quanto riguarda la Banca dell'Impero germanico, l'aumento del complesso degli impieghi nel periodo luglio 1914-dicembre 1916 ammonta a M. 8581, 4 milioni (657 %) ed è costituito dalla differenza fra l'aumento del portafoglio cam-

(1) Nell'esercizio 1915-16 figurano appunto, fra le uscite governative, rimborsi del Governo alla Banca per Ls. 160.4 milioni, comprendenti, fra altro, l'importo delle tratte prorogate suddette.

biario in M. 8858.9 milioni e la riduzione delle anticipazioni e del portafoglio-titoli in complessivi 287.5 milioni.

Relativamente alle anticipazioni è da considerare che tali operazioni, dal 1914 in poi, si sono accentrate nelle « Casse governative di prestiti su valori e su merci » istituite in seguito alla guerra (1), per modo che le richieste relative all'Istituto centrale sono, per così dire, cessate. Per il portafoglio-titoli occorre notare che — costituito in tempo di pace da Buoni del Tesoro dal governo scontati per sopperire a bisogni di tesoreria e le cui oscillazioni dipendevano, spesso, come per la Banca d'Inghilterra, dall'azione dell'Istituto centrale verso il mercato libero — esso ha perduto la sua ragione d'essere in quanto, col 12 agosto 1914, i Buoni del Tesoro vennero ad esser compresi nella cifra del portafoglio cambiario, essendo stata la *Reichsbank* autorizzata a scontarli al Governo onde fornirgli i mezzi di far fronte alle esigenze straordinarie della guerra.

Il realtà, dunque, la cifra degli sconti dell'Istituto germanico racchiude l'ammontare delle anticipazioni straordinarie allo Stato, le quali vengono via via ridotte mediante il prodotto della emissione dei prestiti di guerra cui questo periodicamente procede. Evidentemente la parte del portafoglio della *Reichsbank* costituita da obbligazioni del Tesoro rappresenta il concorso dell'Istituto centrale da solo al fabbisogno finanziario del Governo, giacchè questo si adopera a distribuire quanto meglio può sul mercato le obbligazioni stesse.

Riesce malagevole, per non dire impossibile, di ricostruire la cifra in cui i Buoni del Tesoro sono contenuti, alle varie date, nel portafoglio dell'Istituto germanico; ma se si tien conto che al 31 dicembre 1913 gli sconti commerciali da esso consentiti ammontavano a M. 1490.7 milioni e i Buoni del Tesoro (portafoglio-titoli) a 403.4 milioni, non crediamo di allontanarci, se non per difetto, dal vero supponendo in un minimo di M. 7 miliardi i prestiti dalla Banca concessi al Tesoro sotto tale forma al 31 dicembre 1916.

(1) Al 31 dicembre 1915, ultimo dato in nostro possesso, i prestiti concessi dalle Casse predette su titoli di vario genere — esclusi cioè, quelli su merci — ammontavano a M. 2.205.7 milioni (93.94 % del totale). Per il 31 dicembre 1916 sappiamo soltanto che, complessivamente, i prestiti delle due specie erano saliti a M. 3408.0 milioni.

— La Banca Austro-Ungarica non figura nella Tabella, chè interrottasi la pubblicazione dei suoi bilanci fin dal 23 luglio 1914, non è possibile alcun calcolo. Nondimeno osserviamo che a tale data il portafoglio cambiario dell'Istituto ammon-tava a Cor. 767.8 milioni, le anticipazioni su titoli a 186.5 milioni e i prestiti allo Stato a 60.0 milioni; mentre sappiamo che al 30 giugno 1916 (1) il Governo austriaco *da solo* aveva scontato presso la Banca, Buoni del Tesoro per Cr. 1.782.0 milioni e altre obbligazioni per 4.642.8 milioni; in complesso, più che il sestuplo del totale dei suddetti impieghi *ante bellum*.

*
* *

Le cifre che precedono documentano quanto fu detto in principio, vale a dire il declinare dell'attività del mercato dello sconto per tutti i paesi belligeranti, tradottosi nella riduzione dei portafogli-cambiari dei rispettivi Istituti di emissione, e l'eccezionale sviluppo dell'ammontare complessivo degli im-pieghi di questi ultimi dovuto alla assistenza da essi prestata allo Stato. Riepiloghiamo qui appresso, pei vari paesi citati, l'aumento percentuale degli impieghi stessi pel triennio 1914-16, e la quota che nelle cifre al 31 dicembre 1916 rappresentano i prestiti governativi.

	Aumento degli impieghi		Proporzione dei prestiti allo Stato
1. Russia	772.13 %	1. Russia	87.67 %
2. Germania	387.94 %	2. Francia.	73.90 %
3. Francia.	307.92 %	3. Germania	73.00 % (2)
4. Italia	247.76 %	4. Inghilterra	65.48 % (3)
5. Inghilterra.	149.92 %	5. Italia	61.91 %

Giova osservare che, tolta l'Inghilterra, l'Italia è il paese pel quale si ha il più moderato sviluppo dell'ammontare glo-bale degli impieghi degli Istituti di emissione, e quello, fra

(1) Relazione della Commissione parlamentare di Controllo sul De-bito Pubblico austriaco, gennaio 1917.

(2) Nella ipotesi, già enunciata, che i Buoni del Tesoro scontati dalla *Reichsbank* allo Stato ammontino a M. 7 miliardi.

(3) Supposte in Ls. 50 milioni le obbligazioni governative contenute nel portafoglio della Banca d'Inghilterra.

TABELLA III.

00.000 omissi	Circolazione	C. Correnti e Debiti a v.	Conto Tesoro	Totale	Riserva metallica totale	Oro	
						in cassa	posse- duto al- l'estero
Banca di Francia							
26 dicembre 1913 . . . Fr.	6034.6	712.6	328.4	7075.6	4146.3	3517.4	—
23 luglio 1914 . . . »	5911.9	947.6	382.6	7242.1	4766.7	4104.3	—
24 dicembre » . . . »	10042.9	2209.8	450.5	12703.2	4514.4	4158.5	—
30 » 1915 . . . »	13809.8	2113.8	173.9	15597.5	5367.4	5015.3	—
28 » 1916 . . . »	16678.8	2260.2	15.0	18954.0	5370.8	3382.8	1693.1
Banca d'Inghilterra							
31 dicembre 1913 . . . Ls.	29.6	61.1	10.3	101.0	35.0	35.0	—
23 luglio 1914 . . . »	29.3	42.2	13.7	85.2	40.2	40.2	—
31 dicembre » . . . »	36.1	128.0	26.9	191.0	69.5	69.5	—
30 » 1915 . . . »	35.3	112.0	49.7	197.0	51.5	51.5	—
28 » 1916 . . . »	39.7	126.7	52.1	218.5	54.3	54.3	—
Istituti Italiani							
31 dicembre 1913 . . . L.	2283.5	318.1	160.6	2762.2	1661.4	1375.4	170.2
20 luglio 1914 . . . »	2182.6	319.8	77.1	2579.5	1654.6	1377.6	164.3
31 dicembre » . . . »	2936.0	711.2	210.7	3857.9	1738.6	1396.8	211.2
31 » 1915 . . . »	3968.1	981.9	114.4	5064.4	1699.7	1364.1	208.0
31 » 1916 . . . »	5012.3	1104.7	92.0	6209.0	1736.2	1157.5	466.0
Banca di Russia							
29 dicembre 1913 . . . Rb.	1668.5	217.4	581.5	2467.4	1747.3	1516.3	169.1
21 luglio 1914 . . . »	1634.1	236.2	502.6	2372.9	1818.9	1601.2	143.9
29 dicembre » . . . »	2863.8	365.9	220.2	3449.9	1815.8	1553.6	214.2
29 » 1915 . . . »	5304.6	850.0	204.1	6358.7	1918.5	1611.7	270.0
29 » 1916 . . . »	8591.3	1562.3	216.0	10369.0	3737.1	1472.6	2149.8
B. dell'Imp. german.							
31 dicembre 1913 . . . M.	2593.4	793.1		3386.5	1446.8	1170.0	—
23 luglio 1914 . . . »	1890.9	944.0		2834.9	1691.4	1356.9	—
31 dicembre » . . . »	5045.9	1756.9		6802.8	2129.7	2092.8	—
31 » 1915 . . . »	6917.9	2359.0		9276.9	2477.2	2445.2	?
31 » 1916 . . . »	8054.6	2564.2		12618.8	2536.8	2520.5	?

tutti, in cui i prestiti allo Stato, a fine 1916, rappresentano la minore percentuale nell'ammontare stesso (1).

2. *La situazione degli Istituti.* — Occorre ora ricercare quale ripercussione abbia avuto sulla situazione delle Banche di emissione l'eccezionale sviluppo degli impieghi testè precisato o, in altri termini, in quale misura sia andata alterandosi la garanzia metallica degli impegni degli Istituti medesimi, pel fatto della conseguente espansione dell'emissione fiduciaria, e dell'andamento dei depositi da essi custoditi.

Premettiamo come col progredire della circolazione dei biglietti si sia pure fatto luogo a un non trascurabile aumento generale dei conti correnti privati, il quale ha permesso di evitare un anche maggiore sviluppo della emissione. Se il movimento dei depositi governativi, per le cresciute esigenze dello Stato, ha dato occasione a una riduzione della giacenza presso le banche centrali a credito del Tesoro in confronto del tempo di pace, i conti correnti con la clientela segnano ovunque un aumento rilevante dovuto I) al principio del conflitto europeo: a) alla maggior fiducia che gli Istituti di emissione solitamente ispirano al pubblico nei momenti di crisi; b) all'accumularsi in essi del prodotto degli affrettati sconti ottenuti dalla clientela; e successivamente II) all'accrescimento generale di disponibilità prodotto dall'accennata prevalenza dei pagamenti a contanti dei Governi = nonchè dei privati = sulle ordinarie transazioni a credito (2).

(1) Si avverta che, mentre per l'Inghilterra, per le cose già dette, la cifra del Portafoglio-titoli costituisce una anticipazione al Governo, e la abbiamo aggiunta all'importo dei prestiti di guerra allo Stato per calcolare la esposta percentuale, per la Germania, durante la guerra, e per gli altri tre paesi citati prima e dopo lo scoppio di questa, tale voce al contrario, non ha uguale significato, rappresentando titoli che provengono dal mercato; laonde in questi casi non abbiamo tenuto conto del suo ammontare nel ricavare la proporzione dei prestiti allo Stato al totale degli impieghi degli Istituti.

(2) Per la Banca d'Inghilterra, la quale normalmente non corrisponde interessi sui capitali depositati presso di essa, è da tener conto che, a seguito delle necessità create dalla guerra, la cifra dei suoi depositi privati è stata ingrossata dalle somme che essa accetta ora dagli istituti minori in conto corrente vincolato, all'interesse del 5%, per darle

Dalle cifre indicate dalla Tabella III si rileva come, in ragione della maggiore o minore garanzia metallica degli impegni totali degli Istituti centrali già menzionati, l'ordine in cui si succedono i paesi ora belligeranti sia variato, da fine 1913 a fine 1916, nel modo seguente:

31 dicembre 1913		31 dicembre 1916	
1. Russia	70.81 %	1. Russia	36.05 %
2. Italia	60.14 %	2. Francia	28.33 %
3. Francia	58.60 %	3. Italia	27.96 %
4. Germania	42.72 %	4. Inghilterra	24.85 %
5. Inghilterra	34.65 %	5. Germania	20.10 %

Se invece che di tutta la riserva metallica, ricerchiamo la proporzione agli impegni del solo *oro*, lo specchio che precede si trasforma come segue:

31 dicembre 1913		31 dicembre 1916	
1. Russia	68.30 %	1. Russia	34.94 %
2. Italia	55.94 %	2. Francia	26.77 %
3. Francia	49.71 %	3. Italia	26.14 %
4. Inghilterra	34.65 %	4. Inghilterra	24.85 %
5. Germania	34.54 %	5. Germania	19.97 %

Ma, come meglio vedremo in seguito, le cifre del fondo metallico complessivo di alcuni dei predetti Istituti comprendono, attualmente, una certa quantità di oro posseduto all'estero, di cui essi conservano la proprietà ma non hanno o per una parte o per il totale, momentaneamente, la piena ed assoluta disponibilità, e le cui cifre si trovano indicate nell'ultima colonna della Tabella III. Non è quindi senza interesse il porre a riscontro l'importo del solo *oro in cassa* con l'ammontare globale degli impegni di ciascun Istituto: ecco l'ordine in cui si presentano, sotto questo aspetto, le banche centrali delle nazioni già menzionate:

31 dicembre 1913.		31 dicembre 1916.	
1. Russia	61.45 %	1. Inghilterra	24.85 %
2. Italia	49.79 %	2. Germania	19.97 %
3. Francia	49.71 %	3. Italia	18.64 %
4. Inghilterra	34.65 %	4. Francia	17.84 %
5. Germania	34.54 %	5. Russia	14.20 %

in prestito al Governo, che le rilascia un corrispondente importo di titoli propri.

Non è senza soddisfazione che constatiamo come il nostro Paese, in tutti e tre i casi considerati, mentre risultava secondo nell'ultimo anno di pace, si sia limitato a divenire buon terzo a fine 1916, sorpassando, a quest'ultima data, nei primi due casi l'Inghilterra, e la Francia nel terzo.

A questo proposito notiamo che nella proporzione agli impegni totali dell'oro in cassa, al 31 dicembre 1916 la *Reichsbank*, con un 20% circa distanzia sensibilmente la Banca di Francia, che non giunge al 18%; ma noi ignoriamo l'ammontare del metallo giallo che la Banca dell'Impero germanico possessa, anch'essa, all'estero per averlo depositato, durante la guerra, in paesi neutrali come base di crediti ivi ottenuti; giacchè nessuna distinzione fa il bilancio dell'Istituto fra oro effettivo e certificati di deposito di oro all'estero. La mancanza di tali dati, che impedisce le necessarie detrazioni dall'importo totale — il solo inserito nelle situazioni della *Reichsbank* — rende la percentuale segnata nell'ultimo specchio per la Germania a fine 1916 effettivamente superiore al vero in proporzioni imprecisabili. Aggiungiamo che lo *stock* aureo della Banca Germanica — aumentato, nel triennio, di M. 1350.5 milioni, cioè del 115.38% mercè gli espedienti eccezionali adottati, con la guerra, dalle autorità imperiali per far affluire il metallo giallo dal mercato all'Istituto — se risultava inferiore a quello della Banca di Francia di 60.09% a fine 1913, appariva tuttora di esso minore del 40.42% a fine 1916.

Per la Banca di Francia l'*incasso-oro* nel suo complesso, registra un aumento di fr. 1558.5 milioni, pari al 44.30%, sebbene, indipendentemente da altre uscite, l'Istituto cedesse allo Stato Fr. 500 milioni nel 1915 e circa 400 milioni nel 1916 di metallo giallo in relazione alle operazioni di credito dal Governo concluse all'estero; ma è da rammentare la prontezza, con la quale il pubblico ha risposto all'appello di recare alla Banca l'oro posseduto in cambio di biglietti. Nel solo secondo semestre del 1915 (2 luglio-24 dicembre), affluirono dal mercato all'Istituto senza alcun sforzo, Fr. 1.340.7 milioni di oro: nell'anno 1916 Fr. 483.7 milioni. Poichè l'oro esistente in Francia si valuta, in cifra rotonda, a 8 miliardi, si può dedurre che a fine 1916, se ne trovava ancora sul mercato per circa Fr. 3 miliardi.

Per la Banca d'Inghilterra troviamo un aumento dell'oro da essa posseduto di Ls. 19.3 milioni (40.85 %). Si può notare come le cifre, anche per questo Istituto, non diano il solo metallo giallo racchiuso nelle sacristie, in quanto esse comprendono quello depositato, sia nel Canada, sia nella Colonia del Capo; ma, contrariamente ai precedenti, si tratta, nel presente caso, di vere appendici della riserva metallica della Banca, di cui questa ha libera proprietà e disponibilità, istituite fin dal principio del conflitto europeo per ovviare alle difficoltà dei trasporti marittimi (1).

La Banca di Russia accusa nel triennio, un aumento nell'insieme del fondo aureo di Rb. 1938 milioni (115 %) dovuto esclusivamente alla espansione dell'oro posseduto all'estero, raggiunti a Rb. 1981 milioni. È qui da rammentare che la Banca — oltre alle obbligazioni a termine 5 % scontate al Tesoro per l'importo, già detto, di Rb. 6534 milioni — ebbe a versare al Governo russo una somma di Rb. 1891.5 milioni di cui questo la rimborsò immobilizzando a Londra, a credito dell'Istituto, un corrispondente importo di lire sterline di proprietà del Tesoro.

Per gli Istituti italiani si ha che l'oro in cassa, dal 1913 al 1916, è declinato da L. 1375.4 milioni a 1157.5 milioni, mentre quello all'estero — cioè quella parte di metallo (Riserva equiparata) depositata su piazze straniere o impiegata in titoli varii esigibili in oro — si è accresciuta da 170.2 a 466.0 milioni: ne risulta un complessivo aumento dello *stock* aureo di 77.9 milioni (5.04 %). La percentuale, per quanto moderata, non appare men degna di nota se si tien conto che non vi ha sul nostro mercato una vera circolazione aurea da poter parzialmente convogliare verso gli Istituti di emissione, non solo, ma che nell'agosto 1914 il Tesoro prelevò dalla Banca d'Italia, sul fondo di dotazione di Tesoreria, L. 25 milioni di monete d'oro per aumentarne la garanzia metallica della circolazione di

(1) Vedremo più avanti (Tabella IV) come, parallelamente con l'aumento della riserva metallica della Banca, sia andato costituendosi in Inghilterra uno *stock* di oro, dell'importo attuale di Ls. 28.5 milioni, di proprietà del Governo, che lo ha destinato a garanzia della emissione fiduciaria che esso si è creata.

Stato, e successivamente esso ritirò altri importi del metallo giallo di sua pertinenza che trovansi in possesso di questo Istituto (1).

La Banca Austro-Ungarica non appare neppure nella Tabella III per la stessa ragione che non permise di comprenderla in quella precedente. Se ci riferiamo al documento citato a pag. 23 (nota) possiamo, però osservare come all'aumento, —cospicuo ma imprecisabile — che gli impegni dell'Istituto (ragguagliati a Cor. 2681.3 milioni a fine 1913 e a 2421.0 milioni al 23 luglio 1914) subirono per l'emissione di biglietti a fronte di anticipazioni di guerra allo Stato, contribuisse a tutto il 30 giugno 1916, la somma di Cor. 6.424.8 milioni del già citato sconto di obbligazioni effettuato dal solo Governo austriaco. D'altra parte il fondo metallico della Banca — risultante in Cor. 1562.5 milioni a fine 1913 e 1589.2 milioni al 23 luglio 1914 — non può non aver registrato una ragguardevole diminuzione non fosse altro per somme inviate in Germania a parziale copertura di debiti quivi contratti dallo Stato, i quali, per la sola Austria, consistevano, al 30 giugno 1916, nel collocamento di prestiti per Cor. 1284.5 milioni.

La rammentata sospensione della pubblicazione del bilancio -dal principio della guerra in poi, lascia intendere, in ogni caso, quali effetti questa abbia avuti sulle condizioni della Banca Austro-Ungarica.

3. *La Circolazione cartacea.* — Se a riscontro, sia della *riserva metallica totale*, sia dell'*oro esistente in cassa*, poniamo l'importo della sola circolazione dei biglietti, i vari Istituti si presentano, ai due estremi del triennio, nell'ordine seguente:

(1) Cfr. Legge 9 luglio 1914, n. 659. Si noti che in più di questi 25 milioni di oro, le specie metalliche di proprietà del Tesoro costituenti parte della Riserva della Banca d'Italia, uscite per conto dello Stato, sommarono, nel 1914, a L. 5.7 milioni, nel 1915 a 50.9 milioni e nel 1916 a 211,1 milioni, di cui gran parte in oro.

Rapporto della riserva metallica alla circolazione

31 dicembre 1913		31 dicembre 1916	
1. Inghilterra.	118.24 % ₀	1. Inghilterra	136.77 % ₀
2. Russia	104.72 % ₀	2. Russia	43.51 % ₀
3. Italia	72.75 % ₀	3. Italia	34.63 % ₀
4. Francia.	68.70 % ₀	4. Francia.	32.20 % ₀
5. Germania	55.78 % ₀	5. Germania	31.49 % ₀ (1)

Rapporto dell'oro in cassa alla circolazione

1. Inghilterra	118.24 % ₀	1. Inghilterra	136.77 % ₀
2. Russia	90.87 % ₀	2. Germania	31.29 % ₀ (1)
3. Italia	60.23 % ₀	3. Italia	23.09 % ₀
4. Francia.	58.28 % ₀	4. Francia.	20.28 % ₀
5. Germania	45.11 % ₀	5. Russia	17.14 % ₀

Come si vede, sia pel rapporto della riserva metallica totale, sia per quello del solo oro in cassa, tanto al principio quanto alla fine del triennio 1914-1916, l'Italia rimane ferma al terzo posto; nè si hanno spostamenti per gli altri paesi se non pel rapporto dell'oro in cassa ai biglietti di banca emessi, pel quale la Russia cede il posto alla Germania che da quinta

(1) Vedasi quanto è già stato detto sulla riserva metallica della *Reichsbank* a pag. 27. Aggiungiamo qui che la cifra della circolazione dichiarata da questo Istituto risulta, in realtà, di circa M. 332 milioni inferiore al vero in quanto, nel settembre 1916, fu, d'autorità, sottratta alla *Société Générale* di Bruxelles una ugual somma di biglietti di banca germanici che cuoprivano altrettanta circolazione dell'Istituto belga (succeduto, nella funzione dell'emissione, alla *Banque Nationale de Belgique*), e che furono sostituiti con un certificato di deposito equivalente il cui importo, tolto al capitolo della Circolazione, è andato a ingrossare quello dei Conti Correnti della *Reichsbank*.

La radicale misura del Governo tedesco aveva in mira di evitare alla *Reichsbank* il danno morale di eccedere il limite legale della circolazione ove forti domande di sconto fossero affluite all'Istituto nella imminente sottoscrizione del quinto prestito di guerra germanico. Come è noto tale limite corrisponde al triplo dell'importo globale del metallo (oro e argento), dei biglietti di Stato e di quelli delle quattro banche minori di emissione tedesche, che la *Reichsbank* si trova a possedere: già fin dallo scoppio della guerra, per via opposta, si era conseguito un identico intento ingrossando la parte cartacea della riserva legale di questa con l'ammettere a farne parte i biglietti delle Casse governative di prestito introitati dall'Istituto.

diviene seconda; al qual proposito rammentiamo quanto fu già osservato circa l'importo dell'oro segnato in bilancio dalla *Reichsbank*, che ci consente di ritenere superiore al vero la percentuale da esso dedotta.

Ma, non occorre dirlo, tali cifre non raffigurano esattamente il generale mutamento subito con la guerra dalla copertura metallica della circolazione presso i Belligeranti citati, in quanto esse, limitandosi alla emissione bancaria, non comprendono l'ammontare delle altre specie di biglietti, di Stato e non, persistenti alla guerra e con questa aumentate di volume, ovvero introdotte a seguito della guerra stessa. Ci riferiamo agli aumenti della emissione governativa in Italia e in Germania; alla introduzione di tale forma di circolazione in Inghilterra e in Austria-Ungheria; alla istituzione, in quest'ultimo paese e in Germania, di Casse di prestiti di guerra con facoltà di emettere biglietti propri (1).

Raccogliamo nella Tabella IV i dati sulle varie forme di circolazione, e sulla riserva metallica ad esse a fronte, pei paesi di cui si tratta — esclusa l'Austria-Ungheria per cui non abbiamo i dati necessari.

Dal confronto dei totali contenuti nella Tabella ricaviamo, qui appresso, l'ordine in cui si presentano i cinque paesi per importanza decrescente dello sviluppo verificatosi, dal 1913 al 1916, nella rispettiva emissione fiduciaria; nonchè, per ciascuno, l'entità, a fine 1916, dei biglietti d'ogni specie circolanti per conto dello Stato (emessi dagli istituti a debito del Governo o direttamente da questo) per rapporto alla circolazione globale esistente (2):

(1) Non ci risulta che in Russia sieno stati emessi biglietti di Stato in senso proprio, se si tolgono i sostituti cartacei della circolazione metallica minuta, dei quali, in ogni caso, non possediamo la cifra.

(2) È ovvia la sostanziale differenza che sussiste, nonostante l'apparente analogia, fra le seguenti e le due tabelline poste a pag. 23: si tratta qui di mostrare la ragione in cui si sviluppò complessivamente, a seguito della guerra, il medio circolante cartaceo nei vari paesi, e, d'altro lato, la parte di questo che, a fine 1916, costituisce un impegno, diretto o indiretto, dello Stato; mentre che nel § 2 fu posta in evidenza la progressione del totale degli impieghi degli Istituti di emissione, e, insieme, la quota in esso rappresentata — sempre al 31 dicembre 1916 — dalle varie forme di prestiti allo Stato. Nell'un caso la seconda tabel-

TABELLA IV.

00.000 omessi	CIRCOLAZIONE						RISERVA METALLICA		
	bancaria			di Stato	delle Casse di prestiti	totale	bancaria (oro e argento)	di Stato (oro)	totale
	p. c. Commercio	p. c. Stato	totale						
(1) Francia (Fr.)									
26 dicembre 1913	5829.2	205.4	6034.6	—	—	6034.6	4146.3	—	4146.3
23 luglio 1914	5706.9	205.0	5911.9	—	—	5911.9	4744.0	—	4744.0
24 dicembre »	5937.9	4105.0	10042.9	—	—	10042.9	4514.4	—	4514.4
30 » 1915	7478.9	5830.9	13309.8	—	—	13309.8	5367.4	—	5367.4
28 » 1916	7278.8	9400.0	16678.8	—	—	16678.8	5370.8	—	5370.8
(2) Inghilterra (Ls.)									
31 dicembre 1913	29.6	—	29.6	—	—	29.6	35.0	—	35.0
23 luglio 1914	29.3	—	29.3	—	—	29.3	40.2	—	40.2
31 dicembre »	36.1	—	36.1	38.5	—	74.6	69.5	18.5	88.0
30 » 1915	35.3	—	35.3	103.1	—	138.4	51.5	28.5	80.0
28 » 1916	39.7	—	39.7	150.1	—	189.8	54.3	28.5	82.8
Italia (L.)									
31 dicembre 1913	2283.5	—	2283.5	499.1	—	2782.6	1661.4	117.2	1778.6
20 luglio 1914	2182.6	—	2182.6	499.1	—	2681.7	1624.6	132.0	1786.6
31 dicembre »	2201.1	734.9	2936.0	657.2	—	3593.2	1738.6	156.3	1894.9
31 » 1915	1898.6	2069.5	3968.1	1082.1	—	5050.2	1699.7	134.5	1854.2
31 » 1916	2458.1	2554.2	5012.3	1317.3	—	6329.6	1736.2	167.7	1903.9
Russia (Rb.)									
29 dicembre 1913	1668.5	—	1668.5	—	—	1668.5	1747.3	—	1747.3
21 luglio 1914	1634.1	—	1634.1	—	—	1634.1	1818.1	—	1818.1
29 dicembre »	1367.3	496.5	2863.8	—	—	2863.8	1815.8	—	1815.8
29 » 1915	2060.0	3244.6	5304.6	—	—	5304.6	1918.5	—	1918.5
29 » 1916	2057.3	6534.0	8591.3	—	—	8591.3	3737.1	—	3737.1
(3) Germania (M.)									
31 dicembre 1913	2753.2	—	2753.2	120.0	—	2873.2	1520.0	120.0	1640.0
23 luglio 1914	2046.4	—	2046.4	120.0	—	2166.4	1769.2	240.0	2009.2
31 dicembre »	5179.6	—	5179.6	360.0	1317.0	6856.6	2196.8	—	2196.8
31 » 1915	7060.8	—	7060.8	360.0	2347.7	9767.8	2547.6	—	2547.6
31 » 1916	8212.5	—	8212.5	360.0	3408.0	11980.5	2604.5	—	2604.5

Note alla Tabella IV.

(1) Per le cose già dette, nella circolazione della Banca di Francia per conto dello Stato comprendiamo, con le anticipazioni ordinarie e straordinarie al Governo, anche l'importo dei Buoni del Tesoro da esso scontati presso l'Istituto per sopperire a prestiti accordati a Stati alleati.

(2) I biglietti emessi dal Governo inglese, come è noto, hanno a fronte, per l'ammontare metallicamente scoperto, titoli di Stato immobilizzati a loro garanzia. Ecco come si bilancia la loro circolazione alle date indicate dalla Tabella :

	fine 1914	fine 1915	fine 1916
Biglietti in circolazione	Ls. 38.5	103.1	150.1
C. invest. riserva	> —	0.7	3.4
Riserva aurea	Ls. 18.5	28.5	28.5
Titoli di Stato.	> 9.9	54.6	118.1
Garanzie istituti vari	> 0.8	0.2	0.1
Presso la B.ca d'Inghilterra	> 9.3	20.5	6.8

(3) I totali della circolazione e della riserva metallica bancarie comprendono le cifre della *Reichsbank* e delle quattro banche tedesche per le quali non è ancora scaduto il privilegio della emissione (Baden, Baviera, Sassonia e Württemberg) qui specificate :

	REICHSBANK		ALTRE BANCHE	
	Circolazione	metallo	Circolazione	metallo
31 dic. 1913	2593.4	1446.8	159.8	73.2
23 lug. 1914	1890.8	1691.4	155.6	77.8
31 dic. >	5045.9	2129.7	133.7	67.1
31 > 1915	6917.9	2477.2	142.9	70.4
31 > 1916	8054.6	2536.8	157.9	67.7

Non sappiamo se una parte del metallo indicato per le quattro banche minori consista, in realtà, in certificati di deposito per essere essa stata trasferita presso la *Reichsbank* e figurì già nelle cifre di quest'ultima; nel qual caso si avrebbe una nuova ragione di eccedenza del totale riportato sull'ammontare effettivo.

Notiamo qui che col 31 dicembre 1914 scompare dalla Tabella (Colonna 8) la cifra della riserva metallica dei biglietti di Stato germanici: egli è che, fin dall'agosto 1914, il Tesoro versò alla *Reichsbank* tali valute metalliche contro biglietti di banca da questa spesi per conto di esso, per modo che l'unico *stock* metallico posto a garanzia del totale della circolazione tedesca fu, da allora, quello dell'Istituto centrale aumentato — ferma stante la incognita suesposta — del metallo posseduto dalle quattro banche minori di emissione.

Aumento della circolazione	Rapporto dei biglietti per conto dello Stato alla circolazione totale (1)
1. Inghilterra 541.21 %	1. Germania 89.88 %
2. Russia 414.89 %	2. Inghilterra 84.35 %
3. Germania 316.97 %	3. Russia 78.38 %
4. Italia 227.47 %	4. Italia 61.16 %
5. Francia 176.38 %	5. Francia 56.35 %

È facile vedere che il nostro paese, al 31 dicembre 1916, teneva il penultimo posto come importanza di nuovi biglietti d'ogni specie emessi a seguito della guerra, essendo stato abbondantemente sorpassato da Inghilterra, Russia e Germania.

Circa le proporzioni rappresentate, nel totale della circolazione, dai biglietti emessi per conto dello Stato o direttamente da esso, l'Italia risulta in migliore posizione della Germania, dell'Inghilterra e della Russia, e in condizione d'inferiorità rispetto alla sola Francia.

lina rappresenta la misura relativa del credito concesso dagli Istituti allo Stato; in quest'altro essa indica la proporzione in cui i biglietti circolanti nel paese, anzichè da operazioni di commercio, traggono la loro origine, più o meno direttamente, dalle esigenze del Tesoro determinate dalla guerra.

(1) Osserviamo che, per l'omogeneità dei dati posti a confronto, come per l'Italia sono compresi nel totale di cui è calcolata la percentuale i biglietti di Banca emessi a debito dello Stato per anticipazioni su titoli e attività varie concesse per conto di esso, e quelli somministrati, contro vincolo di titoli governativi, alla Cassa Depositi e Prestiti, così per la Germania abbiamo tenuto conto dei biglietti di Stato (M. 360 milioni), di quelli dalla *Reichsbank* emessi contro sconto di obbligazioni al Tesoro (già supposti in M. 7 miliardi) e dei biglietti posti in circolazione dalle Casse governative di prestiti (M. 3408 milioni).

Inoltre, per l'Inghilterra, insieme coi biglietti emessi dal Tesoro (Ls. 150.1 milioni) consideriamo prudentemente come per conto dello Stato sole Ls. 10 milioni della circolazione dell'Istituto centrale. Invero, di fronte ai 50 milioni di sterline cui supponemmo raggiugliare le anticipazioni concesse al (o per conto del) Governo inglese contenute nella cifra del portafoglio della Banca — che trovano in parte riscontro nell'aumento del conto del Tesoro — e ai 44 milioni di cui si sono, nel triennio, accresciuti i titoli di Stato dal Tesoro collocati presso di essa, si ha un aumento di 65.6 milioni nei depositi privati dovuto principalmente alle somme che, come dicemmo, l'Istituto raccoglie, contro interesse, temporaneamente dal mercato per far fronte alle esigenze del Tesoro; donde, forse, un importo anche maggiore di quello da noi fissato nei biglietti di Banca effettivamente emessi per conto del Governo.

Relativamente alle variazioni subite dalla copertura metallica di tutta quanta la circolazione nei tre anni in esame, vale il seguente prospetto nel quale è calcolato, per ciascun paese, il rapporto del complesso delle riserve metalliche al totale delle varie forme di biglietti emessi, alla fine degli anni 1913 e 1916, e alla vigilia della guerra.

31 dicembre 1913	20-23 luglio 1914	31 dicembre 1916
1. Inghilt. . 118.24 %	1. Inghilt. . 137.19 %	1. Inghilt. . 43.62 %
2. Russia . 104.72 %	2. Russia . 111.26 %	2. Russia . 43.51 %
3. Francia . 68.70 %	3. Germ. . 92.74 %	3. Francia . 32.20 %
4. Italia . 63.91 %	4. Francia . 80.24 %	4. Italia . 30.08 %
5. Germ. . 57.07 %	5. Italia . 66.62 %	5. Germ. . 21.74 %

Non è senza interesse di constatare come l'Italia, che nel 1913 occupava il quarto posto con una percentuale di circa 64, fosse scesa, alla vigilia della guerra, all'ultimo pur iscrivendosi con una copertura metallica del 66.62 %, e ritorni, a fine 1916, al quarto posto per quanto con una percentuale di poco superiore al 30 per cento.

È superfluo osservare che nonostante lo sviluppo più o meno sensibile delle riserve metalliche, l'ampiezza dello spostamento verificatosi nell'ordine successivo dei vari paesi dipende precipuamente dalla misura della espansione subita in ciascuno di essi dal complesso dei biglietti circolanti a debito dello Stato, di cui abbiamo più sopra espresso la ragione percentuale.

Poniamo, infine, a riscontro l'importo globale dei biglietti d'ogni specie circolanti nei vari paesi (Tabella IV colonna 6) con l'ammontare del solo oro esistente nei confini politici di ciascuno, e di cui essi hanno, col pieno possesso, la libera disponibilità, come garanzia di una o di più categorie dei biglietti stessi (Tabella III, colonna 6 e Tabella IV, colonna 8) (1) escluso cioè, l'oro che si trova all'estero per una od altra ragione.

(1) Per l'Italia abbiamo senz'altro, pei dati a fine 1916, posto a fronte del complesso della circolazione il solo oro in cassa presso i tre Istituti di emissione, tralasciando interamente l'ammontare della riserva aurea che lo Stato iscrive a fronte dei biglietti da esso emessi.

Ecco l'ordine in cui si succedono, sotto tale aspetto, agli estremi del triennio, i belligeranti citati:

31 dicembre 1913		31 dicembre 1916	
1. Inghilterra	118.24 %	1. Inghilterra	43.62 %
2. Russia	99.05 %	2. Germania	21.02 %
3. Francia	58.28 %	3. Francia	20.26 %
4. Italia	53.64 %	4. Italia	18.28 %
5. Germania	49.07 %	5. Russia	17.16 %

Si nota, anche in questo caso, come gli effetti della guerra non abbiano rimosso l'Italia dal posto che essa occupava in tempo di pace, e solo si osserva che vi ha scambio di posizione fra Russia e Germania, per la quale ultima vale la riserva fatta ripetutamente circa l'eccedenza della percentuale ottenuta su quella reale.

4. *La situazione finanziaria.* — Giova qui ricercare, sia pure a grandi linee, l'andamento del Bilancio dei principali Belligeranti nel periodo bellico finora trascorso. L'esame delle cifre raggruppate nella Tabella V per gli ultimi quattro esercizi finanziari fornisce rapidamente una idea abbastanza esatta del fantastico crescendo subito, con la conflagrazione attuale, dalle uscite governative; della parte in esso avuta dalle spese militari propriamente dette; dell'onere costituito ai Bilanci dalla progressione del Debito pubblico che ne è conseguita, e delle proporzioni nelle quali furono aumentate le entrate ordinarie per sopperirvi.

Dai dati riportati risultano, anzitutto evidenti il tempo e la misura in cui fu possibile di provvedere a tale aumento.

L'Inghilterra, nel primo esercizio di guerra (1914-15) segna già un progresso, sull'ultimo del tempo di pace, di oltre 14%, che sale a circa 70% nel secondo e a oltre 192% nel terzo. L'ampiezza di vedute con la quale il Governo inglese affrontò il problema finanziario della guerra si riflette nella energia posta in esigere dai contribuenti crescenti sacrifici: nel novembre 1914 sono votati nuovi gravami — primo fra tutti l'aumento della *Income tax* — atti a fornire un supplemento d'entrata di Ls. 15.5 milioni nel 1914-15 e 65.5 milioni nel 1915-16; nel settembre 1915 si approvano ulteriori provvedimenti — com-

TABELLA V.

(00.000 omessi)	Entrate	SPESE		
		totali	militari	per il D. Pubb.
Francia (Fr.)				
1 gen. — 31 dic. 1913 . . .	4017.2	4738.6	1472.2	1286.4
» 1914 . . .	4416.—	10685.9	7080.3	1366.2
» 1915 . . .	4132.6	22806.—	15767.1	1899.4
» 1916 . . .	5018.3	32351.—	23664.—	3005.—
Inghilterra (Ls.)				
1 apr. 1913 — 31 mar. 1914 .	198.2	202.1	77.2	19.3
» 1914 — » 1915 .	226.7	693.4	437.4	21.7
» 1915 — » 1916 .	336.8	1559.2	1399.6	60.2
» 1916 — » 1917 .	573.4	2198.1	1172.5	127.2
Italia (L.)				
1 lugl. 1913 — 30 giu. 1914 .	2523.7	2687.7	918.2	528.6
» 1914 — » 1915 .	2560.0	5395.4	3225.6	568.9
» 1915 — » 1916 .	3733.7	10625.2	8262.—	735.1
» 1916 — » 1917 .	3500.—	16500.—	14000.—	1135.—
Russia (Rb.)				
1 gen. — 31 dic. 1913 . . .	3417.4	3355.5	779.4	402.7
» 1914 . . .	2898.1	5600.—	2040.—	
» 1915 . . .	2827.8	16000.—	12800.—	
» 1916 . . .	3032.—	16350.—	12700.—	1450.—
Germania (M.)				
1 apr. 1913 — 30 mar. 1914 .	3577.4	3696.—	973.3	243.6
» 1914 — » 1915 .	3405.2	13797.9	11993.5	
» 1915 — » 1916 .	3323.1	23365.4	20658.2	
» 1916 — » 1917 .	3659.3	37758.5	34000.—	2500.—

preso quello sui profitti di guerra = ritenuti capaci di dare, insieme, Ls. 32.9 milioni nel 1914-15 e 106.0 milioni in un intero esercizio; nell'aprile 1916 nuovi tributi e un aumento della *Income-tax* e dell'imposta sugli extra profitti, sono introdotti, per un gettito previsto di Ls. 151.0 milioni annui.

In Italia, non occorre ricordarlo, si ricorse di buon ora ad aumenti tributari: mentre dall'ultimo esercizio di pace a quello in cui ebbe termine la neutralità, si verifica un progresso dell'entrata di meno che $1\frac{1}{2}\%$, il 1915-16, per noi il primo di guerra, registra sul 1913-14 una eccedenza di quasi la metà (48% circa). Rammentiamo che gli aggravii tributari decretati dall'ottobre 1914 al novembre 1916, si prevedeva poter fornire L. 54.2 milioni nel 1914-15; L. 314.1 milioni nel 1915-16; L. 746.2 milioni nel 1916-17 e 967.9 milioni nel 1917-18.

L'esercizio corrente, mentre nella previsione presenta un aumento d'entrate, sul 1913-14, di oltre 36%, nei primi suoi nove mesi ha dato un gettito del 45% maggiore che nel corrispondente periodo dell'ultimo esercizio di pace. Si noti infine che gli aumenti d'imposte di carattere permanente fin qui introdotti — esclusa, cioè, quella sui profitti di guerra, ed altre inerenti al regime bellico — rappresentano da soli 758.8 milioni annui iniziali, con un aumento del 30% sul gettito dato dai corrispondenti cespiti nel 1913-14.

Per la Francia l'anno finanziario in cui scoppiò il conflitto europeo registra, sul precedente, un aumento dell'entrata ordinaria, di appena 10%: aumento, per altro, cospicuo rispetto alle vicende subite dal bilancio del 1914 attraverso le proposte del Dumont, i radicali progetti del Caillaux e quelli più modesti del Renoult — che ne vide successivamente rimandata l'applicazione fino al 1916. La guerra, invero, sorprende il Bilancio francese in una delle fasi più critiche della sua storia: l'esercizio 1913 chiuso con un deficit di Fr. 479 milioni; quello del 1914 iniziato con la prospettiva di altri 410.5 d'eccedenza di spese — che avrebbe dovuto principalmente colmare, un prestito: il $3\frac{1}{2}\%$ ammortizzabile, emesso (luglio 1914) con grande successo, di poi annullato dal sorgere della guerra.

Nel 1915 l'entrate francesi diminuiscono, sul 1914, di $6\frac{1}{2}\%$ e il progresso rispetto al 1913 si riduce a meno del 3%;

perdita fin troppo piccola poi che, come osservò il Ribot, il nemico occupa, purtroppo, in Francia regioni use a fornire la quarta parte di tutti i tributi. Ma, finalmente, col 1° marzo 1916 comincia a funzionare l'imposta su reddito e sulla metà dell'anno si tassano gli extra-profitti: si ha così, per tale esercizio, un aumento di entrata del $21\frac{1}{2}\%$ sul precedente e di 25% sul 1913. Nuove imposte, del gettito presunto di fr. 586 milioni, sono, in ultimo votate pel 1917 = rese necessarie dall'incalzante aumento del Debito, il cui onere annuale oltrepassa già i 3 miliardi.

L'Impero Russo presenta una diminuzione d'entrate pei primi due esercizi di guerra, che ragguaglia a oltre 15% nel 1914 e a più del 17% pel 1915, in confronto col 1913. Ma nel 1914 l'abolizione della vendita governativa dell'alcool, che nel 1913 aveva fornito al Bilancio Rb. 899.3 milioni, dà luogo in questo monopolio a un minor rendimento di Rb. 395.4 milioni, che per la riduzione del gettito di altre entrate salgono a 558.9 = compensati per appena 39.6 milioni da imposte e proventi nuovi. Il 1915 segna, a sua volta, sul 1913, una perdita di 869 milioni nell'alcool e di 313 nelle altre voci, fronteggiata da 597 milioni di nuove entrate; infine, per l'esercizio decorso la deficienza sul 1913 è stimata a 848 milioni pel monopolio degli spiriti e a 384 milioni per gli altri cespiti, mentre i nuovi introiti si valutano a 836.5 milioni.

È così che pel 1916 la perdita all'entrata sull'ultimo esercizio di pace scende a 12% : nello stesso anno si approva l'imposta sul reddito, da applicarsi col 1917; si escogitano quella sui sopraprofiti ed altri aggravii in modo da poter prevedere pel 1917 un aumento nell'entrate ordinarie del 17% sul 1913 (1).

(1) È interessante di constatare come sia stato predisposto questo aumento, di Rb. 581 milioni, nonostante che dal 1913 al 1917, la minor entrata sull'alcool risulti di 850 milioni:

(milioni di rubli)	1913	1917
Totale entrate ordinarie . . .	3417	3998
Totale imposte e tasse . . .	1212	2107
di cui: Imposte dirette . . .	272	566
dette indirette . . .	707	1099
Totale redditi patrim. e monopoli	2071	1731
di cui: alcool.	899	49

Per la Germania si nota, nei primi due esercizi di guerra per rapporto all'ultimo di pace, un graduale regresso nell'entrata ordinaria = equivalente a oltre 5% nel 1914-15 e a circa 7% nel 1915-16 — in relazione anche al declinare del prodotto della imposta militare straordinaria (votata nel luglio 1913) che, scende, dall'uno all'altro di tali esercizi, da 393.8 a 327.7 milioni di marchi, sinchè nel 1916-17 scompare dal Bilancio per far posto al gettito presunto, in m. 480 milioni, delle imposte di guerra votate nel marzo 1916 e destinate a fornire 520-540 milioni in un intero anno. L'entrata prevista pel 1916-17, quindi, supera alquanto quella del 1913-14 (2%). È da osservare che le sole cifre disponibili per l'Impero Germanico dal 1914-15 in poi sono quelle dei Bilanci di previsione, ciascuno dei quali — come si legge nelle rispettive relazioni — non è che la riproduzione del precedente, con le modificazioni prodottesi nel frattempo o consigliate dalle necessità del momento, le condizioni di guerra rendendo impossibile ogni esatta valutazione del genere.

Premesso tutto ciò, se poniamo in evidenza la percentuale in aumento, o in diminuzione, dell'entrata tra l'ultimo esercizio normale e il terzo del tempo di guerra, troviamo che i cinque Stati belligeranti si susseguono come appresso :

Inghilterra	+ 189 %
Italia	+ 40 %
Francia	+ 25 %
Germania	+ 2 %
Russia	= 11 %

*
* *

In quanto concerne l'impulso travolgente derivato alle spese pubbliche dalle necessità della guerra, i dati della Tabella indicanti il totale annuo di esse sono eloquenti di per sè stessi: sebbene la cifra dell'ultimo esercizio del periodo di pace rappresentasse generalmente il massimo sino allora raggiunto (1),

(1) Non occorre rammentare come contribuisse a tal fatto la corsa agli armamenti, cui, con alla testa la Germania, si dettero gli Stati europei, nel ventennio precedente il conflitto odierno; al qual proposito

in breve la spesa annuale ne costituisce un multiplo assai cospicuo.

Ecco l'ordine in cui si presentano i Belligeranti citati secondo l'importanza dell'aumento fra i due esercizi estremi (1):

1 Inghilterra	. + 987 %
2 Germania	. + -921 %
3 Francia	. + 682 %
4 Italia	. + 514 %
5 Russia	. + 387 %

Notiamo di passata che, se si prende in esame il periodo 1° agosto 1914-31 dicembre 1916, è facile riconoscere come lo sviluppo subito dal complesso delle spese determini, nei primi

non è inutile porre a confronto le somme impostate nel Bilancio delle grande Potenze per le spese militari nel 1893 e nel 1913.

	1893		1913		aumento della spesa totale annua
	guerra	marina	guerra	marina	
Germania . . .	716	107	1689	593	177.27 %
Russia.	700	133	1469	609	149.45 %
Inghilterra . . .	445	356	708	1119	128.09 %
Italia	248	108	424	257	91.29 %
Austria-Ungheria	330	25	447	151	68.45 %
Francia	634	255	983	489	65.57 %

(1) L'ammontare delle spese (totali e militari propriamente dette) che figura nella Tabella per gli ultimi tre esercizi è ricavato dal conto dei crediti, ordinari e straordinari, via via votati, per la Francia; dal Bilancio, ordinario e straordinario, e dai crediti di guerra approvati per ciascun esercizio, per la Germania; dal consuntivo per l'Inghilterra e l'Italia per la quale ultima le cifre per l'intero anno 1916-17 sono, naturalmente, ipotetiche, sebbene prudentemente calcolate. Diamo qui i pagamenti del nostro Bilancio nei primi otto mesi di detto esercizio, col confronto di quelli che vi corrispondono nei due precedenti:

(milioni di lire)	1916-17	1915-16	1914-15
Uscita totale	11529.9	6380.1	2859.2
Guerra e Marina	8310.5	4789.3	1266.8

Per la Russia le cifre sono molto approssimative, risultando dalla combinazione delle spese del Bilancio col ricavato netto, effettivo o presunto, dei Prestiti annualmente effettuati — che costituiscono, com'è noto l'unica fonte cui ivi si attinge per fronteggiare le esigenze della guerra.

TABELLA VI.

(00.000 omessi)	Francia Fr.	Inghilterra (Ls.)	Italia (L.)
Ammontare luglio 1914.	33.833,7	708,1	15.587,3
Francia.			
Prestito 5 ⁰ / ₁₀ 1915.	13.475.—		
id. 5 ⁰ / ₁₀ 1916.	11.353.—		
Obbligaz. di difesa Nazionale.	426 8		
Buoni della difesa Nazionale.	13.421.5		
Buoni del Tesoro ordinari	44.2		
Anticipazioni dalla Banca di Francia	8.200.—		
id. dalla Banca d'Algeria	25.—		
Prestito 5% agli Stati Uniti (1915)	1.295.—		
Altre obbligaz. a termine all'estero	945.7		
Buoni del Tesoro all'estero	5473.2		
Aumento.	54.659.4		
Inghilterra.			
Prestito di guerra 3 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀ (1914).		331.8	
id. 4 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀ (1915).		592.3	
Buoni dello Scacchiere 3 ⁰ / ₁₀		31.5	
id. 5 ⁰ / ₁₀		334.5	
id. 6 ⁰ / ₁₀		160.8	
Certificati per le spese di guerra		29.9	
id. a risparmio		45.1	
Buoni del Tesoro ordinario (aumento).		975 7	
« Altro debito »		92.0	
Anticipaz. di Tesoreria.		380.6	
Prestito 5 ⁰ / ₁₀ agli S. U. (1915)		50.8	
id. 5 ⁰ / ₁₀ c. s. (garantito) 1916.		50.—	
id. 5 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀ c. s. id. 1916.		60.—	
id. 5 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀ c. s. id. 1917.		50.—	
id. al Giappone (B. Scacchiere 6%)		10.—	
Aumento		3195.—	
Italia.			
Redimibile 4 ¹ / ₂ %			552.2
id. 5%.			4066.6
Buoni del Tesoro 5% pluriennali			1812.—
id. ordinari (aumento).			2823.3
id. per forniture militari.			332.5
Buoni del tesoro all'estero			3747.0
Biglietti di Stato (aumento netto)			811.3
Anticipazioni dalle Banche d'emissione			1261.—
Somministrazioni dalle stesse			825.—
Aumento.			16230.9
Riduzione negli antichi redimibili			171.3
Aumento netto.			16059.6

Segue la TABELLA VI.

(00.000 omessi)	Russia (Rb.)	Germania (M.)	A-Ungheria (Cor.)
Ammontare luglio 1914.	8811.0	21.131.0	20.532.4
Russia.			
Prestito interno 5 % 1914 (nov.)	500.—		
id. 5 % 1915 (mar.)	500.—		
id. 5 ¹ / ₂ % 1915 (mar.)	1000.—		
id. 5 ¹ / ₂ % » (dic.)	1000.—		
Prestito di guerra 5 ¹ / ₂ % 1916	5000.—		
Obbligazione a breve termine 5 %	2648.—		
id. all'estero	9410.—		
Anticipazioni della Banca di Russia	7127.—		
Buoni del Tesoro 4 %	850.—		
Aumento.	28035.—		
Germania.			
a) Impero:			
I. Prestito di guerra 1914 (nov.)		4492.—	
II. id. 1915 (mar.)		9106.—	
III. id. » (set.)		12163.—	
IV. id. 1916 (mar.)		10768.—	
V. id. » (set.)		10651.—	
Buoni del tesoro		6000.—	
Anticipazioni dalla <i>Reichsbank</i>		7000.—	
Biglietti di Stato (aumento)		240.—	
b) Stati confederati:			
Prestiti vari		4000.—	
Aumento.		64420.—	
Austria-Ungheria			
a) Austria:			
I. Prestito di guerra 5 ¹ / ₂ % 1914 (nov.)			2179.7
II. id. » 1915 (mag.)			2688.3
III. id. » » (nov.)			4203.1
IV. id. » 1916 (mag.)			4520.3
V. id. » » (dic.)			4413.—
Deb. v. Consorzio austr. (al 30 giu. 1916)			3271.8
Anticipaz. dalla B. Austro-Ungarica (»)			6424.8
Prestiti in Germania (»)			1284.5
Altro debito a tutto gennaio			7800.—
b) Ungheria:			
I. Prestito di guerra 1914 (nov.)			1175.—
II. id. 1915 (mag.)			1132.—
III. id. » (nov.)			1985.—
IV. id. 1916 (mag.)			1930.—
V. id. » (dic.)			2300.—
Altro debito a tutto gennaio			5000.—
Aumento.			50.307.5

Nota alla tabella VI.

Allo scopo di profittare di piú precisi dati disponibili per alcuni Paesi, abbiamo preso in esame, nel compilare la Tabella, il periodo a tutto gennaio 1917. Le cifre, o effettive o assai esatte per gli Stati Alleati, sono, per gli Imperi centrali, in parte presunte come segue.

GERMANIA — Da fonte tedesca si apprende che le spese di guerra dell'impero ragguagliarono mensilmente a M. 2.1 miliardi nel 1916 e a 2.7 miliardi nel 1917, mentre da varie parti fu ripetutamente affermato che, malgrado l'emissione del quinto Prestito di guerra, rimasero, nel settembre 1916, in circolazione M. 4 miliardi di Buoni del Tesoro ordinari rappresentanti spese effettuate a quella data; consegue da tutto ciò che al 31 gennaio potevasi presumere l'esistenza di M. 13 miliardi di tali Buoni. Poichè fu già supposto (pag. 22), che il portafoglio della *Reichsbank* racchiuda m. 7 miliardi di obbligazioni governative, iscriviamo in m. 6 miliardi i Buoni del Tesoro collocati sul mercato libero. Giova osservare che la cifra di 60,4 miliardi nella quale l'aumento complessivo del debito dell'Impero viene ad essere, così, fissato, è sensibilmente inferiore al vero, giacchè i crediti di guerra votati fino al 1916 (ottobre) sommarono a 64 miliardi.

La cifra *ante-bellum* adottata (M. 21.131.0 milioni) comprendendo il debito dell'Impero in 4.677.2 milioni e quello degli Stati confederati in 16.453.8 milioni, abbiamo cercato di rendere ad essa confrontabile l'importo dell'aumento a fine gennaio 1917 aggiungendo al nuovo debito dell'Impero, una somma minima di M. 4 miliardi per gli Stati, a tanto essendo, or non è molto valutati in cifra rotonda, i prestiti da questi contratti durante la guerra.

AUSTRIA-UNGHERIA — La cifra piú recente che possediamo pel debito del solo Impero Austriaco essendo quella al 30 giugno 1916, (Cr. 24.572.5 milioni) con un aumento di 10.472.5 milioni rispetto a fine 1915, la ipotesi che la progressione sia rimasta costante ci porta a tener conto a fine gennaio 1917, di un supplemento (sette mesi) di Cr. 12.217.8 milioni. Poichè, d'altra parte, il quinto prestito di guerra austriaco avrebbe prodotto Cr. 4.413 milioni nominali, iscriviamo, oltre l'importo di questo, la rimanente somma di 7800 milioni per altri debiti creati.

Dell'Ungheria conosciamo soltanto l'ammontare dei primi cinque prestiti di guerra, in complessive Cr. 8.522 milioni: sappiamo, però per dichiarazione del Ministro delle Finanze Telesky, che nei primi 23 mesi della guerra la spesa media mensile pel Regno magiaro superava i 450 milioni di corone. Ritenendo questa costante, a fine gennaio (30 mesi) sarebbero, insieme, Cr. 13.5 miliardi di nuovi debiti, dai quali occorre detrarre l'importo dei detti prestiti di guerra. Rimangono così, al minimo, Cr. 5 miliardi, che abbiamo aggiunti al debito dell'Ungheria.

29 mesi di guerra, una uscita globale approssimativa (1) pari a 17 anni e 9 mesi dell'ultimo periodo di pace per l'Inghilterra; a 17 anni e 1 mese per la Germania; a oltre 13 anni per la Francia; a 10 anni e 8 mesi per la Russia e a 8 anni e 10 mesi per l'Italia.

È importante, infine, di stabilire come, con tutti gli aumenti tributari votati, sia andato modificandosi, per ognuno degli Stati di cui si tratta, il rapporto tra la spesa per il Debito Pubblico e l'entrate ordinarie dal primo (normale) all'ultimo dei quattro esercizi esaminati:

Esercizio 1913 (o 1913-14)		Eser. 1916 (o 1916-17)	
1. Francia	32.0 %	1. Germania	68.3 %
2. Italia	21.3 %	2. Francia	59.9 %
3. Russia	11.8 %	3. Russia	47.8 %
4. Inghilterra	9.7 %	4. Italia	32.4 %
5. Germania	6.8 %	5. Inghilterra	22.2 %

Si nota come l'Italia, che prima della guerra sopportava il peso maggiore dopo la Francia, si trova ora al quarto posto distanziando notevolmente le tre Nazioni più di essa gravate e avvicinandosi sensibilmente all'Inghilterra, la sola che registri un onere inferiore: il prospetto dell'aumento percentuale dell'entrata più sopra inserito (pag. 40) indica la ragione della diversità di risultati. Il nostro Paese, inoltre, è quello per il quale l'aumento per il rapporto risulta minore — da poco più di 1/5 a meno di 1/3 (2).

La mancanza di dati corrispondenti a quelli disponibili per i suindicati Stati non ci consente di comprendere l'Austria-Un-

(1) Francia Fr. 61.737 milioni; Inghilterra Ls. 3.6 miliardi; Italia L. 23842,2 milioni; Russia Rb. 35,8 miliardi; Germania M. 63,3 miliardi.

(2) I dati della spesa per il debito, segnati nella Tabella, comprendono l'onere relativo alle varie forme di esso e non soltanto quelle per rendite consolidate e redimibili. Per Francia e Inghilterra anche la cifra relativa all'ultimo esercizio è ufficiale; per Russia e Italia essa è calcolata in modo da aver sufficiente approssimazione: per quest'ultimo Stato si è procurato di renderla confrontabile con quelle dei tre esercizi precedenti, per i quali fu possibile ricorrere ai Consuntivi. Per la Germania, il bilancio per 1916-17 prevedendo una spesa per il debito di M. 2303.0 milioni e al 30 settembre 1916 questa essendo già salita a 2466,9 milioni, abbiamo iscritto l'importo di M. 2,5 miliardi costituente, verisimilmente, un minimo.

gheria nella graduatoria: ma il posto ad essa spettante può in qualche modo essere desunto dalle cifre del suo debito pubblico, di cui è detto nel paragrafo seguente.

5. *Il Debito Pubblico.* — In quale misura e sotto quali forme gli Stati belligeranti ricorsero al credito per fronteggiare le eccezionali spese precisate, o approssimativamente fissate, nel paragrafo precedente, e in che proporzione si accrebbe, di conseguenza, il debito rispettivo? A questa domanda si propone di rispondere la Tabella VI, nella quale si tien conto non soltanto del Debito pubblico propriamente detto, consolidato, e redimibile a lunga e breve scadenza — i soli dati generalmente citati, in base alle pubblicazioni ufficiali, nel trattare degli oneri della guerra; ma anche del debito fluttuante e dei prestiti che i Governi ottennero dalle Banche di emissione. Abbiamo voluto, cioè, determinare l'importo globale delle varie passività incontrate fin qui dai Belligeranti, per paragonarlo all'ammontare che vi corrispondeva prima della guerra.

Si può osservare, anzitutto, che gli Stati compresi nella Tabella si succedono nell'ordine seguente per importanza dell'aumento percentuale del debito dalla vigilia della guerra al gennaio 1917:

1. Inghilterra	451 %
2. Russia	318 %
3. Germania	305 %
4. Austria-Ungheria	245 %
5. Francia	161 %
6. Italia	103 %

Si constata come l'Italia abbia contenuto l'aumento in questione in limiti di gran lunga inferiori a quelli di tutti gli altri Belligeranti, a cagione principalmente del ritardo di dieci mesi segnato dalla sua entrata in guerra rispetto agli attuali suoi alleati. Dopo quanto fu notato, la proporzione indicata per la Germania e per l'Austria-Ugheria è da ritenere inferiore al vero: ma, aggiungiamo, in misura tale da non far loro mutare eventualmente il posto occupato nell'elenco (1).

(1) Rammentiamo qui che nella cifra di Ls. 3195 milioni cui ammonta l'aumento del Debito per l'Inghilterra sono comprese Ls. 800 milioni circa di passività create per concedere prestiti a Governi delle Colonie e di Stati alleati, e quindi rimborsabili dopo la pace; e che, a sua vol-

Non consentendo i dati che precedono di valutare l'entità del peso derivato ai singoli belligeranti dall'aumento, per tutti ragguardevolissimo, delle rispettive passività, riteniamo utile di considerare questo dal punto di vista della ricchezza nazionale di ciascun paese, per quanto il calcolo non possa fornire che semplici indicazioni approssimative. Si ottengono così per gli estremi del periodo, i rapporti percentuali seguenti dell'ammontare totale del Debito alla ricchezza stessa (1) :

luglio 1914	gennaio 1917
1. Italia 16.9 %	1. Austria-Ungheria. 56.2 %
2. Austria-Ungheria. 16.3 %	2. Russia 40.9 %
3. Francia 11.7 %	3. Italia 35.1 %
4. Russia 9.8 %	4. Francia 30.8 %
5. Germania 6.4 %	5. Inghilterra 27.8 %
6. Inghilterra 5.0 %	6. Germania 25.9 %

Mentre prima della guerra europea il nostro Paese, con una proporzione del 16,9 %, era il più gravato, oggi, pur avendo elevato questa a 35,1 %, risulta in posizione di poco inferiore a quella della Francia e migliore che la Russia — per non parlare dell'Austria-Ungheria.

Ricercando ora, per ciascun belligerante, la parte rappresentata nel complesso delle nuove passività dovute alla guerra, dall'ammontare dei biglietti di Stato = ove sia il caso = e da quello dei biglietti emessi dalle banche a fronte di prestiti concessi al Governo, vale a dire la percentuale di debito creata con emissioni cartacee, abbiamo le seguenti cifre per fine gennaio (2) :

ta, il Governo francese, come fu già detto, sconta presso la Banca centrale obbligazioni per eseguire anticipazioni a Stati alleati, che a fine gennaio 1917 ammontavano a Fr. 1935 milioni.

(1) Le cifre della ricchezza nazionale prese base del calcolo sono le seguenti.

Francia. Fr. 287 miliardi	Russia. Rb. 90 miliardi
Inghilterra Ls. 14 »	Germania. M. 330 »
Italia L. 92 »	Austria-Ungheria Cr. 126 »

(2) Biglietti di banca : Russia Rb. 7127 milioni ; Francia Fr. 10335 milioni ; Italia L. 2086 milioni ; Germania M. 7 miliardi ; Inghilterra Ls. 10 milioni (vedasi nota a pag. 34).

Biglietti di Stato : Italia L. 811,3 milioni ; Germania M. 240 milioni ; Inghilterra Ls. 121,6 milioni.

Russia	25.4 %
Francia	18.9 %
Italia	18.0 %
Germania	11.2 %
Inghilterra	4.2 %

Nello stabilire la percentuale abbiamo, naturalmente, tenuto conto, nel caso di circolazione di Stato, dei soli biglietti metallicamente scoperti, e per quella bancaria, dei biglietti costituenti un debito *effettivo* contratto dal Governo con gli Istituti di emissione per bisogni propri (anticipazioni statutarie o garantite da obbligazioni dello Stato stesso; sconti di titoli governativi al Tesoro e somministrazioni speciali).

Non è senza interesse, infine, di verificare in qual modo il vigoroso impulso impartito dalla guerra allo sviluppo dei debiti pubblici si sia ripercosso sulla valutazione del credito dei singoli Stati in quanto essa esprime nelle quotazioni dei titoli governativi sui rispettivi mercati. A tale intento facciamo seguire la indicazione dei corsi delle antiche Rendite delle Nazioni belligeranti alla fine del 1913 e del 1916, e, per questa ultima data, il prezzo corrente dei prestiti di guerra a non breve scadenza, aggiungendovi il saggio effettivo corrispondente (1).

Senza insistere sulle speciali condizioni nelle quali si svolge con la guerra, l'attività dei singoli mercati dei valori, e sulla eventuale influenza di esse nell'azione dei fattori che intervengono nel processo estimativo, in confronto dei tempi normali, rileviamo, in primo luogo, la moderazione dei saggi dei prestiti di guerra rispetto all'entità delle somme richieste dai vari Governi. Essi si mantengono, finora, fra un minimo di 4,67 % (Inghilterra) e un massimo di 6,17 % (Ungheria).

Ma, come ebbe ad osservare il Moukosseeff, il risparmio che affluisce ai prestiti di guerra non è il risparmio normale del tempo di pace: esso trae origine, in gran parte, dalle enormi spese cui lo Stato è obbligato dalla guerra moderna, la quale, per tal modo, da incremento all'accumularsi dei ca-

(1) Avvertiamo come per questi ultimi il saggio indicato risulti leggermente inferiore a quello reale trattandosi di debiti redibibili e non essendo stato computato il premio annuale inerente al rimborso alla pari.

pitali specialmente nella industria, in quella zona economica nella quale esso è meglio organizzato. Avviene così che il ricavato dei prestiti stessi, e con esso, i proventi delle nuove imposte, delle emissioni fiduciarie, ecc., riversati, come sono, dal Governo sul mercato, ove essi restino, per la maggior parte, nel paese, rafforzano il risparmio antico, ne creano largamente di nuovo, e servono di base a nuovi prestiti (1).

	Corso		Saggio effettivo		
	1913	1916	1913 %	1916 %	aumento proporzion.
Francia					
Rendita 3% perp.	85.37	61.—	3.51	4.92	100: 140
Prestito di guerra 5% 1915	—	88.25	—	5.66	} 100: 160
id 5% 1916	—	88.90	—	5.62	
Inghilterra					
Consolidati 2½%	72.25	54.87	3.25	4.10	100: 126
Prestito di guerra 3½%	—	85.25	—	4.10	} 100: 134
id 4½%	—	96.—	—	4.67	
Italia					
Consolidato 3½%	99.15	83.18	3.53	4.20	100: 119
Prestito di guerra 4½%	—	85.80	—	5.24	} 100: 150
id 5%	—	93.37	—	5.35	
Russia					
Consolidato 4%	92.20	72.40	4.34	5.52	100: 127
Prestito di guerra 5½% 1915	—	95.—	—	5.78	100: 133
Germania					
Consolidato Imp. 3%	76.—	66.—	3.94	4.50	100: 114
Prestito di guerra 5%	—	98	—	5.10	100: 126
Austria					
Rendita 4% C.	83.50	?	4.79	?	100: 124
Prestito di guerra 5½%	—	92.50	—	5.94	
Ungheria					
Rendita 4% C.	83.25	?	4.84	?	100: 127
Prestito di guerra 6%	—	97.20	—	6.17	

(1) A questo riguardo citiamo il fatto che in Italia, mentre i tre primi Prestiti nazionali di guerra hanno prodotto al Tesoro un introito, all'interno, di circa nette L. 4100 milioni (gennaio 1915 febbraio 1916), l'ammontare dei depositi a risparmio custoditi da tutti quanti gli Istituti (di credito ordinario, popolari, cooperativi, casse di risparmio ordinarie e postali, ecc.) dal 31 dicembre 1914 al 30 giugno 1916 sono aumentati da 5664,9 a 5981,3 milioni di lire.

V'ha poi da osservare che si constatano, pei vari Stati, diversità sia nell'aumento proporzionale del saggio durante il periodo bellico, sia nello scarto, a fine 1916, fra il saggio delle Rendite antiche e quello delle nuove. L'esame dell'andamento di tali diversità permetterebbe forse, in presenza della ipotesi ora formulata, di supporre — entro certi limiti — una relazione inversa fra il suddetto aumento e la proporzione in cui i capitali aspirati sul mercato dallo Stato vengono riversati all'interno; nonchè fra l'entità dello scarto dei saggi e il grado di normalità del regime nel quale si svolge l'attività di guerra delle industrie nazionali, nel senso che una minor possibilità di queste a generare il nuovo risparmio affluente ai prestiti di guerra, ritardi l'assorbimento di essi da parte del mercato e gravi, così, sulle Rendite preesistenti, deprimendone i corsi ed elevandone, per conseguenza, il reddito effettivo.

Tralasciamo di ricercare le alterazioni prodottesi nell'apprezzamento del credito degli Stati belligeranti rivelato dall'andamento dei prezzi dei rispettivi titoli sui mercati neutrali riflettendo esse le modificazioni avvenute nel corso dei cambi, a determinare il quale concorrono anche elementi di natura diversa da quelli sin qui esaminati, e dei quali si dice nei paragrafi che seguono.

Nota al § 5. — La revisione delle bozze della presente ristampa (giugno 1917) coincidendo con la pubblicazione del Rapporto ufficiale sul Debito austriaco per il 1916, siamo in grado di aggiungere qui le cifre dei debiti di guerra dell'Austria-Ungheria al 31 dicembre (per l'Ungheria in base alle cifre fornite dalla *Neue Freie Presse* del 9 giugno):

(milioni di Cor.)	Austria	Ungheria
Prestiti di guerra (1° a V°)	18056	8500
Anticipaz. dalla Banca A.-Ungarica	8195	4700
Debito verso altre banche	3295	2000
Prestiti in Germania	1840	1050
Debito verso Consorzio estero.	4	=
	<u>31390</u>	<u>16250</u>

in totale Cor. 47640 milioni, contro 50307, 5 milioni già da noi iscritti nella Tabella VI per fine *gennaio 1917*. La differenza in Cor. 2667,5 milioni, oltre alle passività di guerra incontrate dalla duplice monarchia nel primo mese dell'anno, dovendo anche rappresentare l'importo totale degli altri debiti fluttuanti non considerati dal Rapporto suddetto, parla in favore dell'approssimazione del nostro calcolo, che volemmo, prudentemente, *per difetto* anzichè *per eccesso*.

6. *Il movimento commerciale.* — Il fenomeno più importante originato dalla guerra, dopo l'ampiezza delle proporzioni nelle quali si svilupparono, con le spese, i debiti pubblici, consiste, non v'ha dubbio, nella intensità ed estensione del perturbamento subito dal commercio internazionale in genere; fenomeno agevole a intendersi se si riflette che la conflagrazione europea, appena all'inizio, coinvolgeva Stati rappresentanti, da soli, i tre quinti degli scambi mondiali, saliti di poi quasi ai tre quarti con l'allargarsi del conflitto.

Oltre alla sospensione degli scambi diretti e della quasi totalità di quelli indiretti, fra i due gruppi nemici di Stati, già citata più sopra, il primo contraccolpo della guerra sul commercio esterno dei belligeranti si ebbe nella contrazione delle loro esportazioni verso i paesi neutrali, la produzione rispettiva essendo venuta a risentire, in varia misura, del richiamo alle armi di parte dei lavoratori; mentre l'attività industriale riceveva impulso verso la fabbricazione o la lavorazione di prodotti di consumo interno, specialmente di quelli destinati a soddisfare le esigenze militari. A tale contrazione delle esportazioni faceva riscontro una tendenza contraria della importazione dai paesi neutrali stessi, che il bisogno di materie prime e di manufatti speciali, determinato dalla guerra, contribuiva a far espandere.

Si ha così una prima fase in cui il commercio delle singole nazioni guerreggianti subisce una complessiva diminuzione tanto più sensibile in quanto la riduzione della esportazione veniva aggravata e lo sviluppo della importazione ostacolato dal perturbamento dei trasporti marittimi. Essa si traduce, per un gruppo di belligeranti, data la rapida esclusione dalle vie

oceaniche delle flotte mercantili austro-tedesche, nella quasi assoluta sospensione dei rispettivi traffici per mare; per l'altro in un rallentamento di questi dovuto ai pericoli cui, per opera del nemico, era esposta la navigazione mercantile (1).

Eliminati tali pericoli, e, successivamente, affrontata la lotta contro le nuove insidie cui esso si trovò esposto, il commercio degli Alleati coi neutrali d'oltremare inizia in breve un periodo di rapida espansione nelle importazioni, il quale trae principalmente origine dello straordinario fabbisogno di materiali per la guerra, dovuto all'aumento degli effettivi posti in campo dai belligeranti e al nuovo carattere assunto dalle operazioni militari (2).

La tabella VII mostra la misura in cui avvenne l'accennata evoluzione del movimento commerciale pei vari belligeranti; esclusi, peraltro, gli Imperi centrali per la mancanza di recenti loro statistiche, le quali, d'altronde, non potrebbero essere alimentate che da cifre eccessivamente esigue a seguito della

(1) Rammentiamo l'azione, da tempo meditatamente preordinata, delle navi da guerra germaniche disseminate lungo le vie dell'Oceano verificatasi nella prima fase del conflitto, e, distrutte o catturate tali navi (ultima delle quali il *Dresden*, affondata il 15 marzo 1915), la campagna dei sottomarini, proclamata il 18 febbraio 1915, e, dopo alterne vicende, intensificatasi a partire dal 1 febbraio 1917.

Ultimamente l'ammiraglio Bienaimé ha dichiarato che le marine mercantili degli Alleati, nell'agosto 1914, comprendevano 20017 navi spostanti 32824000 tonnellate e che al 31 dicembre 1916 erano state perdute 1231 navi 3052000 tonnellate, cioè il 9,3%. Ma contemporaneamente erano state messe in mare nuove navi per tonn. 3541000 corrispondenti al 10,3% del tonnellaggio primitivo, donde un aumento effettivo di 1%.

(2) Diamo qui le cifre del commercio degli Stati Uniti coi due gruppi belligeranti per le ultime tre annate al 30 giugno (in milioni di dollari :

	1913-14	1914-15	1915-16
Esportazioni verso gli Alleati	910,8	1568,3	2807,8
» » » Imperi centrali :	367,5	30,1	0,5
Importazioni dagli Alleati	565,8	435,7	563,5
» » » Imperi centrali :	210,0	101,2	15,4

TABELLA VII

<i>00.000 omessi</i>	Francia (1) (Fr.)	Inghilterra (Ls.)	Italia (2) (L.)	Russia (3) (Rb.)	Germania (M.)	A-Ungheria (Cor.)
1913						
Importazioni	8508.-	768.7	3645.6	1374.0	11206.7	3394.4
Esportazioni	6876.-	634.8	2511.6	1520.1	10199.1	2763.1
	- 1632.-	- 133.9	- 1134.-	+ 146.1	- 1007.4	- 631.3
1914						
<i>I. Semestre</i>						
Importazioni	4410.7	375.9	1871.7	710.1	5386.3	1859.6
Esportazioni	3375.9	255.5	1270.8	677.6	4985.0	1329.3
	- 1034.8	- 120.4	- 600.9	- 32.5	- 401.3	- 530.3
<i>II. Semestre</i>						
Importazioni	1191.5	320.7	1051.6	387.9	-	893.6
Esportazioni	1492.9	270.7	939.6	278.5	-	686.6
	- 498.6	- 50.0	- 112.0	- 109.4	-	- 207.0
<i>Annata</i>						
Importazioni	6402.2	696.6	2923.3	1098.0	-	2753.2
Esportazioni	4868.8	526.2	2210.4	956.1	-	2015.9
	- 1533.0	- 170.4	- 712.9	- 141.9	-	- 737.3
1915						
Importazioni	11.035.8	851.9	4703.6	1152.9	-	-
Esportazioni	3937.4	484.0	2533.4	401.8	-	-
	- 7098.4	- 367.9	- 2170.2	- 751.1	-	-
1916						
Importazioni	20069.-	949.2	7509.4	2750.-	-	-
Esportazioni	5742.-	604.1	2707.1	575.-	-	-
	-14327.-	- 345.1	-4802.3	- 2175.-	-	-

Note alla Tabella VII.

(1) Le statistiche ufficiali del commercio francese hanno fornito, a tutto novembre 1916, i valori calcolati in base ai prezzi del 1914 suggerendo di aggiungere il 90% alla importazione e il 50% alla esportazione per ricondurre le cifre ai valori effettivi del 1916. Abbiamo così:

	Importazioni	Esportazioni
1916 - 11 mesi		
ai prezzi del 1914	9451,2	3343,5
» » » 1916	17957,3	5015,2
1916 - novembre		
ai prezzi del 1914	1111,4	484,5
» » » 1916	2111,7	726,7

Per contro, per l'intera annata (Bullet. gen. 1917) furono comunicati i valori del 1915 e del 1916 in base ai prezzi del 1915 come segue:

	Importazioni	Esportazioni
annata 1915	11035,8	3937,4
» 1916	15159,4	5115,7

senza indicare alcun coefficiente per avvicinare i valori dell'ultima annata ai valori effettivi del 1916.

Supponendo che i risultati dell'ultimo mese del 1916 equivalessero a quelli del novembre, abbiamo calcolato i valori dei 12 mesi ai prezzi del 1914 per ricondurli a quelli del 1916 mediante i coefficienti suesposti, consigliati ufficialmente, ottenendo Fr. 20069 milioni all'importazione e 5742 all'esportazione; le cifre, cioè, riportate nella Tabella. L'aumento, dal 1915 al 1916, nei prezzi ragguaglierebbe, così, a 32, 4% all'importazione e 12,2% all'esportazione, e il *deficit* commerciale, che ai prezzi del 1915 risulta, per l'intero anno 1916, in Fr. 10043,7 milioni, raggiungerebbe, secondo il nostro calcolo, i 14327 milioni; importo approssimativo ma, presumibilmente, meno lontano dal vero.

Osserviamo che, in linea generale, comunque formulata la previsione di questi aumenti riesce sempre inferiore alla realtà. Il *deficit* commerciale francese pel 1915 risultava, in base ai prezzi del 1914, di Fr. 5052,0 milioni: il Governatore della Banca di Francia dichiarava, il 27 gennaio 1916, doversi ritenere non esagerata la maggior somma di 5¹/₂ miliardi; sappiamo oggi, in base alle cifre ufficiali suesposte, che esso toccò, effettivamente, i Fr. 7098,4 milioni!

(2) Dalla pubblicazione mensile della Direzione Generale delle Gabelle rileviamo i valori del 1916 ai prezzi del 1915 in L. 5458,3 milioni all'importazione e 2292,7 milioni all'esportazione (*deficit* L. 3165,6 milioni).

Applicando a tali valori l'aumento percentuale dell'indice annuale

posizione tutta diversa in cui, come si è detto, essi son venuti a trovarsi.

La accennata contrazione degli scambi internazionali seguita allo scoppio del conflitto europeo risulta evidente dalle cifre per il secondo semestre del 1914; mentre da quelle del biennio 1915-16 emerge la successiva espansione contrassegnata, per le ragioni testè enunciate, dal vigoroso aumento dell'eccedenza delle importazioni sulle esportazioni. Non occorre rammentare come la espansione medesima, determinata dall'aumento effettivo delle quantità, tragga in larga parte la sua importanza dal progressivo aumento subito dai prezzi in generale, la cui media-indice annuale è cresciuta, dal 1913 al 1916, di oltre 60% (Inghilterra) (1).

dei prezzi inglesi, dal 1915 al 1916, e accrescendo il risultato ottenuto all'importazione dell'aumento proporzionale della media annuale del corso della sterlina in Italia, si hanno i valori ai prezzi del 1916 in L. 7509,4 milioni all'importazione (+ 37,5%) e L. 2707,1 milioni all'esportazione (+ 26,8%), donde un *deficit* di 4802,3 milioni, identico a quello recentemente determinato, per altra via, dal Direttore Generale della Banca d'Italia (nella sua Relazione agli azionisti dell'Istituto per il 1916, pag. 11, nota).

Sono le cifre da noi così ricavate che abbiamo inscritte pel commercio italiano del 1916 nella Tabella.

(3) Le cifre del commercio russo per il 1916 non sono definitive pur provenendo da fonte russa. I totali degli ultimi quattro anni si scompogono come segue:

	1913	1914	1915	1916
<i>Frontiera europea</i>				
Importazioni	1220,5	939,1	691,7	1800,0
Esportazioni	1420,9	866,1	314,0	470,0
	+ 200,4	— 73,0	— 377,7	—1330,0
<i>Frontiera asiatica</i>				
Importazioni	153,5	158,9	461,2	950,0
Esportazioni	99,2	90,0	87,8	105,0
	— 54,3	— 68,9	— 373,4	— 845,0

(1) Inseriamo qui appresso i numeri indici del *Sauerbeck-Statist* e dello *Economist* — nonchè quelli calcolati per l'Italia dal Bachi — pei periodi considerati dalla Tabella:

Il carattere della deviazione subita finora, con la guerra, dal commercio dei belligeranti, più esattamente, degli Alleati è posto in rilievo dal confronto dei dati del 1913 sia pure con la media annuale del biennio 1915-16 chè si rilevano i seguenti aumenti percentuali nel commercio totale e la seguente alterazione del rapporto fra la eccedenza (o il *deficit*) delle importazioni e il totale stesso:

	aumento del commercio totale (o diminuzione) dal 1913 al 1915-16 (media)	eccedenza (=) o <i>deficit</i> (+) delle importazioni	
		1913	media 1915-16
Francia . . .	+ 32.5 %	= 10.60 %	— 52.53 %
Inghilterra . .	+ 2.9 %	— 9.54 %	— 24.68 %
Italia	+ 41.7 %	— 18.41 %	— 39.94 %
Russia	— 15.7 %	+ 5.05 %	— 59.96 %

Media	Inghilterra		Italia	
	Sauerbeck (a)	Economist (b)	Bachi (c)	
anno 1913	85 (100)	2660 (100)	126 (100)	
I sem. 1914	83 (97.6)	2593 (97.4)	—	—
II » »	88 (103.5)	2723 (102.3)	—	—
anno 1914	86 (101.7)	2658 (99.9)	119.8 (95)	
anno 1915	108 (127.1)	3313 (124.6)	167.2 (132.7)	
anno 1916	137 (161.1)	4722 (162.5)	251.8 (199.8)	

(a) Media del periodo 1867-77 = 100

(b) Media del periodo 1901-05 = 2200.

(c) Media del periodo 1901-05 = 100

L'eccedenza che si nota nell'aumento dell'indice italiano rispetto a quello degli indici inglesi è data dall'aumento del cambio su Londra, la cui media annuale, dal 1913 al 1916, è salita del 22 %.

A permettere di valutare la parte avuta nell'aumento dei prezzi da quello dei noli, aggiungiamo il seguente prospetto nel quale — per alcune principali linee — è indicato il prezzo del nolo a varie date, prendendo per base la quotazione di fine dicembre 1913.

	fine	fine	fine	fine	fine
	1913	giu. 1914	1914	1915	1916
Alessandria d'E. - Londra	7s.0d. = 100	93	286	1042	2571
Australia - »	33s.0d. = 100	66	—	288	364
Rombay - »	18s.0d. = 100	83	122	618	1278
Rio de la Plata - »	12s.6d. = 100	88	480	992	1160
S. U. d'A. (Atlant)- » (Cotone)	30s.0d. = 100	75	300	873	883
» » - » (Grano)	1s.9d. = 100	113	428	1000	943

si vede cioè, come proceda, pei quattro Paesi, il carico proporzionale della eccedenza delle importazioni sulle esportazioni: di fronte a un aumento di due quinti del commercio totale, l'Italia non ha molto più che duplicato il rapporto della eccedenza stessa; la Francia, per cui il commercio è aumentato di circa un terzo, lo ha quintuplicato; per l'Inghilterra, mentre si ha un aumento del movimento commerciale inferiore al 3%, il rapporto sale a oltre due volte e mezza; la Russia, in presenza di una diminuzione di $\frac{1}{6}$ nella cifra complessiva degli scambi, registra una eccedenza proporzionale delle importazioni 12 volte quella che, prima della guerra, segnavano le esportazioni (1).

Se prendiamo in esame la sola eccedenza (o *deficit*) annuale delle importazioni verificatosi nell'ultimo anno normale e quella del biennio 1915-16 (media), troviamo i seguenti rapporti d'aumento:

Russia	= 100 : +	1001
Francia	+ 100 : +	656
Italia	+ 100 : +	307
Inghilterra	+ 100 : +	266

l'espansione proporzionale, vale a dire, massima per la Russia — per cui i termini del rapporto sono, per di più, di segno contrario = appare relativamente limitata per l'Italia, che si iscrive con un multiplo inferiore alla metà di quello della

(1) Ponendo a riscontro la eccedenza (o il *deficit*) delle importazioni, anziché col commercio totale, con le sole esportazioni, abbiamo le cifre seguenti:

	aumento delle esportazioni (o diminuzione)	eccedenza (—) o <i>deficit</i> (+) delle importazioni	
	dal 1913 al 1915-16 (media)	1913	media 1915-16
Francia	— 30.0 %	— 23.7 %	— 221.3 %
Inghilterra	— 43.9 %	— 21.1 %	— 65.5 %
Italia	+ 4.3 %	— 45.1 %	— 133.0 %
Russia	— 67.9 %	+ 9.6 %	— 29.9 %

si constata come l'Italia sia l'unico paese che abbia aumentato il commercio d'esportazione, mentre la Russia lo riduceva di $\frac{2}{3}$, l'Inghilterra di oltre $\frac{2}{5}$ e la Francia di circa $\frac{1}{3}$; e come il rapporto della eccedenza delle importazioni alle esportazioni, quasi decuplicato per la Francia — per non parlar della Russia, — si sia limitato a triplicare per l'Italia mentre per l'Inghilterra è divenuto più che triplo.

Francia, e di poco superiore a quello della stessa Inghilterra. Ferma stante la diversità delle condizioni iniziali nei singoli paesi = espresse nella rispettiva percentuale per il 1913 del penultimo prospetto, = si può dedurre da ciò che l'alterazione caratteristica della situazione nella seconda fase del periodo di guerra fu, assai più profonda per Francia e Russia.

Vedremo fra breve se tale posizione relativa dei paesi citati sussista quando dal semplice sbilancio commerciale si tenti di risalire a quello dei pagamenti con l'estero in genere.

Intanto, considerando come appartenente al periodo bellico l'intero secondo semestre del 1914, abbiamo che nei trenta mesi trascorsi al 31 dicembre 1916 il saldo passivo somma a Fr. 21924 milioni per la Francia; Ls. 763 milioni per l'Inghilterra; L. 7084,5 milioni per l'Italia e Rb. 3035,5 milioni per la Russia; cifre straordinariamente elevate che da sole fanno intendere la eccezionale importanza e complessità dei mezzi occorsi a procurarne il pareggio. Non occorre rammentare come essi principalmente consistessero: I) al principio, nella utilizzazione, da parte del paese importatore, dei crediti che, all'inizio della guerra, esso aveva sui mercati esportatori; e, a misura che progredì lo sviluppo delle importazioni, II) nel trasferimento su questi stessi mercati delle disponibilità possedute presso i paesi debitori; III) nella mobilitazione dei valori stranieri esistenti all'interno: a) col realizzo di essi sul mercato esportatore, se originari di questo, nei rispettivi luoghi di origine gli altri, salvo a trasferirne se possibile il ricavato al proprio attivo nei paesi creditori; b) con la utilizzazione loro come deposito a garanzia di anticipazioni contratte all'estero. Infatti un espediente assai usato fu: IV) il rinvio del pagamento degli acquisti mediante a) apertura nei paesi esportatori di crediti privati variamente garantiti e, per le importazioni dirette dello Stato, b) collocamento in essi di prestiti governativi di varia natura.

I due modi di pagamento comuni in tempi normali, cioè il materiale trasferimento di specie metalliche e l'acquisto, su un terzo mercato, di mezzi disponibili nel paese esportatore (*divisa*), ebbero in breve funzione puramente sussidiaria a seguito della rapidità di sviluppo della eccedenza delle importazioni, specialmente dall'America.

Interessante è il fatto che l'impiego di parte dei suddetti mezzi di compensazione, data la crescente importanza delle importazioni dirette dei Governi alleati, è avvenuto anche per opera dei Governi stessi, con forme non prima attuate. Citiamo, fra l'altro *a*) l'acquisto effettuato dallo Stato (Francia, Inghilterra) di valori americani sul mercato interno per realizzarli agli Stati Uniti a fronte dei propri acquisti; e, *b*) l'offerta — più tardi l'obbligo — fatta ai possessori indigeni di titoli americani — e, più recentemente, anche di valori di paesi neutrali — di darli in deposito, contro adeguato compenso, al Tesoro, il quale se ne vale come garanzia sussidiaria di prestiti stipulati, allo scopo ora detto, nel Nord-America.

Giacchè, col progredire del *deficit* mercantile verso quest'ultimo, da regolare, inevitabilmente, con operazioni creditizie, i Governi degli Alleati si trovarono a escogitare nuove forme di obbligazioni statali per rendere collocabili i propri titoli sul mercato americano. Il quale dapprima si mostra disposto ad assorbire limitati importi di semplici Buoni del Tesoro a lungo termine, o a breve, ma rinnovabili a scadenza, dei singoli belligeranti (Germania, marzo 1915, per Doll. 20 milioni al 5 $\frac{1}{2}$ %; Italia, ottobre 1915, per Doll. 25 milioni al 6 %); di poi accetta (ottobre 1915) la garanzia *in solidum* di più Stati belligeranti per ragguardevoli somme col prestito comune anglo-francese di Doll. 500 milioni al 5 %; successivamente accoglie titoli di uno od altro degli Stati Alleati (Francia, luglio 1916, per Doll. 100 milioni al 5 %; Inghilterra: settembre 1916, per Doll. 250 milioni al 5 %; ottobre 1916, per Doll. 300 milioni al 5 $\frac{1}{2}$ %) purchè assistiti da garanzia sussidiaria dal deposito, cioè, nella proporzione del 120 %, di valori americani e di paesi neutrali (1)

(1) Un altro mezzo usato dagli alleati per procurarsi disponibilità agli Stati Uniti fu quello di collocare quivi prestiti municipali, il cui ricavato viene dal Comune ceduto allo Stato contro versamento dell'importo corrispondente in valuta nazionale. Così la Città di Parigi ebbe a contrarre a New York un debito di Doll. 50 milioni, i Municipi di Lione, Bordeaux e Marsiglia, a lor volta, per complessivi Doll. 36 milioni, donde una somma di 86 milioni di dollari passata a disposizione del Tesoro, che, mediante l'emissione all'interno di obbligazioni a media scadenza, rimborsò in franchi le quattro amministrazioni comunali.

Gli 86 milioni di dollari fruttarono al Governo francese Fr. 427.7 mi-

Contemporaneamente, in presenza dell'entità del debito commerciale verso i mercati d'oltre Atlantico via via determinata dalle eccezionali esigenze della guerra, si manifesta, d'altro lato, il fenomeno, particolare al conflitto attuale, della solidarietà dei mercati e degli Stati alleati rimpetto ai paesi esportatori la quale trova un sustrato in quella già verificatasi, in tempo di pace, fra i mercati e gli Istituti d'Europa in occasione di crisi finanziarie esterne. Sorge, vale a dire, lo spettacolo nuovo della assistenza monetaria reciproca dei Governi e degli Istituti centrali dei belligeranti, il quale assume importanza caratteristica per gli Stati della Intesa come quelli che debbono fronteggiare lo straordinario sviluppo dei loro rapporti commerciali coi paesi d'oltremare seguito al riconquistato dominio delle vie oceaniche.

Non è più l'antico fatto della Banca di Francia che, a sollievo della consorella inglese, impiega temporaneamente porzione del proprio *stock* metallico in effetti di commercio esigibili in oro a Londra (dicembre 1906; novembre 1907); è il mercato inglese — regolatore di tanta parte della produzione aurea mondiale — che diviene il tramite della compensazione dei pagamenti dei mercati alleati agli Stati Uniti.

Già nel novembre 1914 l'Asquith dichiarava in Parlamento aver l'Inghilterra dato in prestito Ls. 10 milioni al governo belga e Ls. 800 mila alla Serbia, aggiungendo che non sarebbero reclamati interessi per tali somme, almeno sino alla fine della guerra: si trattava, allora, di un doveroso aiuto dell'alleato più potente ai meno forti. Ma in breve, col procedere del conflitto europeo, gli acquisti all'estero degli Alleati iniziano il loro vertiginoso crescendo e il problema dei pagamenti relativi si fa più complesso e difficile: la primitiva liberalità inglese si trasforma, per necessità di cose, in una forma organica di cooperazione finanziaria. L'Inghilterra accorda

lioni, i quali, nella tabella VI, sono stati compresi nella voce « Altre obbligazioni a termine all'estero Fr. 945.7 milioni »: i rimanenti Fr. 518 milioni rappresentano un'anticipazione ottenuta dal Tesoro da un consorzio delle principali banche degli Stati Uniti.

Anche per l'Inghilterra troviamo che fu collocato un prestito della città di Londra per Doll. 6.4 milioni (Metropolitan Water Loan) e uno da quella di Dublino per Doll. 2 milioni.

prestiti regolari agli Alleati, eroga cioè, per loro conto parte delle disponibilità che essa ha — o va in vario modo costituendosi — sui mercati stranieri, accettando in cambio titoli di credito.

Troviamo così che, all'alba del 1915, la Russia, dall'invio a Londra di Ls. 8 milioni di oro e Ls. 30 milioni di obbligazioni a breve termine, rinnovabili a scadenza, ricava Ls. 40 milioni da utilizzare via via pei suoi pagamenti all'estero. Successivamente (convenzione 30 aprile 1915) la Francia, trasferendo a Londra Ls. 20 milioni di oro e Ls. 42 milioni di Buoni del Tesoro a 6 mesi, rinnovabili a scadenza, ottiene che sia messo a sua disposizione un importo di Ls. 62 milioni per pagamenti da effettuare in America per suo conto. In questi casi l'oro trasmesso è oggetto di vera e propria cessione all'Inghilterra: Russia e Francia, in sostanza, trovano modo di saldare loro debiti all'estero versando in metallo soltanto $\frac{1}{4}$ la prima $\frac{1}{3}$ la seconda, dell'importo di questi, e il rimanente in titoli di credito.

Con la convenzione del maggio 1916 s'inizia un diverso regime nella concessione di tali crediti agli Alleati per parte dell'Inghilterra: fermo il principio della consegna di oro per una frazione dell'importo del prestito accordato, il metallo così trasferito a Londra non cambia di proprietario e diviene un semplice deposito fruttifero che si riconnette con l'operazione solo in quanto sarà restituito al depositante, una volta ristabilita la pace, all'atto della liquidazione o trasformazione del debito contratto. La proporzione del deposito di oro ai titoli di Stato ceduti non è nota, ma si sa non uniforme per tutti contraenti: si può dire piuttosto commisurata alla possibilità del paese depositante di assistere metallicamente il sovventore che non all'entità del prestito concesso.

La ragione pratica della costituzione di siffatti depositi di specie aeree riesce evidente se si considera che del *deficit* commerciale complessivo verso l'America da regolare *via Londra* una parte, sia pur limitata, deve esser saldata col mezzo classico delle esportazioni di oro tosto che faccian difetto gli altri modi di compensazione: di qui un ragguardevole aggravio dell'onere già imposto all'Inghilterra dalla espansione subita, con la guerra, dalle rimesse all'estero per proprio conto e la

necessità di rinsanguare via via, coi depositi in questione, il fondo metallico dell'Istituto centrale britannico, il cui livello è uno degli esponenti del credito inglese e ora, in certa guisa, di quello di tutta l'Alleanza (1).

Il sistema adottato è, perciò, inteso a valorizzare, mediante vincolo temporaneo, una parte delle riserve auree degli Alleati del Continente e a prevenire l'esauriente emigrazione di esse — direttamente o attraverso Londra — verso i mercati creditori d'oltre Atlantico. S'intende agevolmente che l'oro desti-

(1) Riportiamo a questo proposito, l'ammontare dell'entrate e delle uscite di oro da e per l'estero della Banca d'Inghilterra dal 1913 alla data dell'ultima statistica pubblicata:

(milioni di Ls).	Entrate	Uscite	Differenza
1913	34.4	16.1	+ 18.3
1914 . 1 gen. - 23 lug.	12.3	5.6	+ 6.7
» 24 lug. - 31 dic.	65.7	26.6	+ 39.1
1915	71.1	87.4	- 16.3
1916 . 1 gen. - 28 lug.	37.6	19.7	+ 17.9

Dallo scoppio della guerra a quest'ultima data l'entrata netta, compreso l'oro dato in deposito dagli Alleati, risulta in Ls. 40.7 milioni; contemporaneamente il fondo metallico della Banca variava da 40.2 a 56.4 milioni. Ciò equivale a dire che 24.5 milioni furono assorbiti dal mercato interno; ma essi rimasero nel paese in quanto nello stesso tempo il Tesoro inglese costituiva una riserva aurea di Ls. 28.5 milioni a fronte dei biglietti di Stato. È evidente, però, che in tale stato di cose, l'aumento del fondo metallico della Banca non si sarebbe verificato, o non avrebbe raggiunto i 16.2 milioni, senza i depositi d'oro degli Alleati.

La pubblicazione delle statistiche dei movimenti di metallo a Londra fu sospesa in coincidenza con una viva ripresa delle esportazioni d'oro verso gli Stati Uniti. Per tentare di ricostruire siffatta uscita osserviamo che negli ultimi cinque mesi del 1916, l'oro posseduto all'estero crebbe di Ls. 56.4 milioni per la Banca di Francia (Fr. 1423 milioni) e di Ls. 29.8 milioni per la Banca di Russia (Rb. 282 milioni) e dell'aumento la massima parte passò, evidentemente a Londra, per tacere degli invii, non noti ma neppur rilevanti, dell'Italia — donde, al minimo, un arrivo di Ls. 50-60 milioni dal continente. D'altra parte l'oro del Sud Africa e di altri centri di produzione britannici passato a disposizione della Banca d'Inghilterra deve avere superato i 17 milioni (in ragione di Ls. 3.5 milioni al mese), per modo che, essendo il fondo metallico della Banca contemporaneamente diminuito, ciò malgrado, da 56.4 a 54.3 milioni, le uscite nette di oro dall'Istituto non possono essere state minori di 69-79 milioni di sterline. Non occorre rilevare a qual cifra sarebbe declinato il fondo metallico dell'Istituto inglese senza i prestiti di oro del Continente.

nato a costituire i suddetti depositi è dai governi alleati tratto anzitutto, dalle speci metalliche esistenti presso il Tesoro; in secondo luogo, da quelle di proprietà dello Stato che giacciono nelle casse degli Istituti di Emissione esercenti il servizio di Tesoreria come parte delle loro riserve, ed infine, ove occorra, è attinto al metallo di proprietà di questi ultimi, che lo imprestano al Governo (1).

A tale forma di solidarietà finanziaria, applicata soprattutto alla compensazione del debito mercantile degli Alleati coi paesi d'oltremare, si accompagna quella per cui in generale i Governi di un gruppo belligerante, nell'interesse comune, si fanno strumento della estinzione degli impegni che un alleato debba assolvere sui rispettivi mercati. Così i crediti concessi dal Governo inglese a Russia, Francia ecc. sono disponibili, oltre che per pagamenti a New York, al Giappone, ecc. anche per quelli che ciascuno Stato alleato contraente debba eseguire in Inghilterra o per acquisti quivi effettuati, o pel servizio dei rispettivi titoli pubblici esistenti sul mercato inglese. A lor volta le anticipazioni che il Governo francese accorda, come si è visto, ad alleati, hanno lo scopo sia di ovviare alle difficoltà della posizione fatta dalla guerra ad alcuni Stati (Belgio, Serbia, ecc.) sia di permettere ad altri (Russia, ecc.) di provvedere al pagamento delle merci francesi importate ovvero degli interessi e rimborsi che vengono a scadere su prestiti già da essi collocati in Francia.

Il Giappone poi ha consentito alla Russia e all'Inghilterra

(1) Sull'eventuale rapporto tra l'oro depositato a Londra e i prestiti accordati dall'Inghilterra agli alleati non si ha modo di fare soddisfacenti induzioni. La Francia al 31 gennaio 1917 aveva collocato presso il Tesoro britannico e presso la Banca d'Inghilterra Fr. 5 $\frac{1}{4}$ miliardi di Buoni del Tesoro (sui 5473.2 milioni segnati nella Tabella VI) i quali comprendono, presumibilmente, i Fr. 1059.2 milioni — da detrarsi — dei Buoni scontati a Londra sotto il regime della cessione effettiva del metallo, e, alla stessa data, la Banca di Francia possedeva all'estero Fr. 1795.2 milioni del suo *stock* aureo. Si potrebbe dedurne — però vagamente — che la proporzione sia per la Francia del 42%; ma fra l'oro posseduto all'estero, oltre quello depositato a Londra, ve n'ha una parte imprecisata costituente depositi liberi in altri paesi, specialmente agli Stati Uniti e in Russia, per modo che la proporzione stessa è effettivamente minore.

di emettere obbligazioni sul mercato nipponico tanto a fronte dei loro acquisti, quanto in corrispettivo della cessione di disponibilità esistenti a suo credito agli Stati Uniti, venendo così ad avere anche funzione analoga, a quella ora detta, esplicata su più vasta scala, del Governo inglese. Infine in Italia fu autorizzato il collocamento di Buoni russi a garanzia del corrispettivo degli acquisti di nostri prodotti industriali eseguiti dal governo di Pietrogrado.

Si potrebbe aggiungere che delle disponibilità via via in vario modo ottenute all'estero dai singoli Stati alleati una parte fu spesso devoluta in vantaggio dei rispettivi mercati in quanto essa venne dal Tesoro ceduta, per dir così, al prezzo di costo, agli importatori privati pel tramite delle Banche di emissione; che la cooperazione degli Istituti dei paesi alleati — esplicitasi, come si è avvertito, parallelamente a quella dei loro Governi — non è stata meno attiva ed efficace in vista del fabbisogno di mezzi di pagamento del commercio — al qual proposito basterebbe citare l'accordo fra la Banca di Francia e quella d'Inghilterra per il realizzo a Londra di valori stranieri esistenti in Francia e la utilizzazione della valuta estera così ricavata. Ma quanto ci è venuto fatto di esporre sin qui crediamo sia sufficiente a dare in qualche modo, una idea dell'anormale situazione creata al commercio internazionale dalla guerra presente, e dell'ingegnoso e vasto meccanismo fatto sorgere e messo in moto dalla necessità di provvedere alle eccezionali esigenze da essa determinate.

7. *La bilancia dei pagamenti con l'estero.* — Cadrebbe qui opportuna la ricerca dei risultati ottenuti da ciascuno dei Paesi alleati nella compensazione dell'eccezionale *deficit* mercantile incontrato, come si è visto, nei trenta mesi a tutto il 1916; ma un calcolo soddisfacente della bilancia nazionale dei pagamenti con l'estero, non agevole in tempi normali, è presentemente, a cagione della guerra, impossibile giacchè all'attivo e al passivo di essa v'han partite escludenti, pel momento, qualsiasi valutazione anche largamente approssimativa.

Dalle cose esposte nei due paragrafi precedenti si può, evidentemente, ricavare pei singoli Stati, il rapporto tra la eccedenza delle merci estere importate = che in qualche caso, come vedremo, vuolsi integrare con importazioni governative

non registrate dalle statistiche = e l'ammontare dei titoli pubblici da essi rilasciati in pagamento ai mercati stranieri; ma ciò riuscirebbe, non occorre dirlo, impari allo scopo (1), troppi altri elementi dovendosi porre in linea per giungere all'apprezzamento, sia pure sommario, della rispettiva posizione attuale sotto l'aspetto in questione.

Riteniamo però non inutile la enumerazione, per ciascun paese, dei principali capitoli della bilancia dei pagamenti anche se non pochi di questi appariscono forzatamente privi del loro importo o accompagnati da cifre approssimative, valendo ciò a chiarire la complessità odierna dei *deficit* e dei fattori di compensazione, che non risulta abbastanza evidente dalla sola eccezionale entità dei due dati ora citati.

Per la *Francia* = che figura per prima nella Tabella = l'eccedenza globale delle importazioni tocca, come si è già detto, i Fr. 21924 milioni; a questa somma possono contrapporsi le seguenti partite attive:

a) *Prestiti all'estero*. Dalla Tabella VI si ricava, in Fr. 7713,9 milioni, il totale dei prestiti di Stato all'estero (2):

(1) Basti osservare che ponendo in rapporto i prestiti governativi contratti all'estero al gennaio 1917 (Tabella VI) col deficit mercantile totale dal 1° luglio 1914 al 31 dicembre 1916 (Tabella VII) si hanno le percentuali seguenti:

Francia	35,2%	Italia	52,8%
Inghilterra	28,9%	Russia.	310,0%

Notasi, nondimeno, che il nostro Paese ha pareggiato con prestiti di Stato esterni una parte del debito commerciale proporzionalmente maggiore che non la Francia e l'Inghilterra.

(2) L'ammontare di questi ultimi segnato nella Tabella, al pari che per gli altri debiti di Stato, si riferisce al 31 gennaio 1917, ad eccezione di Fr. 945,7 milioni registrati sotto il titolo « Altre obbligazioni a termine all'estero » (o prestiti stipulati, direttamente o indirettamente, dal Tesoro agli Stati Uniti) somma, questa, al 6 gennaio: non si hanno, in realtà, dati ufficiali corrispondenti a data meno lontana dal 31 dicembre 1916.

Osserviamo qui che le cifre citate — le sole disponibili — indicano il ricavato netto delle operazioni creditizie del Governo francese all'estero: poichè in mancanza di elementi per ricondurle al valor nominale delle operazioni stesse, le inserimmo tal quali nella Tabella VI, questa ci dà come importo complessivo del Debito di guerra francese, una somma inferiore al vero. Tale deficienza, però, trova in qualche modo

ad essi, però, sono da aggiungere le somme ottenute in prestito dal mercato francese su quelli stranieri all'infuori dei debiti quivi contratti dal Governo. Per gli Stati Uniti essi ammontano, a quanto è noto, a Fr. 364 milioni (credito commerciale, dell'agosto 1916, di Doll. 25 milioni, e, successivamente, prestito contro accettazioni di Doll. 45 milioni). — b) *Esportazioni di oro*, a titolo di cessione definitiva: esse si fanno ascendere, per l'intero periodo, a netti Fr. 1057 milioni. — c) *Redditi degli impieghi francesi all'estero*. In tempi normali tali redditi erano valutati a Fr. 1946 milioni annui (1) ma successivamente allo scoppio della guerra europea la cessata riscossione degli interessi su titoli originari di paesi divenuti nemici (2) e i realizzi del mercato francese in titoli di paesi alleati o neutrali, non possono non aver determinato una riduzione di tale cifra. Supponendo per un istante che nel periodo di trenta mesi a fine 1916, in luogo di circa cinque miliardi di franchi ne sieno stati riscossi soli tre e mezzo, si avrebbe finora, nell'insieme, una riduzione del *deficit* primitivo a Fr. 9289 milioni.

Volgendoci adesso al passivo della bilancia, devesi tener conto: a) degli interessi maturati al 31 dicembre 1916 sui citati debiti esterni: pei prestiti, governativi e privati, agli Stati Uniti di cui già si è detto, troviamo la somma di Fr. 117,1 milioni (Doll. 22,6 milioni); per quelli collocati a Londra si possono calcolare circa Fr. 115 milioni; — b) delle anticipazioni concesse dal Governo francese a Stati amici o alleati, che al 31 dicembre 1916 ammontavano a Fr. 1800 milioni. Il *deficit* risale per tal modo a Fr. 11321,1 milioni, senza contare le somme spese all'estero dai corpi militari francesi operanti fuori del territorio nazionale.

compenso nel non aver tenuto conto, nella Tabella stessa, della riduzione subita dalle Rendite francesi ammortizzabili nel periodo di cui trattasi (luglio 1914-dicembre 1916).

(1) Per il 1913 si calcolavano in Fr. 1600 milioni gli interessi sui Fr. 30-33 miliardi di titoli di Stato esteri posseduti in Francia, e in 346 milioni quelli sugli altri valori stranieri.

(2) Rammentiamo, ad esempio, i Fr. 3 miliardi di fondi pubblici turchi esistenti sul mercato francese, il cui reddito, nel periodo di due anni e mezzo che consideriamo, supera i 400 milioni di franchi.

A tale importo residuale sono principalmente da contrapporre le voci seguenti per le quali è impossibile precisare le cifre: *a*) i pagamenti eseguiti in Francia = indipendenti da importazioni di prodotti francesi, già conteggiate = da Governi stranieri o da loro sudditi, sia che si tratti di Stati sovvenuti con le anticipazioni ora dette (per es. per spese relative ai servizi militari e civili belgi stabiliti su territorio francese; per interessi spettanti ai portatori francesi di titoli russi, serbi, ecc.) oppure di altri alleati (per es. spese delle truppe inglesi che si trovano in Francia); = *b*) le ora accennate vendite all'estero di valori stranieri, principalmente americani, effettuate dal mercato francese (vendite del Tesoro di titoli ad esso ceduti dai privati o eseguite da questi direttamente), che non sappiamo qual frazione rappresentino dei Fr. 40 miliardi e più cui si facevano ascendere, prima della guerra, tali impieghi in Francia (1); = *c*) i proventi del collocamento fuori paese di titoli dei due Prestiti di guerra francesi, al netto, naturalmente, degli interessi maturati a fine 1916; = *d*) gli introiti della marina mercantile francese per noli relativi alle importazioni da essa trasportate, e per suoi guadagni netti sui noli delle merci indigene esportate per mare; nonchè gli utili degli assicuratori marittimi francesi su tali merci (2); = *e*) i crediti *fluttuanti* esistenti all'estero a favore del mercato francese alla vigilia del conflitto europeo, per quella parte che potè essere utilizzata, dal 1° luglio in poi, a fronte dei debiti incontrati dal mercato stesso su quelli stranieri.

(1) Le maggiori vendite essendosi verificate in titoli americani, rammentiamo che già fu supposto, prima della guerra, esserne contenuti nei portafogli francesi per Fr. 5 miliardi in valor capitale; ma possiamo ora ritenere un tal calcolo grandemente superiore al vero.

(2) Il valore delle merci portate dall'estero essendo ovunque calcolato CIF, comprendendo, cioè, il costo originario, l'assicurazione e il nolo, si ha una partita compensatrice nell'ammontare della assicurazione e dei noli relativi alle merci stesse incassate dal paese importatore. Per converso, i valori delle merci esportate sono registrati FOB (franco-bordo), e il nolo, al netto delle spese, per quelle portate a destinazione da navi del paese esportatore dovrà logicamente computarsi in aumento del valore delle esportazioni. (Cfr. SCARTEZZINI PILADE, *Influenza dei noli sulla bilancia commerciale in Momento economico*, anno XXIV 1916, n. 14 maggio 20).

È soltanto quando si abbia modo di tradurre in cifre le partite attive ora enumerate che si potranno precisare la natura e l'entità del saldo della bilancia francese dei pagamenti con l'estero al 31 dicembre 1916. Poichè è chiaro che queste debbano soprattutto dipendere dalla misura nella quale vengono a iscriversi le partite *b) d) ed e)* = da supporre assai cospicua = non è del tutto infondata la ipotesi che il saldo risulti bensì passivo, ma di non esagerata importanza.

Per l'*Inghilterra* lo sbilancio commerciale (trenta mesi) già registrato in Ls. 763 milioni comprende le importazioni di Stato per approvvigionamenti ma non tien conto degli acquisti governativi all'estero di materie e prodotti per uso di guerra, che non figurano nelle statistiche inglesi: secondo il Paish (1) la cifra relativa sarebbe, all'incirca, di Ls. 20 milioni nel 1914 (ultimi cinque mesi) e Ls. 120 milioni per l'anno 1915. Supposte invariate le quantità, il solo aumento generale dei prezzi in Inghilterra dal 1915 al 1916 porterebbe il valore di tali acquisti per quest'ultima annata a oltre Ls. 150 milioni — con che lo sbilancio totale sale da 763 a 1053 milioni di sterline: tenendo conto delle importazioni, al netto, di argento (che per l'ultima parte del 1914 furono di Ls. 2 milioni e per il 1915 di Ls. 3 milioni) si giunge approssimativamente a un *deficit* di almeno Ls. 1060 milioni.

A tale importo fan riscontro:

a) *Prestiti all'estero*. Dai dati resi pubblici non emergono che i prestiti governativi (agli Stati Uniti e al Giappone), iscritti nella Tabella VI, per Ls. 220,8 milioni, e le due citate emissioni municipali in America per Ls. 1,7 milioni (Doll. 8,4 milioni): in totale Ls. 222,5 milioni. Si ignora se e quale parte dei vari tipi di prestiti registrati dalla statistica del Debito inglese di guerra sia collocata all'estero (per es. in Olanda, ecc.); — b) *Esportazioni di oro*. Si sa che nel secondo semestre del 1914 l'*Inghilterra* si giovò di una eccedenza di importazione di metallo giallo di Ls. 50 milioni in cifra rotonda, e che nel 1915 le esportazioni risultarono invece di 28 milioni superiori alle importazioni, ma non abbiamo ancora i

(1) Sir GEORGE PAISH, *War Finance* comunicazione alla R. Società Statistica di Londra del 21 marzo 1916.

dati per 1916: in via approssimativa potrebbesi forse ritenere che per quest'ultima annata la eccedenza delle esportazioni di oro si aggiri sui 30 milioni di sterline (1): si suppone, quindi, una esportazione netta globale di Ls. 8 milioni. = c) *Reddito di impieghi inglesi all'estero e incasso noli*. Il Lloyd George osservava alla Camera dei Comuni (5 maggio 1915) che l'Inghilterra, a fronte del *deficit* commerciale dell'anno 1913 in Ls. 130 milioni (Cfr. Tabella VII), poteva iscrivere 120-150 milioni per introiti della bandiera nazionale e 230-200 milioni per redditi del capitale inglese investito all'estero, insieme 350 milioni donde un saldo attivo di 220 milioni rappresentanti l'aumento ordinario annuale di questi ultimi investimenti; il Paish (op. cit.) riguarda, per questo rispetto, il 1914 come anno normale, mentre fissa in Ls. 425 milioni la quota del 1915. Considerando, da un lato, i rilevanti realizzi di titoli americani del mercato inglese a New York dal principio della guerra in poi, dall'altro, il rialzo dei noli verificatosi durante il 1916, siamo indotti ad adottare, per quest'ultimo anno la cifra rotonda, non eccessiva, di Ls. 500 milioni; si ha così un totale di Ls. 1035 milioni da portare all'attivo per questo capitolo.

A questo punto il *deficit* della bilancia inglese dei pagamenti viene a trasformarsi in una eccedenza attiva di L. 205,5 milioni; ma in pari tempo sopraggiunge all'uscita, una importante partita: i prestiti dall'Inghilterra concessi alle proprie Colonie autonome e ai governi alleati. Essi ammontavano, alla fine del 1916, a Ls. 755 milioni; ma è da osservare, per quanto concerne quelli accordati al Canada, che sul ricavato delle emissioni di guerra canadesi furono posti a disposizione del-

(1) Soltanto agli Stati Uniti, nel 1916, pervenne oro per Doll. 57,1 milioni dal Regno Unito e per Doll. 579,3 milioni dal Canada, per la maggior parte, non v'ha dubbio, per conto di Londra e proveniente dallo *stock* posseduto dalla Banca d'Inghilterra in Ottawa. Avuto riguardo a ciò e tenute presenti le modificazioni presumibilmente subite durante il 1916 dai movimenti dell'oro in Inghilterra in confronto coi tempi normali e col 1915, l'andamento della produzione aurea dell'Impero britannico e gli accennati prestiti di oro concessi dagli Alleati del Continente alla Banca d'Inghilterra lungo l'anno, la cifra ora supposta è da considerare come inferiore al vero.

l'Inghilterra, pei suoi pagamenti in America, Doll. 220 milioni a parziale rimborso delle anticipazioni già dalla madre patria concesse al *Dominion*. Sono così Ls. 45 milioni da detrarre dal totale ora detto di tali prestiti che si riduce, in ogni caso, a Ls. 710 milioni.

Riappare, pertanto, il *deficit* nella somma di Ls. 504,5 milioni ai quali occorrerebbe aggiungere l'importo delle somme spese per gli eserciti inglesi combattenti all'estero (in Francia, in Egitto, in Macedonia, ecc.) che si vuole rappresentassero Ls. 10 milioni mensili a tutto il 1915, e una somma doppia nel 1916 (1). S'inizia così la serie delle voci della bilancia che non è possibile di accompagnare con alcuna cifra, e che, all'attivo, sono le seguenti:

a) le vendite all'estero di titoli stranieri, principalmente americani, per parte del Governo inglese, che li aveva riscattati a tale scopo dal mercato interno, nonchè i realizzi eseguiti direttamente da quest'ultimo. Prima della guerra gli impieghi globali dell'Inghilterra in valori esteri si facevano ascendere, in cifra rotonda, a Ls. 4 miliardi, comprendenti Ls. 600 milioni di titoli americani (2): si ignora la quantità di essi così utilizzata a tutto il 1916; ma è innegabile che larga parte di quelli americani fu realizzata a New York. Rammentiamo le disposizioni sempre più estese adottate dal Tesoro inglese per ottenerne dal pubblico la cessione, le quali, se lasciano supporre una certa riluttanza dei possessori inglesi a sguarnirne i loro portafogli-titoli, poichè traevano origine dal crescente fabbisogno del governo britannico di mezzi di pagamento agli Stati Uniti, permettono di ritenere che le vendite, per quanto non sempre corrispondenti a tale fabbisogno, sieno state assai ingenti. In questa supposizione ci conferma il fatto, più avanti citato, che agli Stati Uniti si stima a Doll. 1,8 miliardi (Ls. 369,9 milioni) il valore corrente

(1) Devesi tener conto, ad esempio, del fatto che le derrate importate dai paesi d'oltre mare per uso degli eserciti inglesi e sbarcate direttamente nei porti delle regioni nelle quali essi operano, fuori del Regno Unito, non figurano nelle statistiche commerciali inglesi.

(2) Del rimanente furono valutati a Ls. 1900 milioni i valori coloniali (compresi quelli indiani), a 650 milioni i sud-africani e a 600 milioni quelli di paesi europei e di altre parti dell'Asia.

dei titoli americani rimpatriati dal principio della guerra europea a tutto il 1916, di cui la maggior quota-parte proveniva, evidentemente, dall'Inghilterra.

b) gli interessi maturati a fine 1916 sui prestiti concessi alle Colonie autonome e agli Alleati. Su questo punto sappiamo soltanto che per le anticipazioni alla Francia essi possono valutarsi a Ls. 4,5 milioni (equivalente dei citati Fr. 115 milioni da noi presunti) e per quelle all'Italia a Ls. 2,8 milioni (corrispondente parte delle L. 80 milioni citate più avanti) e che i prestiti dall'Inghilterra concessi a fine gennaio a Italia e Francia (143,4 e 208,1 milioni di sterline rispettivamente) rappresentano il 46 % della consistenza totale.

c) la parte dei prestiti a Colonie autonome e ad Alleati da questi spesa in Inghilterra per pagamenti estranei alle loro importazioni dal Regno Unito.

d) i crediti « fluttuanti » all'estero esistenti a favore dell'Inghilterra all'occorrenza della guerra, in quanto essi furono in vario modo utilizzati pel pagamento di importazioni inglesi (1).

Da tutt'occhè che precede si riporta l'impressione che, in ogni caso, a fine 1916 il bilancio dei pagamenti dell'Inghilterra con l'estero, se non toccava il pareggio, non ne fosse troppo lungi.

Per la *Russia* non è possibile neppure un calcolo anche più vagamente approssimativo dei precedenti. Se, invero, poniamo a fronte dello sbilancio commerciale del periodo 1 luglio 1914-31 dicembre 1916 in Rb. 3035,5 milioni l'ammontare dei prestiti contratti dal governo russo all'estero, abbiamo l'enorme eccedenza attiva di Rb. 6374,5 milioni, cui dovrebbero poter

(1) Rammentiamo a questo proposito che l'Argentina (Cfr. il discorso del Lloyd George del 27 novembre 1914) alla vigilia del conflitto europeo, doveva all'Inghilterra, fra debiti consolidati e fluttuanti una somma di Ls. 400 milioni, che non poterono momentaneamente essere utilizzati sia per l'impossibilità di inviare oro a Londra da Buenos Aires, sia per la mancanza quivi di carta commerciale sull'Inghilterra. Ora una parte di tali crediti fu dal mercato inglese ceduta al Nord-America a pareggio di sue importazioni dagli Stati Uniti i quali saldarono con le disponibilità così ottenute loro acquisti in Argentina.

aggiungere almeno l'importo dei crediti liquidi russi sui mercati stranieri alla metà del 1914: al totale così ottenuto occorrerebbe detrarre i seguenti capitoli passivi che non abbiamo modo di fissare in cifre: *a)* i dividendi, interessi e rimborsi scaduti nell'intero periodo in esame su valori russi (industriali, ecc.) collocati in paesi amici o alleati; *b)* gli utili ritratti dai capitali da questi ultimi investiti in Russia e non reimpiegati nel paese; *c)* i pagamenti eseguiti su mercati stranieri pel servizio dei titoli del Debito pubblico russo ivi esistenti prima del conflitto europeo e di quelli che vi furono collocati dopo l'inizio della guerra = pagamenti che, in trenta mesi, rappresentano probabilmente, in complesso, intorno a Rb. 1,5 miliardi; *d)* quella parte delle spese di guerra del governo russo che fu effettuata fuori del paese = nonchè, forse, quella dei capitali ottenuti all'estero che fu spesa all'interno.

Non privo di gravi difficoltà è il calcolo analogo per l'Italia. Per il nostro paese al *deficit* mercantile globale già determinato in L. 7084,5 milioni vuolsi, anzitutto, aggiungere la netta importazione di metalli preziosi in L. 19 milioni, con che esso sale a 7103,5 milioni, come contropartita dei quali troviamo:

a) Prestiti all'estero al 31 dicembre 1916, che la statistica ufficiale riporta in L. 3526,6 milioni.

b) Redditi degli impieghi italiani all'estero. Pei titoli stranieri posseduti in Italia, prendendo a base le cifre recentemente indicate dal Direttore generale della Banca d'Italia (1) in L. 800 milioni di capitale e 40 milioni di reddito annuale, si ha un totale di L. 100 milioni = non tenendo conto delle disillusioni patite dai nostri possessori di valori esteri circa la continuità della riscossione degli interessi in tempo di guerra. Quanto ai redditi commerciali, industriali e agrari del capitale italiano operante all'estero, ci sembra prudente non allontanarci dalla cifra di L. 40 milioni annui altra volta stabilita

(1) Relazione agli azionisti della Banca, anno 1916, pag. 10, nota.

dallo stesso Autore (1) con che l'importo di questo capitolo sale a L. 200 milioni.

c) *Rimesse degli emigrati*. In tempi normali esse furono valutate (2) a L. 450 milioni annuali al netto: i rimpatri per chiamate alle armi e la graduale sospensione delle partenze (3) hanno evidentemente assottigliato, dallo scoppio del conflitto europeo, ma non fatto scomparire questo provento (4).

d) *Vaglia postali dall'estero*. Dal 1° luglio 1914 al 30 giugno 1916 ne furono pagati in Italia per L. 264 milioni, il primo semestre 1916 iscrivendosi con L. 38, 3 milioni, contro L. 127, 4 milioni il periodo corrispondente del 1914: si può supporre che il totale pei trenta mesi a fine 1916 sia di L. 300 milioni. Prendendo a base dell'importo dei vaglia pagati all'estero la media di L. 44 milioni all'anno, sono da detrarsi L. 110 milioni, donde una entrata netta per questa voce, nell'insieme, di L. 190 milioni.

e) *Sottoscrizioni estere ai Prestiti italiani di guerra*. Esse fornirono L. 22, 9 milioni al valor nominale nella emissione del luglio 1915, e L. 81, 2 milioni, pure nominali, in quella del gennaio 1916, compresi, in quest'ultimo caso, i versamenti in titoli: supponiamo perciò che il contante incassato non superi, complessivamente — presi a guida i risultati all'interno — le L. 77 milioni.

f) *Spese dei forestieri in Italia*. Stimate già ad annue

(1) Cfr. la classica memoria « Sulla bilancia dei pagamenti dell'Italia con l'estero » del prof. comm. Bonaldo Stringher, Roma 1912.

(2) STRINGHER, *Op. cit.*

(3) Diamo qui le cifre della nostra emigrazione transoceanica:

	Emigrati	Rimpatriati
1913	428.484	188.978
1914	162.492	219.178
1915	38.226	167.925

(4) Le sole rimesse effettuate pel tramite del Banco di Napoli, al netto delle somme da questo inviate a emigrati in America, furono, annualmente, le seguenti:

1913.	L. 79.8 milioni	1915	L. 148.5 milioni
1914.	» 77.0 »	1916	» 153.1 »

L. 450 milioni al netto (1), col sorgere della guerra europea si ridussero fortemente dapprima e poi scomparvero, nel loro significato turistico; ma si può osservare che il periodo di due anni e mezzo coperto dall'attuale nostro calcolo comprende il mese di luglio 1914, che può ritenersi come normale; i dieci mesi della nostra neutralità durante i quali non mancarono i visitatori provenienti da paesi neutrali non di oltremare, e, non pochi assai danarosi, anche dagli Imperi centrali; infine, che, divenuta l'Italia belligerante, si ebbe il transito di truppe alleate che accorrevano ai campi di battaglia dell'Oriente, o ne ritornavano, senza dire del soggiorno temporaneo di appartenenti a tali eserciti e delle loro famiglie. Crediamo potere da ciò dedurre che, considerevolmente ridotta, la partita d'entrata di cui trattasi non fu eliminata.

g) *Incasso noli della marina nazionale*. V'ha chi stima l'importo dei noli pagati dagli importatori italiani ad annue L. 300 milioni in periodo normale, a L. 800 milioni per il 1915 e a 2 miliardi per il 1916, e ritiene che una terza parte di queste somme sia andata a beneficio della bandiera nazionale (2).

Tralasciando altre voci d'entrata, quelle ora citate molto probabilmente riducono il *deficit* mercantile italiano originario a circa L. 1 $\frac{1}{2}$ miliardi: ove fosse rimasto normale il gettito delle rimesse degli emigrati e delle spese dei forestieri in Italia, si sarebbe ottenuto certamente il pareggio.

Qui occorre riandare brevemente le partite di debito destinate ad aumentare la cifra residuale.

a) *Pagamenti all'estero pel Debito pubblico*. Essi diminuiscono, dal 1913 al 1914, da 73, 2 a 37, 5 milioni di lire, per declinare a L. 19, 6 milioni nel 1915: in mancanza dei dati per il 1916 si può formulare la ipotesi che, nei trenta mesi, siano ammontati a L. 55 milioni circa, ai quali dev'essere aggiunta gli interessi maturati a fine 1916 sui Buoni del Tesoro italiani collocati all'estero, che non debbono esser troppo lontani dagli 80 milioni di lire. Sono così, insieme, L. 135 milioni.

(1) STRINGHER, *Op. cit.*

(2) Cfr. SCARTEZZINI PILADE, *Op. cit.* e *La Bilancia mercantile italiana del 1916* in *Caffaro* del 31 gennaio e del 5 febbraio 1917.

b) *Reddito dei capitali stranieri impiegati in Italia*, sia in titoli indigeni non di Stato, sia in aziende operanti nel paese. Non crediamo illogico, per le cose che diremo fra breve, di supporre una riduzione di esso, per gli anni 1915 e 1916, in confronto delle L. 125 milioni annue calcolate nel 1910 (1) e di segnare per questo capitolo, naturalmente in via di pura indicazione, una uscita globale di L. 250 milioni.

Con le cifre che precedono il *deficit* risale di L. 385 milioni, e, d'altra parte, sopravvengono, al passivo, voci alle quali non è possibile contrapporre numeri.

a) *Rimpatrio di titoli italiani*. È fuor di dubbio che, come sempre avviene in tempo di guerra, i paesi belligeranti abbiano realizzato in Italia, finchè durò la nostra neutralità, quantità imprecisabili ma ingenti di nostri titoli da essi posseduti: dichiarata la nostra guerra, venne la volta delle vendite dei portatori neutrali e continuarono quelle della Germania, sia pure limitatamente, queste ultime, al maggio 1916, epoca in cui dalla Svizzera si segnalava il termine del transito di valori italiani provenienti dalla nostra ex-alleata. Pei soli titoli di Stato i pagamenti dell'Italia all'estero per interessi ebbero un regresso, dal 1913-14 al 1914-15 (ultimo esercizio finanziario per cui si hanno dati) da 57,4 a 20,5 milioni, regresso assai significativo in un periodo nel quale il cambio, iniziando la sua ascensione, incoraggiava l'esportazione delle cedole per l'incasso fuori del paese: si tratta, come fu già ufficialmente riconosciuto a fine 1915, di varie centinaia di milioni di lire di obbligazioni governative riassorbite dal nostro mercato (2). Le quali dovrebbero essere aumentate dell'importo dei valori non di Stato in modo analogo riaffluiti su quest'ultimo, e delle riduzioni subite dal capitale straniero operante in Italia.

(1) STRINGHER, *Op. cit.*

(2) Si avverta che nelle cifre ora riportate, limitate ai pagamenti per conto dell'Amministrazione del Debito pubblico per soli interessi soddisfatti all'estero, non è compresa l'annualità dovuta alla *Südbahn*, di pertinenza del Debito amministrato dalla Direzione generale del Tesoro, e della quale fu sospeso il versamento dopo la nostra dichiarazione di guerra all'Austria.

b) *Spese governative all'estero*, derivanti dalla guerra ma che non dipendono dal servizio del Debito pubblico nè da importazioni di merci effettuate dallo Stato registrate dalle statistiche doganali, quali quelle delle truppe italiane operanti lungi dai confini del Regno.

c) *Pagamenti privati*. Ci riferiamo alla graduale estinzione del prezzo di prodotti esteri importati dal mercato italiano anteriormente al 30 giugno 1914, pei casi nei quali i versamenti rateali sono distribuiti su un periodo di più anni. Dati i sistemi di vendita di materiale per impianti tecnici dei produttori tedeschi, somme non indifferenti debbono aver varcata la frontiera italiana dal 1° luglio 1914 al settembre 1916 (dichiarazione di guerra alla Germania). Notiamo, ad esempio, che negli anni 1912, 1913 e primo semestre 1914 il valore delle macchine per usi industriali esportate dalla Germania in Italia superò i 180 milioni di lire, di cui parte non trascurabile deve esser stata pagata successivamente al 30 giugno 1914.

Senza prolungare oltre la enumerazione dei capitoli della nostra bilancia dei pagamenti, risalta ormai la esistenza, a fine 1916, di un *deficit* importante di cui la liquidazione, non definitivamente raggiunta, grava sulle relazioni di credito e di debito dell'Italia con l'estero, e deve esser tenuta in conto più innanzi nel trattare dell'andamento del cambio.

Terminiamo il già lungo paragrafo con un breve calcolo del modo in cui venne, per converso, a pareggiarsi la eccedenza attiva della bilancia con l'estero degli Stati Uniti, così abbondantemente alimentata dal valore delle importazioni dell'Europa, e soprattutto degli Alleati.

Come si rileva dal prospetto, la eccedenza delle esportazioni sulle importazioni ammontava a fine 1916 (trenta mesi) a Doll. 5124,1 milioni, cui debbonsi aggiungere le esportazioni, al netto, di argento in circa Doll. 70 milioni (1), donde un totale attivo di Doll. 5194 milioni.

(1) L'eccedenza delle esportazioni d'argento sulle importazioni fu di Doll. 25,6 milioni nel 1914, di 19,1 milioni nel 1915, di 38,4 milioni nel 1916.

(00.000 omessi)	MERCÌ			ORO		
	Importaz.	Esportaz.	Differ.	Importaz.	Esportaz.	Differ.
1913 Doll.	1796.2	2484.--	+ 687.8	63.7	91.8	+ 28.1
1914. I semestre »	980.8	1046.8	+ 66.0	30.7	84.0	+ 53.3
1914. II semestre »	808.5	1066.8	+ 258.3	26.7	138.6	+ 111.9
1914. Totale »	1789.3	2113.6	+ 324.3	57.4	222.6	+ 165.2
1915 »	1778.6	3554.7	+1776.1	451.9	31.4	—420.5
1916 »	2391.7	5481.4	+3089.7	685.7	155.8	—529.9

Troviamo che ad esso si contrappongono:

a) una netta importazione di oro per Doll. 838,5 milioni;
 b) il rimpatrio di titoli nord-americani d'ogni specie, a reddito fisso o variabile, valutati approssimativamente, in totale, a Doll. 1800 milioni (1).

c) l'assorbimento di prestiti stranieri di vario genere per complessivi Doll. 2041,2 milioni (2);
 elementi, questi, mercè i quali il debito commerciale dell'estero verso gli Stati Uniti declina a Doll. 514 milioni circa. Se si riflette che, come ebbe a notare il Ministro del Tesoro Mac Adoo, la guerra sorprende il mercato americano con un debito di Doll. 450 milioni verso quelli europei, il quale nor-

(1) Secondo i calcoli del Loree il valore alla pari dei titoli ferroviari nord-americani riassorbiti dagli Stati Uniti nel biennio al 31 gennaio 1917 ammonta a Doll. 1779,8 milioni, donde la cifra probabile di 1200 milioni al prezzo di Borsa. Fra i titoli industriali, pel solo *Trust* dell'acciaio, nei trenta mesi a fine 1916, sarebbero rimpatriate azioni per Doll. 92,8 milioni e obbligazioni per Doll. 31 milioni, le une e le altre alle pari: al valore corrente non meno di Doll. 125 milioni in complesso. Gli altri titoli (industriali, municipali, ecc) originari del mercato americano e da questo riacquistati a tutto il 1916 rappresenterebbero la rimanente somma di Doll. 475 milioni.

(2) Tale cifra fornita dalla *National City Bank* di New York, si decompone come segue:

malmente sarebbe stato liquidato entro l'anno, e che, come già è stato accennato, larghe cessioni avvennero a favore degli Stati Uniti di crediti che l'Europa vantava verso altri paesi transoceanici, è agevole intendere come sia stato ottenuto, se non il saldo, la compensazione della massima parte di tale residuo.

8. *Il corso dei cambi.* — Al pari che pel movimento commerciale, l'andamento dei cambi nel periodo bellico chiuso al 31 dicembre 1916 comprende due fasi distinte, l'una solo in parte sfavorevole, l'altra decisamente contraria ai belligeranti, di cui si può stabilire il punto di demarcazione sulla fine del 1914.

Non occorre rammentare il fenomeno pel quale, allo scoppiare del conflitto europeo, il delicato e complesso meccanismo dei regolamenti internazionali si disorganizzò e cessò momentaneamente dalla sua funzione normale. La tendenza, ricorrente con lo stato di guerra, nei paesi creditori di realizzare le disponibilità possedute, sotto qualsiasi forma, all'estero, costituì il fattore dominante della situazione, chè all'Europa belligerante, sì forte creditrice, in quel momento, dei paesi d'oltre Atlantico non era possibile di rientrare rapidamente in possesso dei suoi capitali. Mentre tali crediti sarebbero stati pareggiati, in via normale, per la maggior parte, mediante carta su Londra — vera stanza di compensazione internazionale — i mercati debitori apparivano sprovveduti di tratte sull'Inghilterra e sull'Europa in genere, essendo ancora lontana l'epoca delle grandi esportazioni annuali dei loro prodotti. Il corso della sterlina e quello del franco salgono così a New York a quote iperboliche sinchè, mercè straordinari espedienti

Gran Bretagna	Doll. 881.4 mil.	Cile	Doll. 6.5 mil.
Francia	» 550.5 »	Bolivia	» 3.— »
Russia	» 123.5 »	Uruguay	» 7.5 »
Italia	» 25.— »	Panama	» 4.7 »
Germania	» 20.— »	Cina	» 9.— »
Canadà	» 289.7 »	Svizzera	» 15.— »
Argentina	» 81.8 »	Norvegia	» 3.— »
Brasile	» 5.5 »	Grecia	» 7.— »

possono iniziarsi le uscite di oro americano a beneficio dei mercati europei (1) e lo squilibrio viene a ridursi.

Il fenomeno, con atteggiamenti speciali a seconda della diversa posizione reciproca, involve gli altri mercati neutrali: i belligeranti, infatti si affrettano a ritirare, in quanto lo consentono le restrizioni arretrate nei vari paesi dalle moratorie i capitali esistenti a loro credito su ognuno di essi, o, attraverso l'uno, quelli che posseggono sull'altro; ovvero a trasformarli, nei limiti del possibile, in mezzi di pagamento valevoli sui mercati di cui risultano debitori.

Tale prima fase, in principio assai tumultuaria, è caratterizzata dalla inapplicabilità dei mezzi che di consueto valgono a regolizzare il corso dei cambi, derivata dalla decretata sospensione, fuorchè a Londra, del libero commercio dell'oro; dalle restrizioni di cui furono circondate le operazioni sui valori pubblici e privati; dalle proroghe adottate per le scadenze dei pagamenti — nel quale stato di cose la funzione esercitata normalmente dal dislivello del saggio del denaro fra un mercato e l'altro perdeva ogni valore, di fronte anche alla eccezionale ampiezza delle oscillazioni subite, a tutta prima, dalle quotazioni.

Col 1915 si inizia la seconda fase, dominata dallo sviluppo assunto dai rapporti commerciali dei Neutri, soprattutto di quelli d'oltremare, con uno dei gruppi belligeranti, e del quale si è fatto cenno nel penultimo paragrafo. Essa si distingue per la rapida trasformazione in debitore del gruppo che, nel precedente periodo appariva più forte creditore, la quale trae origine dalla crescente eccedenza delle importazioni dei paesi della Intesa dall'America (2). È il corso del cambio degli Stati Uniti che viene a costituire il problema maggiore, interessante

(1) Per il secondo semestre del 1914 la eccedenza totale delle esportazioni sulle importazioni di metallo giallo agli Stati Uniti somma a Doll. 111,9 milioni, contro una eccedenza di importazioni di Doll. 7,7 milioni nel periodo corrispondente del 1913.

(2) Rammentiamo che nei dodici mesi al 30 giugno 1916 le forniture degli Stati Uniti ai paesi belligeranti a causa della guerra ammontarono a Doll. 2907,8 milioni, contro soli 746,6 milioni cui ascese il valore delle stesse categorie di merci nel corrispondente periodo del 1913-14.

particolarmente i singoli Governi alleati per lo impulso dato dalle esigenze della guerra agli acquisti da essi direttamente eseguiti oltre Atlantico. Almeno in questo caso, l'andamento delle quotazioni è quasi esclusivamente governato dalla possibilità di compensare il *deficit* commerciale dello Stato coi mezzi più sopra enumerati (§ 6: realizzo di valori americani riscattati dal mercato interno, stipulazione di prestiti governativi agli Stati Uniti, ecc). e quello del commercio privato con aperture di crediti bancari e industriali a New York. Si compiono così regolamenti diretti fra i singoli mercati europei del continente e quello americano e la piazza di Londra perde in gran parte, con la guerra, la funzione di centro di compensazione internazionale, ormai limitata a quella porzione dei debiti all'estero degli Alleati che viene regolata dall'Inghilterra per conto di essi, mediante le anticipazioni loro concesse a tale scopo dal Governo inglese.

In quanto concerne le vicende del cambio dei belligeranti, in questa seconda fase, sui mercati neutrali europei, concorrono a determinarle molteplici elementi, al pari di quelle dei corsi della valuta di un belligerante sui mercati degli alleati. Nelle quali tutte intervengono efficacemente, nella eccezionale situazione determinatasi, fattori inconsueti o che in tempi normali posseggono azione del tutto secondaria.

Sospeso, come si è detto, il libero commercio dell'oro, i movimenti con l'estero di specie metalliche passarono, presso i belligeranti, sotto il controllo dello Stato, rendendosi necessaria, in presenza delle proporzioni assunte dai pagamenti all'estero dei Governi rispetto a quelle dei privati — anche se, questi, più o meno collegati con le esigenze statali — la riduzione della uscita di metallo dal paese al solo caso della deficienza di altri modi di compensazione utilizzabili dal Tesoro. D'altro lato, passata la produzione nazionale, in sì grande parte, al servizio dello Stato e ridotta, di conseguenza, l'esportazione, divenne ovunque eccessivamente esigua l'offerta di divise straniere. Lo Stato mise, bensì, a disposizione del mercato, volta a volta, quanto poteva delle disponibilità createsi in vario modo all'estero, e gli Istituti si adoprarono ad ottenere, nei paesi esportatori, la concessione di crediti al commercio e all'industria nazionali; ma con tutto ciò l'equilibrio dei cambi

TABELLA VIII.

	fine 1913	luglio 1914	fine 1914	fine 1915	fine 1916	Parità
Sterlina a :						
New York . . (Ls. 1 = Doll. :	4,855	4,871	4,82	4,695	4,764	4,8665
Amsterdam . (» 1 = Fl. :	12,10	12,125	11,985	10,875	11,68	12,109
Basilea. . . . (» 1 = Fr. :	25,35	25,17	25,47	24,91	24,10	25,2215
Parigi (» 1 = Fr. :	25,30	25,18	25,09	27,77	27,79	25,2225
Roma. (» 1 = L. :	25,44	25,275	25,875	31,265	32,745	25,2215
Franco a :						
New York . . (Doll. 100 = Fr. :	521,25	515,50	517,50	584,—	584,50	518,25
Amsterdam . (Fr. 100 = Fl. :	47,82	48,20	47,85	39,—	42,10	48,—
Basilea. . . . (» 100 = Fr. :	100,13	100,—	101,65	89,65	86,75	100,—
Madrid. . . . (» 100 = Ps. :	105,50	103,50	101,—	90,45	80,60	100,—
Roma. (» 100 = L. :	103,425	100,335	103,28	112,755	117,665	100,—
Lira ital. a :						
New York . . (Doll. 100 = L. :	525,—	530,—	530,—	659,—	660,—	518,27
Basilea. . . . (L. 100 = Fr. :	99,60	99,45	98,65	79,50	73,90	100,—
Parigi (» 100 = Fr. :	99,62	99,69	96,50	88,50	85,—	100,—
Rublo a :						
New York . . (Rb. 100 = Doll. :	50,90	51,50	42,—	29,75	29,60	51,45
Basilea. . . . (» 100 = Fr. :	265,15	260,81	217,50	160,—	151,50	267,50
Londra. . . . (Ls. 10 = Rb. :	94,—	95,80	118,—	159,50	155,50	94,58
Parigi (Rb. 100 = Fr. :	265,50	263,—	220,—	176,—	173,50	266,67
Marco a :						
New York . . (M. 400 = Doll. :	95,—	96,20	86,—	76,50	73,375	95,375
Amsterdam . (» 100 = Fl. :	59,10	59,17	54,25	43,45	40,60	59,375
Basilea. . . . (» 100 = Fr. :	123,65	122,67	114,50	98,75	84,50	123,457
Roma. (» 100 = L. :	123,85	123,25	116,175	—	—	123,457
Londra. . . . (Ls. 1 = M. :	20,76	20,515	—	—	—	20,43
Parigi (M. 100 = Fr. :	123,35	122,84	—	—	—	123,47
Corona austr. a :						
New York . . (Cor. 100 = Doll. :	20,10	20,375	17,50	13,—	11,80	20,26
Basilea. . . . (» 100 = Fr. :	105,—	103,92	91,—	67,—	53,37	105,01
Roma. (» 100 = L. :	105,45	104,575	92,01	—	—	105,—
Londra. . . . (Ls. 1 = Cor. :	24,48	24,20	—	—	—	24,017
Parigi (Cor. 100 = Fr. :	104,75	104,19	—	—	—	105,—

apparve sempre più difficile a raggiungere, il normale giuoco della domanda e dell'offerta trovandosi sostanzialmente trasformato.

Più che non avvenga in tempi ordinari, quando il commercio dei belligeranti, a procurarsi i mezzi pei pagamenti ai suoi creditori stranieri, dovette ricorrere al tramite di un terzo mercato, trovò esigenze, che a lor volta, erano, in via sussidaria influenzate sia da elementi di giudizio tratti dalla posizione economico-finanziaria derivata dalla guerra al paese del richiedente, sia da fattori psicologici e politici. Son noti gli artifizii usati dai belligeranti di un gruppo per suscitare, sui mercati neutrali, ai danni di quelli dell'altro, difficoltà, col premere quivi in vario modo sulla quotazione dei cambi dei nemici.

È poi da tener conto della sensibilità propria alle quotazioni in genere nel caso di un mercato ristretto: offerte o richieste relativamente limitate divengono atte a ripercotersi intensamente sui corsi, il che non può non incoraggiare la attività della speculazione professionale, anche se l'interesse di essa non collima con l'interesse nazionale.

La Tabella VIII, nella quale abbiamo fissato i prezzi delle divise dei belligeranti alla fine degli ultimi quattro anni e alla vigilia della guerra europea, può servire in qualche modo a documentare l'azione degli elementi che abbiamo più sopra rapidamente accennato; al qual proposito, in presenza della complessità e ampiezza della azione medesima, v'ha forse da meravigliare che non si constati una più intensa ripercussione nei corsi dei cambi degli Alleati.

Data la eccezionale importanza acquistata dai rapporti economico-finanziari di questi ultimi con gli Stati Uniti a misura che il conflitto europeo andava prolungandosi, aggiungiamo la indicazione delle quotazioni estreme registrate dalle valute degli Alleati sul mercato di New York in ciascuno degli anni 1913 a 1916:

		Inghilterra	Francia	Italia	Russia	
1913	mass. ⁰	4,88	516 —	522	51 ⁴ / ₁₆	
	min. ⁰	4,84	521 —	532	51 ¹ / ₄	
1914. {	I sem. {	mass. ⁰	4,89	515 —	516	51 ³ / ₄
		min. ⁰	4,85	520 —	523	51 ¹ / ₄
	II sem. {	mass. ⁰	5,50—6,50(nom.)	325 (nom.)	490	51 ¹ / ₂
		min. ⁰	4,85	517 —	540	42 —
1915	mass. ⁰	4,85	517 —	532	44 ³ / ₄	
	min. ⁰	4,54	603 —	661	29 ³ / ₄	
1916	mass. ⁰	4,85	518 —	620	32 ³ / ₈	
	min. ⁰	4,64	598 —	695	29 ¹ / ₄	

Anche per l'interesse destato dall'asprezza raggiunta dal nostro cambio sulla Svizzera, non è inutile di porre a riscontro le medie annuali dei corsi delle divise degli Stati in guerra su tale mercato per il periodo 1913-16.

		1913	1914	1915	1916
Francia	corso	100.25	100.39	95.95	88.78
	guad. o perd.	+ 0.25 %	+ 0.39 %	- 4.05 %	- 11.22 %
Inghilterra	corso	25.31 ¹ / ₄	25.26 ¹ / ₂	25.38 ³ / ₄	24.90 ³ / ₄
	guad. o perd.	+ 0.36 %	+ 0.17 %	+ 0.66 %	- 1.24 %
Italia	corso	98.47	98.79	88.14	79.68
	perdita	- 1.53 %	- 1.21 %	- 11.86 %	- 20.32 %
Germania	corso	123.67	120.34	109.27	92.67
	guad. o perd.	+ 0.17 %	- 2.52 %	- 11.49 %	- 24.94 %
A.-Ungheria {	corso	104.79	100.11	80.39	62.72
	perdita	- 0.21 %	- 4.67 %	- 23.45 %	- 40.27 %

È facile riconoscere, mediante la comparazione delle medie dei due anni estremi, il peggioramento segnato dal 1916 sull'ultima annata di pace, che si stabilisce nelle percentuali seguenti (1):

(1) In mancanza delle medie per il Rublo, istituimo qui il confronto della perdita percentuale fra i corsi al 31 dicembre degli anni 1913 e 1916, dal quale si rileva il posto occupato dalla Russia :

- | | |
|-----------------------------------|---------------------------------|
| 1. Inghilterra — 4,95 % | 4. Germania — 31,65 % |
| 2. Francia — 13,35 % | 5. Russia — 42,80 % |
| 3. Italia — 25,80 % | 6. Austria-Ungheria — 49,15 % |

1. Inghilterra	— 1,60 %
2. Francia	— 11,45 %
3. Italia	— 19,05 %
4. Germania	— 25,12 %
5. Austria-Ungheria	— 40,15 %

Il deprezzamento, cui non si è sottratta la stessa Inghilterra, colloca l'Italia al terzo posto, dopo quest'ultima e la Francia, ragguagliando esso a poco meno di $\frac{1}{5}$. Dal punto di vista del solo movimento commerciale con la Svizzera la perdita della nostra Lira appare inspiegabile in quanto, nei trenta mesi a fine 1916 le esportazioni italiane nella Confederazione vicina presentano una eccedenza complessiva sulle importazioni che, calcolata, via via, ai valori effettivi riteniamo non risulti troppo inferiore ai 600 milioni di lire; ma qui bisogna tener conto dei vistosi pagamenti cui l'Italia, nello stesso periodo, ha dovuto far fronte sul mercato svizzero, specialmente in dipendenza del riassorbimento di titoli rimpatriati attraverso quest'ultimo, pagamenti che hanno, è a presumersi, largamente compensato i crediti puramente commerciali.

Se riandiamo brevemente i punti considerati nelle pagine precedenti per esaminare la posizione dell'Italia in riguardo dei belligeranti di essa meglio quotati, constatiamo che il nostro paese, pur seguendo, e a non breve distanza, la Francia per la perdita sul cambio, risulta secondo solo all'Inghilterra per la limitata espansione degli impieghi dei propri Istituti di emissione, e primo fra tutti per la non elevata proporzione dei prestiti da questi consentiti allo Stato; inoltre esso iscrivesi buon secondo, dopo la Francia, per la moderazione dello sviluppo totale della circolazione cartacea e della quota rappresentata nell'importo di questa dai biglietti a debito dello Stato; esso è pure secondo, dopo la Russia, per la modesta ragione d'aumento delle sue spese pubbliche, e tale risulta, dopo l'Inghilterra, per la bassa aliquota che in queste è rappresentata dal servizio del Debito, come è prima fra tutte per la limitata espansione relativa e assoluta subita dall'ammontare del Debito stesso.

Per importanza del rapporto di quest'ultimo alla ricchezza nazionale vedemmo già che l'Italia collocasi al quarto posto,

superata soltanto dalla Russia e dall'Austria-Ungheria(1) = come quarta risulta per copertura aurea effettiva disponibile della sua emissione cartacea globale; ma può ritenersi che venga terza dopo Inghilterra e Francia per entità progressiva del *deficit* della bilancia dei pagamenti con l'estero (cfr. § 7), nello stesso modo che appare terza per la perdita sul cambio.

A noi sembra che tutto ciò dia speciale risalto costituendone la controprova, al principio da tempo proclamato in Italia contro l'opinione straniera, che l'andamento del cambio pei paesi nei quali non esiste il baratto del biglietto in oro = e, con la guerra, esso fu praticamente abolito ovunque presso i belligeranti = non dipende unicamente nè principalmente, ma solo sussidiariamente, dalla eccedenza e, quindi, dalla qualità della circolazione cartacea: principio da Luigi Luzzatti, nel 1902, formulato col dire (2) che egli attribuiva a « la condizione della finanza pubblica e la eccedenza dei crediti sui debiti complessivi verso l'estero, una azione preponderante, senza trascurare, s'intende, la ridondanza della carta » nella determinazione del premio che il nostro biglietto, per la prima volta, faceva allora sull'oro.

Nè tale principio contrasta, ad esempio, con la perdita che il Marco ha subito in Svizzera, assai maggiore di quella della Lira italiana. Se il movimento commerciale tedesco-svizzero

(1) La importanza dell'indice rappresentato da questo rapporto è rafforzata dal fatto che come aumento percentuale conseguito nelle entrate governative l'Italia, come si è visto a suo tempo, si iscrive seconda subito dopo l'Inghilterra, mentre la pressione tributaria pei principali Paesi europei prima della guerra, risultava, secondo i calcoli dell'Amoroso, come segue:

1. Italia	183 ‰	3. Germania	137 ‰
2. Francia	171 ‰	4. Austria	129 ‰
		5. Inghilterra	110 ‰

ma può dirsi che, in questo caso, nel giudizio dell'osservatore prevalga il risultato conseguito per la situazione di bilancio dallo sforzo imposto alla capacità contributiva del Paese, sulla considerazione dell'entità relativa dello sforzo stesso.

(2) Nella sua lettera al presidente del *Crédit Lyonnais*, il Germain, in data 6 settembre, nella quale combatteva l'opinione di questi della causa unica della quantità eccessiva della carta circolante a corso forzoso.

non è da supporre che nei trenta mesi a fine 1916 si sia saldato con una cospicua eccedenza in favore della Germania, non è men vero che debba chiudersi a suo credito la bilancia dei pagamenti, il mercato germanico avendo potuto disporre di ragguardevoli somme su quello svizzero quali ricavo delle sue vendite quivi di valori stranieri; ma l'avvenuta triplicazione del Debito pubblico e le difficoltà croniche prebelliche del Bilancio dell'Impero, nonchè il cospicuo aumento della circolazione cartacea, di cui fu fatto cenno già prima, (1) debbono aver prevalso nell'apprezzamento fatto dal mercato neutrale.

Constatiamo con soddisfazione che nel crollo dato dalla guerra, col mutarne sostanzialmente i presupposti, a teoriche e sistemi, questo principio, fissato da economisti italiani, abbia, a quanto possiamo giudicare, resistito all'ardua prova.

9. = *L'intervento americano*. — Il precedente tentativo di cronaca sistematica del mercato monetario presso i belligeranti — non richiedendo esso alcuna conclusione — era già terminato, quando la Confederazione nord-americana, dopo un lungo e proficuo periodo di neutralità, si schierava, con nobile gesto dalla parte degli Alleati: poichè l'evento inizia una parziale ma rilevante trasformazione dello stato di cose finora esposto, giova aggiungere qui qualche cenno sulle conseguenze di esso.

Da un punto di vista più generale di quello dal quale sono state concepite queste nostre note si potrebbe incidentalmente osservare come nell'atto solenne del Governo di Washington la reazione contro la perdurante offesa ai supremi diritti umani non contrasti con la tutela dei nuovi interessi nazionali scaturiti dalla guerra europea.

Invero il vantaggio per il Nord-America della fedeltà al principio di una perfetta indifferenza di fronte ai due gruppi belligeranti era andato decrescendo parallelamente al rapido sviluppo dei rapporti economici con uno di essi. Giovava ormai agli Stati Uniti che al gruppo divenuto in sì forti proporzioni loro debitore arridesse il successo più rapidamente di

(1) L'aumento nel triennio, come vedemmo (§ 3) è stato del 317 %, contro 227 1/2 % per l'Italia; la copertura metallica totale è scesa, contemporaneamente, da 57, 07 a 21, 74 % per la Germania e da 63, 91 a 30, 08 % per l'Italia.

quanto avverrebbe se essi si fossero limitati a continuare a fornirgli derrate e prodotti per la guerra, il cui importo riesce all'acquirente così disagiata a compensare. In pari tempo premeva agli Stati Uniti che le industrie di guerra indigene, le quali con la pace dovranno indirizzare altrimenti la propria produttività, trovino campo più libero all'interno e più largo all'estero alle loro iniziative avvenire.

Il precorso stato di guerra legittimerà allora la chiusura, nei limiti del possibile, del mercato americano alla invadente produzione germanica a beneficio di quella nazionale; la quale potrà più efficacemente applicarsi a sostituire coi propri gli articoli tedeschi onde gli Alleati attuali erano inondati sino a poco fa, e lottare in più favorevoli condizioni contro la concorrenza germanica sugli altri mercati — anche a seguito del nuovo tonnellaggio di cui le momentanee esigenze della guerra comune costringono ora la marina mercantile americana ad arricchirsi.

Ma ristretto il nostro compito all'esame dei fattori agenti, in generale, sulla situazione del mercato monetario, dobbiamo limitarci a considerare l'azione che va ad esercitare, nell'ambito del quadro più sopra abbozzato, l'entrata della Confederazione nel novero dei belligeranti.

La deliberazione del Governo degli Stati Uniti di apprestare esso stesso agli Alleati i mezzi per regolare i loro acquisti nel Nord-America risolve un problema divenuto di più in più urgente con lo svilupparsi di questi ultimi. La ricerca e la utilizzazione degli svariati modi di pagamento sin qui sperimentati perdono, ormai, la loro ragion d'essere, e il complesso e costoso meccanismo che vedemmo posto in atto trovasi radicalmente semplificato e quasi a scomparire, in quanto la compensazione delle importazioni dall'America degli Alleati viene a compiersi mediante la concessione di crediti da Stato a Stato.

Molteplici sono i vantaggi per gli Alleati stessi del regime che in tal modo si inizia. Notiamo, anzitutto, la utilità generale, per essi, dal punto di vista delle condizioni alle quali possono essere concluse le nuove operazioni creditizie: l'interesse da corrispondere al Governo americano è annunziato in 3% all'anno, mentre il saggio medio cui ragguaglia l'inte-

resse concordato pei prestiti stipulati nel 1916 agli Stati Uniti da Inghilterra, Francia e Russia (Ls. 130,1 milioni, Fr. 1591,2 milioni e Rb. 167 milioni rispettivamente) è del 5,15 % per la prima, del 5,75 % per la seconda e del 6 % per quest'ultima, sull'importo nominale. Pure del 6 % è l'interesse sull'unico prestito italiano di Doll. 25 milioni.

In secondo luogo si può osservare che il sistema dei regolamenti diretti fra gli Stati Uniti e gli Alleati del continente europeo riduce la importanza delle compensazioni da ottenere sul mercato americano pel tramite dell'Inghilterra, donde per questi ultimi, una economia d'interessi sull'ammontare della riduzione, e una diminuzione, per il Governo inglese, della somma di disponibilità che esso deve procurarsi agli Stati Uniti, e quindi nella ragione d'aumento dei suoi debiti in America (1).

Per quel che riguarda l'Inghilterra si può aggiungere che la cooperazione finanziaria del Governo americano ha per conseguenza indiretta di rendere meno onerosa una parte dei nuovi debiti da contrarre all'interno. Vedemmo già come nelle condizioni create dalla guerra al mercato dello sconto, i saggi a Londra avessero finito con l'essere governati dall'interesse via via fissato pei Buoni del Tesoro inglesi, la cui crescente altezza giustificavasi con l'azione limitatrice che un elevato saggio di sconto ha, in tempi normali, sulle uscite di oro per l'estero, e potevasi anche ricollegare con la necessità nel Governo di venire incontro alle progressive esigenze del capitale onde potersi assicurare le straordinarie entrate delle quali abbisogna. Assunta dal Tesoro americano la funzione di fornir mezzi di pagamento agli Alleati, la eventualità di ingenti ritiri di oro da parte della piazza di New York si è allontanata e la opportunità di mantenere artificialmente alto sul mercato londinese il prezzo del denaro, e quindi l'interesse sui Buoni del Tesoro inglesi, viene a mancare. Scompare, insieme, per

(1) Il Cancelliere dello Scacchiere nelle sua esposizione finanziaria del 2 maggio scorso, prevedeva che per l'esercizio 1917-18 i prestiti del Governo inglese alle Colonie autonome e agli Alleati possano essere contenuti nella somma di Ls. 400 milioni, contro un totale di Ls. 550 milioni cui essi ammontarono nel 1916-17.

la modicità del tasso da pagare, d'ora innanzi, all'America, il danno della tendenza, spesso avvertita, dell'interesse dei debiti creati dallo Stato all'interno a livellarsi con quello al quale i prestiti governativi sono collocati all'estero.

A questo riguardo rammentiamo che la Banca d'Inghilterra, successivamente alla enunciazione del programma finanziario di guerra degli Stati Uniti, ridusse il proprio minimo ufficiale di sconto (18 aprile) da 5,50 a 5 % e che, ripresa la emissione dei Buoni del Tesoro — già sospesa in occasione della sottoscrizione dell'ultimo grande prestito — il Governo inglese riuscì a collocarli, fin dall'aprile, con l'antico sistema dell'aggiudicazione al miglior offerente, a 4,75 % per le scadenze a tre mesi, a 4,85 % per quelle a sei mesi e al 5 % per quelle a un anno, mentre nelle ultime vendite a sportello aperto (dicembre 1916) l'interesse, preventivamente fissato dal Tesoro, era di 5,50 % per tutte le scadenze (1).

Più tangibile è stata, fin dal principio, l'influenza esercitata dalla nuova fase dei rapporti economico-finanziari fra gli Stati Uniti e gli Alleati sul cambio. Invero la prospettiva che l'intero fabbisogno di valuta americana dei governi di questi ultimi, e la parte di quello dei rispettivi mercati che eccede il disponibile locale di tale divisa, trovino via via la loro contropartita nelle anticipazioni del Tesoro americano non implica soltanto la futura scomparsa delle domande di dollari in generale, ma anche quella delle richieste, da parte dei mercati alleati del Continente, di cambio su Londra dirette a trasformar quivi le sterline in mezzi di pagamento agli Stati Uniti: si ha perciò che la reazione favorevole delle quotazioni con la quale tale prospettiva è stata salutata non si è limitata al cambio su New York, ma si è estesa, all'estero, al cambio su Londra; fra noi, a questo e a quello su Parigi e su Svizzera.

(1) Naturalmente occorre qui tener conto del fatto che le ingenti somme raccolte, dalle varie fonti, con le sottoscrizioni al Prestito di guerra, furono in parte notevole riversate sul mercato dei capitali disponibili mediante il rimborso di ragguardevoli partite di Buoni del Tesoro ordinari che venivano a scadenza, donde una maggior facilità monetaria del mercato londinese; ma è evidente che la discesa dei saggi non sarebbe stata, dai regolatori del mercato, assecondata, senza l'intervento nella guerra dell'America e il nuovo stato di cose da esso determinato.

diffondendosi poi, sui mercati neutrali, ai corsi delle valute di tutti quanti gli attuali alleati.

Ecco il confronto dei prezzi a tutto il quinto mese del corrente anno, dal quale si trae nuova conferma della prevalente azione esercitata, nello stato di cose seguito allo scoppio della guerra, dall'andamento della bilancia dei pagamenti con l'estero sul cambio (1):

	1916	1917		
	fine dicembre	fine marzo	fine aprile	fine maggio
Sterlina a				
New York	4.764	4.7555	4.756	4.755
Amsterdam	11.68	11.78	11.58	11.52
Basilea	24.10	24.—	24.55	24.08
Parigi	27.79	27.79	27.155	27.155
Roma	31.265	38.895	32.23	33.57
Franco a				
New York	584.50	584.25	572.50	572.25
Amsterdam	42.10	42.40	42.825	42.25
Basilea	86.75	86.45	90.50	88.50
Roma	112.755	132.655	122.235	123.43
Lira it. a				
New York	660 —	770 —	700 —	705 —
Basilea	73.90	64.75	75.—	71.85
Parigi	85.—	76.50	81.—	81.—
Rublo a				
New York	29.60	28.40	29.10	27.—
Basilea	151.50	142.50	145.50	138.50
Londra	155.50	167.50	167.—	180.—
Parigi	173.50	166.—	162.50	154.—

Dalle cifre suesposte si rileva come il rapido miglioramento seguito, in aprile, all'annuncio del programma finanziario americano, non abbia fatto sensibili progressi in maggio: egli è che, sul principio, nella imminenza di un radicale mutamento di regime, i possessori di divise dettero impulso ai loro realizzi nella previsione di un rapido regresso dei corsi, la cui eventualità, per contro, incoraggiava gli acquirenti a procrastinare le loro compere; successivamente, l'applicazione integrale del vasto piano non potendo compiersi con rapidità pari alla impazienza della attesa, la permanente sproporzione fra

(1) Non occorre insistere sulle cause che hanno determinato, all'infuori dell'elemento in discorso, l'andamento del cambio russo.

la domanda e l'offerta ebbe a rivelare nuovamente, sia pure in forma attenuata, la propria azione.

Non bisogna dimenticare che all'atto della adozione del piano di cui si tratta, sussisteva verisimilmente, per le ultime importazioni degli Alleati, un saldo a credito del mercato americano non ancora definitivamente regolato: minore forse per la Francia, che non più tardi del mese di marzo aveva collocato agli Stati Uniti un ultimo prestito di Doll. 100 milioni (al $5\frac{1}{2}\%$, garantito, come i precedenti, dal deposito di titoli americani e di paesi neutrali), esso doveva rappresentare una cifra più ingente per l'Inghilterra, per cui l'ultima emissione in America rimontava al gennaio (Ls. 50 milioni al $5\frac{1}{2}\%$ garantita come sopra), tanto vero che stavasi trattando a New York un nuovo prestito inglese del genere. Le prime anticipazioni assegnate dal Tesoro americano ai rappresentanti degli Alleati (Doll. 500 milioni all'Inghilterra e Doll. 100 milioni per ciascuna a Francia, Italia e Russia) quindi, debbono essere state, anzitutto, devolute finora al pareggio di tali debiti fluttuanti governativi verso il Nord-America, rimanendo scarso margine alla cessione delle disponibilità così ottenute ai rispettivi mercati; ai quali la monopolizzazione, da parte dello Stato, del collocamento di prestiti agli Stati Uniti precludeva la via alle stipulazioni dirette a concordare quivi aperture di credito private.

Emerge da ciò che il pieno effetto sul corso dei cambi del regime instaurato potrà verificarsi soltanto in progresso di tempo, quando, cioè, saranno concretate tutte le modalità atte a conciliare, presso gli Alleati, l'interesse dello Stato con quello del mercato; giacchè le disponibilità che i vari Governi possono, d'ora in anzi, procurarsi in America occorre, noi crediamo, sieno via via commisurate, oltre che alle loro, anche alle *reali* esigenze dei rispettivi mercati — non impossibili a determinare attraverso i controlli cui è stato assoggettato il commercio con l'estero — se non si vuole che la speculazione trovi modo di trar profitto, per le sue esercitazioni, anche dalla nuova situazione prodottasi con l'intervento americano.

(Dal *Giornale degli Economisti* di aprile e giugno 1917).

BIBLIOTECA
"GIOVANNI CUOMO"
SALERNO

LA CIRCOLAZIONE

E IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA E LA GUERRA ⁽¹⁾

(Luglio 1914 - Maggio 1917)

1. — Riteniamo non inutile uno sguardo d'insieme al processo di adattamento alle esigenze della guerra subito fra noi dal regime della circolazione in sè e in relazione alle necessità finanziarie dello Stato, poi che il carattere frammentario dei provvedimenti legislativi adottati al riguardo dall'inizio della crisi internazionale non consente una troppo rapida valutazione dei concetti generali cui essi s'informarono, principalmente quello di piegare l'ordinamento preesistente agli eccezionali bisogni manifestatisi, pur non alterandone le linee fondamentali.

Senza riandare la situazione determinatasi fra noi allo scoppiare del conflitto europeo, occorre notare subito che il passaggio dell'Italia dalla qualità di neutrale a quella di belligerante, come non ha prodotto effettivi mutamenti nelle condizioni dell'economia e del credito del Paese, così non ha richiesto modificazioni del regime dell'emissione: lo stato di cose eccezionale iniziatosi al momento in cui fu proclamata la neutralità ha continuato senza scosse dopo la dichiarazione di

(1) *Il presente studio, nella sua forma originale (Giornale degli Economisti del settembre 1915), si arrestava all'agosto 1915: nel riprodurlo qui avemmo cura di completare la parte relativa al periodo posteriore alla neutralità del nostro Paese (§§ 9 e segg.) con l'estenderla a tutto il maggio 1917, cioè all'intero primo biennio della nostra guerra.*

guerra, per modo che i nuovi provvedimenti adottati in materia dopo la partecipazione dell'Italia alle ostilità, non furono se non la continuazione e lo sviluppo logico di quelli approvati in principio (1).

2. — Rammentiamo, anzitutto, come alcuni dei primi atti legislativi emanati fra noi stabilissero un aumento del *limite normale* della circolazione dei tre Istituti di emissione (2), vale a dire autorizzassero, successivamente, questi a portare, occorrendo, al doppio del limite massimo, fissato già dalla legge, l'importo dei biglietti garantiti dal 40 % di riserva metallica prima d'incorrere nella tassa straordinaria restrittiva che colpisce le eccedenze di circolazione non coperte per intero da metallo (3).

Non v'ha bisogno di insistere sulla ragione d'essere di tale disposizione: le limitazioni imposte dalla moratoria sui depositi riducevano, è vero, i ritiri dei correntisti dagli istituti di risparmio e di credito ordinario e cooperativo, ma era evidente che le Banche di emissione stessero per divenire oggetto di straordinarie richieste di sconto e di anticipazioni da parte di tali istituti, costretti a mobilitare i loro portafogli-effetti e

(1) Ci piace di constatare come tale nostro giudizio dell'agosto 1915 non differisse da quello contenuto nel seguente brano della *Esposizione finanziaria fatta dal Ministro del Tesoro l'8 dicembre dello stesso anno* (Alleg. 29, pag. LXI): « Il passaggio dell'Italia da neutrale a belligerante non produsse mutamenti sensibili nelle condizioni della economia e del credito del Paese. I provvedimenti presi per la partecipazione dell'Italia alle ostilità, non furono se non la continuazione e lo sviluppo logico di quelli approvati in principio ».

(2) RR. Decreti 4 agosto 1914 n. 791 e 13 agosto 1914 n. 825; e, in seguito, R. Decreto 23 novembre 1914 n. 1284.

(3) È noto che, per legge, quando la circolazione per conto del commercio — vale a dire quella in dipendenza delle ordinarie operazioni di sconto e di anticipazioni su titoli — la quale abbia a fronte una garanzia metallica del 40 % supera, per l'uno o l'altro dei tre Istituti, il limite normale, le eccedenze sono gravate da una tassa progressiva, fissata in funzione del saggio ufficiale di sconto in vigore e commisurata a successivi contingenti per ognuno, questi e quelli stabiliti dalla legge 31 dicembre 1913 n. 1393, in deroga al Testo Unico di legge sugli Istituti di emissione del 28 aprile 1910.

i portafogli-titoli, per fronteggiare i ritiri stessi; richieste che si sarebbero aggiunte alle nuove domande dirette di sconti e di sovvenzioni contro pegno di valori. Esse, cioè, si trovavano a doversi valere — nella quasi impossibilità di importare oro dall'estero — del metallo posseduto a fronte della circolazione coperta per intero da riserva per trasformar questa parzialmente in circolazione con garanzia del 40% incorrendo così rapidamente nella tassa straordinaria restrittiva imposta alle eccedenze oltre il limite legale dal legislatore. Il quale nella costruzione del sistema vigente può dirsi che fosse guidato dalla visione di uno svolgimento normale del mercato e dal desiderio di frenare espansioni indebite e dannose, lasciando le eventualità di una improvvisa crisi generale, quale quella cui dava luogo il conflitto europeo, richiedente, per la stessa natura sua, provvidenze straordinarie(1). Invero, lasciando ferme le disposizioni in vigore, gli Istituti di emissione avrebbero dovuto o limitare eccessivamente — cosa inammissibile — l'assistenza che il mercato attendeva da essi, ovvero concedere questa a titolo presso che gratuito in un momento in cui si accresceva grandemente l'alea delle loro operazioni (2).

Giova osservare che l'aumento ora accennato del limite normale della circolazione fu sottoposto a misure limitatrici

(1) Dal 20 luglio, alla vigilia, cioè, del conflitto europeo, al 30 settembre 1914 i tre Istituti di emissione aumentarono i loro impieghi ordinari (sconti e anticipazioni) da 758,9 milioni a 1353,8 milioni di lire, vale a dire di ben 78 per cento.

(2) Al 20 luglio 1914 i tre istituti avevano in circolazione, in complesso, L. 1180 milioni di biglietti coperti per intero da riserva e L. 1003 milioni col 40%: supponendo che essi avessero utilizzato il metallo posseduto per basarvi un'unica circolazione al 40% — esaurendo così momentaneamente il loro potere di emissione — si sarebbe avuto un aumento da 2183 a 3953 milioni di lire nel totale dei biglietti emessi con una circolazione scoperta, cioè utilizzabile per le operazioni, di 2371,8 milioni; orbene su L. 1827 milioni di loro biglietti gli Istituti avrebbero dovuto pagare una tassa equivalente, in media, al 5,71%, giungendo così all'assurda situazione che l'utile lordo sulle operazioni corrispondenti — dato il saggio ufficiale di sconto vigente in 6% — si sarebbe ridotto a 0,29%, tale, forse, da coprire appena le spese di stampa e di emissione dei biglietti.

in quanto si imponeva un contributo speciale dell'1% all'anno sui primi due terzi di esso e del 2% sull'ultimo terzo, applicabile nei modi stessi della tassa ordinaria di circolazione (0,10%), cioè sulla differenza tra l'ammontare totale dei biglietti e quello del metallo (circolazione produttiva) (1).

Un altro provvedimento si rendeva, dopo la modificazione ora detta, necessario: come sempre avviene in momento di panico, il pubblico tendeva a ritirare i propri depositi dagli istituti ordinari di credito e da quelli di risparmio per portarli alle Banche di emissione, mentre l'Atto bancario del 1910 stabiliva che quando la consistenza dei conti correnti fruttiferi di queste ultime superi un dato limite (305 milioni per tre Istituti presi insieme), si debba far luogo a una riduzione della circolazione dei biglietti. Opportunamente quindi fu decre-

(1) Indichiamo nella seguente tabella, in milioni di lire, i vari contingenti della circolazione per conto del commercio per ciascuno dei tre Istituti, e la relativa tassazione, prima e dopo i provvedimenti legislativi citati.

CIRCOLAZIONE:	Fino al 3 agosto 1914			Attualmente		
	B. d'Italia	B. di Napoli	B. di Sic.	B. d'Italia	B. di Napoli	B. di Sic.
<i>nel limite legale</i>						
con tassa ordinaria di 0,10% ad anno	fino a 660	fino a 200	fino a 48	fino a 600	fino a 200	fino a 48
con contributo speciale di 1% ad anno.				da 600 » 1100	da 200 a 333,3	da 48 » 80
» » 2% » »				» 1100 » 1320	» 333,3 a 400	» 80 » 96
<i>tassata</i>						
<i>1/4 del saggio uffic. di sconto.</i>	da 660 a 730	da 200 a 221	da 48 a 54	» 1320 » 1390	» 400 a 421	» 96 » 102
con <i>1/2 del saggio uffic. di sconto.</i>	» 730 » 800	» 221 » 242	» 54 » 60	» 1390 » 1460	» 421 » 442	» 102 » 108
con <i>3/4 del saggio uffic. di sconto.</i>	» 800 » 870	» 242 » 263	» 60 » 66	» 1460 » 1530	» 442 » 463	» 108 » 114
con <i>1/1 del saggio uffic. di sconto.</i>	oltre 870	oltre 263	oltre 66	oltre 1530	oltre 463	oltre 114

tata (1) l'abolizione di siffatta restrizione contrastante con l'aumento del limite normale; disponendosi, inoltre, che l'interesse da corrispondere sui conti correnti stessi fosse fissato di volta in volta dal Ministro del Tesoro, sentiti i tre Istituti. Si dava così anche modo ai depositanti attuali di questi di fruire di un interesse meno sproporzionato al saggio già corrisposto loro dagli antichi depositari, le Banche di emissione essendo sino ad allora obbligate per legge, a concedere, normalmente, un tasso non superiore al terzo della ragione dello sconto ufficiale vigente, nè, in ogni caso, superiore ai tre quarti dell'interesse applicato ai depositi delle Casse di risparmio postali. Per tal modo, nella decade al 20 agosto 1914, l'interesse corrisposto sui depositi presso gli Istituti di emissione fu elevato da 0,50 a 2,00 % ad anno, per poi essere ribassato a 1,50 % il 20 settembre successivo, come segna tuttora. L'abolizione delle restrizioni di legge sul regime di tali depositi, d'altro lato, agevolando l'aumento delle disponibilità dei tre Istituti, consentiva loro di largire al mercato gli occorrenti aiuti, senza dover commisurare interamente a questi l'espansione della circolazione.

3. — Ma tali aiuti, nelle circostanze determinate fra noi, al pari che negli altri Paesi anche neutrali, dalla inattesa crisi che veniva a sconvolgere l'Europa, potevano assumere proporzioni ben superiori alle previsioni. Sappiamo, da recenti statistiche, che alla vigilia della guerra europea (30 giugno 1914) i conti correnti e i depositi a risparmio in Italia sommarono bensì a L. 2255,8 milioni per le banche di credito ordinario e cooperativo, ma raggiungevano a non meno di L. 3014,5 milioni per le Casse di risparmio ordinarie e pei Monti di pietà, le cui attività sono per gran parte costituite da titoli di Stato o da esso garantiti, e da obbligazioni di credito fondiario, quelli appunto sui quali gli Istituti di emissione sono autorizzati a concedere anticipazioni contro pegno (2).

(1) R. Decreto 23 novembre 1914 n. 1284 (art. 2).

(2) Al 31 dicembre 1913 (data dell'ultima cifra disponibile), le sole Casse di Risparmio ordinarie del Regno, su una complessiva somma di oltre L. 3 miliardi di impieghi, registravano un portafoglio-effetti di Lire 562,0 milioni e titoli delle specie ora dette per L. 1243,7 milioni.

S'intende agevolmente da ciò che a questi ultimi non soltanto sarebbero affluite le richieste di risconti e di anticipazioni della prima categoria di banche, ma benanche le domande della seconda classe di Istituti, i quali, con la mobilitazione dei titoli di loro proprietà, dovevano principalmente procurarsi i mezzi per fronteggiare i ritiri dei rispettivi depositanti: si aveva, quindi, la prospettiva di un forse eccezionale ingrossamento della circolazione dei biglietti per operazioni che non debbono logicamente assurgere a una proporzione indebitamente elevata negli impieghi degli Istituti di emissione in generale.

Ben a proposito, perciò, fu istituita una speciale circolazione bancaria consistente nella somministrazione, da parte dei tre Istituti, di biglietti al Tesoro, che questo devolveva ad anticipazioni da concedersi, pel tramite degli Istituti di emissione medesimi, alle Casse di Risparmio ordinarie e ai Monti di Pietà sui titoli su ricordati: circolazione per conto dello Stato la quale trovava la sua garanzia nei valori dati in pegno al Governo sovventore e custoditi dai tre Istituti, e non aveva quindi d'uopo di essere assistita dalla consueta riserva metallica nè, per il suo carattere eccezionale, sottostava a tassa (1). La creazione di siffatta specie di biglietti di banca non soltanto sollevava gli Istituti di emissione da un onere in parte esorbitante dalla loro funzione ordinaria; ma, rassicurando i depositanti delle Casse di Risparmio ordinarie e dei Monti di Pietà sulla possibilità di ottenere eventuali rimborsi, serviva di freno ai ritiri stessi. A questo proposito noteremo che, autorizzata, pei tre Istituti presi insieme, in L. 300 milioni, tale somministrazione di biglietti bancari al Tesoro non superò mai, nel periodo della neutralità italiana, le L. 115,8 milioni, sebbene con successivi decreti essa fosse adibita ad

(1) R. Decreto 18 agosto 1914 n. 827. Le anticipazioni, concesse, come si è detto, per conto dello Stato nell'interesse pubblico, sono fruttifere a favore dello Stato stesso, che ne devolve il beneficio all'acquisto di valute metalliche destinate ad aumentare la garanzia della circolazione dei suoi biglietti. Agli Istituti di emissione compete unicamente sui biglietti così somministrati, una volta tanto, un corresponsivo di L. 0, 15 per ogni cento lire a copertura delle spese di fabbricazione e di emissione.

anticipazioni su altre attività che non i soli titoli di Stato o da esso garantiti e quelli di credito fondiario.

Infatti, fin dal novembre 1914 (1), fu disposto che sui 300 milioni di lire di cui si tratta, 50 milioni fossero destinati ad anticipazioni che lo Stato si riserbava di consentire a concessionari di ferrovie pubbliche, per linee già date in concessione, contro deposito e vincolo di certificati d'avanzamento dei lavori (2).

4. — Con l'aumento delle esigenze del mercato coincideva, d'altra parte, l'intensificarsi del fabbisogno proprio del Governo il quale, nell'adottare i mezzi in suo potere per accrescere prontamente le proprie disponibilità, provvide in breve ad estendere l'importo massimo dei prestiti che, ai sensi di legge, gli Istituti sono tenuti, ove occorra, a fare allo Stato all'interesse dell'1.50% all'anno. Non v'ha bisogno di rammentare come a fronte dei biglietti emessi in dipendenza di queste anticipazioni (circolazione per conto dello Stato propriamente detta) gli Istituti debbano mantenere una riserva di $\frac{1}{3}$, donde la necessità per essi di devolvere a garanzia di tale circolazione una parte del metallo corrispondente ai biglietti a piena copertura e di aumentare, quindi, in proporzione la circolazione per conto del commercio col 40% di riserva.

Fu così che l'importo autorizzato (3) in complessivi 155 milioni di lire pei tre Istituti, fu portato a 310 milioni (4).

(1) R. Decreto 23 novembre 1914 n. 1287.

(2) Accenniamo qui ad un altro emendamento apportato alla legge fondamentale sugli Istituti di emissione la quale, come è noto, (T. Unico 1910, art. 28) ammette che gli sconti alle banche ed istituti organizzati per servire da intermediari fra il piccolo commercio e gli Istituti di emissione medesimi siano da questi ultimi consentiti ad un saggio inferiore dell'1% a quello ufficiale, trattamento autorizzato anche per lo sconto di *warrants*, ecc. Poichè, tale sconto di favore non poteva eccedere un determinato limite fissato, per ciascuno dei tre Istituti, dalla legge, e, d'altra parte, nell'impulso generale che le operazioni di questi erano destinate a subire, anche siffatta specie di sconti non poteva non espandersi, si provvide a estendere tali limiti, che col R. Decreto 23 novembre 1914 n. 1284 furono aumentati della metà.

(3) Dalla legge 29 dicembre 1912 n. 1346, che modifica il Testo Unico.

(4) R. Decreto 19 settembre 1914 n. 1007.

5. — Bisogni non meno urgenti sorgevano, nella anormale situazione delineatasi, insieme con quelli del Tesoro, in altri organismi di Stato. Si sa che la Cassa dei depositi e prestiti impiega, per disposizione di legge, i fondi disponibili (suoi e delle aziende da essa amministrate) eccedenti i bisogni del servizio, in prestiti per opere di pubblica utilità a Provincie, Comuni, Consorzi; in conto corrente fruttifero col Tesoro, e, per almeno la metà, in titoli di Stato o da questo garantiti: ora, al 31 dicembre 1913, la Cassa suddetta, a fronte di un disponibile per depositi del risparmio postale in L. 2091,5 milioni e per depositi volontari in L. 9,7 milioni, possedeva titoli della specie ora detta per L. 1395,0 milioni, cioè per 344,4 milioni in più della metà. Gli investimenti in titoli, per conseguenza, sin dalla fine dell'anno precedente, risultavano, rispetto alle condizioni create dalla guerra europea, assai abbondanti (1).

Invero non era prevedibile certo che al momento in cui la moratoria mirava a infrenare gl'inevitabili ritiri dei depositanti in genere, un aumento dei depositi postali potesse compensare l'eccedenza prodottasi negli investimenti in titoli della Cassa dei depositi e prestiti e, in pari tempo, permettere a questa di dare impulso agli altri suoi modi in impiego (2); nè

(1) Tali cifre appaiono nella motivazione del provvedimento legislativo che andiamo a citare, come quelle disponibili al momento in cui esso fu emanato: da dati pubblicati posteriormente si rileva che alla successiva data del 30 giugno 1914 i depositi del risparmio postale, amministrati dalla Cassa Depositi e Prestiti, erano cresciuti a L. 2131,1 milioni, quelli volontari raggiungevano appena i 9 milioni e i titoli dalla Cassa posseduti toccavano i 1446 milioni, con una ancor maggiore eccedenza (370 milioni) sulla metà di tali depositi.

(2) Le Casse di risparmio postali, come non poche di quelle ordinarie, anzichè adottare la moratoria decretata sui depositi, si limitarono ad applicare le disposizioni del proprio regolamento destinate a disciplinare i ritiri. Da un recente comunicato ministeriale si rileva che negli undici mesi al 15 luglio 1915 si ebbe una eccedenza dei rimborsi sui versamenti, presso le Casse postali di L. 327 milioni. Successivamente a tale data gli uni e gli altri si sono equiparati, e, al principio di agosto, si è avuto giornalmente una eccedenza di depositi che ha raggiunto un massimo di 2 milioni al giorno.

era possibile che quest'ultimo intento fosse raggiunto mediante l'alienazione di una parte dei titoli stessi quando la vita del mercato finanziario, al pari che negli altri paesi, trovavasi fra noi necessariamente sospesa. Si manifestava, vale a dire, opportuna, anche nei riguardi della Cassa dei depositi e prestiti, una smobilizzazione del portafoglio-titoli che desse modo all'Istituto di superare le difficoltà che si opponevano alla esplicazione delle proprie funzioni.

Di qui la ragione del R. Decreto 22 settembre 1914 (n. 1028) destinato appunto a permettere alla Cassa, da un lato, di sviluppare la concessione di mutui per opere pubbliche — consentendo così anche di meglio fronteggiare l'offerta di mano d'opera accresciuta dal rimpatrio di lavoratori già emigrati all'estero — e, dall'altro, di rispondere prontamente ai bisogni della sua gestione ordinaria.

Tale decreto stabiliva: *a)* una somministrazione di biglietti, fino a concorrenza di L. 100 milioni, da parte della Banca d'Italia al Tesoro, il quale li avrebbe passati, a misura del bisogno, alla Cassa Depositi e Prestiti contro interesse di uno per cento ad anno, affinché essa potesse consentire, in più delle normali concessioni, mutui a Provincie e Comuni al saggio di favore del 2%, destinati a una più rapida esecuzione di lavori implicanti prevalenza dell'impiego della mano d'opera, deliberati entro il 1914; *b)* una somministrazione di biglietti, sino a concorrenza di L. 200 milioni complessive, da farsi, *pro rata*, dai tre Istituti di emissione e destinata all'apertura di un conto corrente fra il Tesoro e la Cassa Depositi e Prestiti, al quale questa potesse attingere pei suoi bisogni di ordinaria amministrazione, corrispondendo allo Stato un interesse del 3% all'anno. L'importo globale di tali somministrazione in L. 300 milioni trovava la sua garanzia nel vincolo apposto, a favore dei tre Istituti sovventori, sul capitale di L. 400 milioni nominali in Rendita italiana 3 $\frac{1}{2}$ % intestato alla Cassa predetta, e quindi la circolazione bancaria corrispondente era esonerata dall'avere a fronte una riserva metallica (1).

(1) Al pari che la somministrazione di cui al § 3, la circolazione corrispondente a quella in questione è esente da tassa e lo Stato si limita a corrispondere agli Istituti di emissione il contributo unico di L. 0,15

Con successiva disposizione (1) l'importo dei biglietti da somministrarsi dai tre Istituti al Tesoro per il conto corrente a favore della Cassa dei depositi e prestiti veniva aumentato da L. 200 milioni a L. 400 milioni riducendosi l'interesse corrisposto dalla Cassa stessa allo Stato a 2^o‰ all'anno, e vincolando a favore degli Istituti sovventori i 100 milioni di lire ancora disponibili sul menzionato capitale nominale di L. 400 milioni di Consolidato 3¹/₂‰ e, pei rimanenti 100 milioni, altrettanta parte del capitale di L. 212,7 milioni nominali di Rendita 3¹/₂‰ (1902) pure spettante alla Cassa suddetta.

6. — Le modificazioni derivate dai suaccennati provvedimenti in materia di circolazione bancaria nella situazione dei tre Istituti di emissione durante il periodo alla nostra neutralità, possono desumersi dal confronto delle cifre riunite dei loro bilanci al 20 luglio 1914 e al 20 maggio 1915 contenute nella *Tabella I*. È interessante di constatare — per quanto riguarda il secondo semestre 1914, — che a fine settembre, quando più necessaria e maggiore risultò l'azione degli Istituti stessi in pro del mercato e — nonostante l'incremento avuto dalle loro disponibilità — più elevata la massa dei biglietti circolanti per conto del commercio, poi che fino ad allora il limite legale della circolazione medesima era stato aumentato di due terzi e non ancora del doppio, si aveva una circolazione tassata di L. 250,3 milioni, vale dire, che gli Istituti, su L. 150,2 milioni circa di biglietti effettivamente impiegati in operazioni a saggi non superiori a 6^o‰ pagavano una tassa ragguagliante, in media, a 3,65‰; il che varrebbe a giustificare, se ve ne fosse bisogno, l'aumento decretato successivamente a tale data (2) del limite normale per l'ultimo terzo, di cui già fu detto (3).

per ogni cento lire di biglietti somministrati, a titolo di rimborso delle spese di stampa e di emissione dei medesimi.

(1) R. Decreto 23 novembre 1914 n. 1286.

(2) R. decreto 23 novembre 1914 n. 1284, citato al § 2.

(3) È da notare che alla suddetta data del 30 settembre 1914, deduzione fatta del metallo corrispondente, nella proporzione di ⁴/₃, alla circolazione per anticipazioni statutarie al Tesoro e di quello a fronte dei debiti a vista (che la legge richiede nella misura del 40‰ come pei biglietti) la circolazione produttiva per conto del commercio non superava

Al 20 maggio 1915 = data dell'ultimo bilancio dei tre Istituti per il periodo della neutralità — gli impieghi ordinari, (che avevano raggiunto un primo massimo il 30 settembre 1914 per poi ridiscendere in fin d'anno a cifra più normale) segnano L. 1600,7 milioni, cioè più del doppio che prima dello scoppiare della guerra europea ($+111\%$ circa) e pure doppia risulta la circolazione tassata (da 94,1 a 189,8 milioni o $101,6\%$ in più) nonostante l'avvenuto raddoppiamento del limite normale. Ma è da considerare che nel periodo in esame la circolazione per conto del commercio saliva da 2182,7 a 2634,0 milioni mentre la riserva totale degli Istituti si limitava ad aumentare da 1654,6 a 1691,1 milioni quando, appunto, il metallo nei debiti a vista, dato l'incremento di questi, erasi dovuto portare da 73,8 a 158,4 milioni e 103,3 milioni di riserva erano stati accantonati in dipendenza di un triplo importo di biglietti emessi per anticipazioni statutarie al Tesoro: deriva da ciò che la riserva a fronte della circolazione pel commercio era effettivamente declinata da 1581,0 a 1429,4 milioni, donde la necessità d'una diversa imputazione di essa. Infatti troviamo che la circolazione coperta per intero discende da 1179,8 a 626,2 milioni e quella col 40% di metallo progredisce da 1002,9 a 2007,8 milioni, con che il rapporto della riserva nei biglietti al totale della circolazione pel commercio declina da $72,44$ a $54,26\%$.

È facile poi constatare come all'aumento di L. 855,0 milioni negli impieghi ordinari degli Istituti (portafoglio, anticipazioni e titoli di proprietà) abbia fatto riscontro una espansione della circolazione ad essi corrispondente di soli 451,3 milioni per l'aumento di complessivi 628,3 milioni contemporaneamente avuto dai depositi in conto corrente e dai debiti a vista: l'aumento globale subito dalla circolazione dei tre Istituti in 1317,1 milioni è, quindi, principalmente dovuto ai biglietti da questi emessi per conto dello Stato. Alla data del 20 maggio

le L. 1051,4 milioni allora quando le sole operazioni di sconto e di anticipazioni ordinarie su titoli sommavano a L. 1353,8 milioni: ciò è quanto dire che senza l'aumento avuto dai depositi in conto corrente e dai debiti a vista, ben altro contingente tassato i tre Istituti avrebbero avuto a registrare che non quello citato.

troviamo registrati, infatti, oltre ai 310,0 milioni di anticipazioni statutarie, L. 115,8 milioni in conto della somministrazione di biglietti indicata a § 3 e L. 440,0 milioni in conto di quella stabilita in favore della Cassa dei depositi e prestiti (§ 5): in totale 865,8 milioni.

7. — Di quest'ultima somma, i suddetti 310,0 milioni rappresentano un vero e proprio debito del Governo, contratto per fronteggiare esigenze proprie, mentre i 555,8 milioni delle due somministrazioni di biglietti bancari, che pur figurano a conto di esso, se costituiscono un suo impegno, trovano però la loro contropartita nei titoli già citati, che ne formano *ad abundantiam*, la copertura.

In attesa di ricorrere ad un aumento del Debito propriamente detto con un prestito per sottoscrizione pubblica, un modo rapido e facile di accrescere le proprie disponibilità, in più dei prestiti dalle banche di emissione, si presentava al Tesoro nell'allargamento del debito infruttifero costituito dai biglietti di Stato: alla creazione di una circolazione bancaria per conto dello Stato venne così ad accompagnarsi la espansione di quella governativa.

Già fin dal principio del secondo semestre 1914 era stato disposto (1) l'aumento del limite legale di quest'ultima da 500 a 525 milioni di lire e l'emissione di L. 25 milioni di biglietti, salvo a prelevare dal fondo di dotazione pel servizio di Tesoreria gestito dalla Banca d'Italia una ugual somma di oro per aumentarne la garanzia metallica della circolazione di Stato medesima. L'operazione fu posta in atto in agosto di modo che, rispetto a fine giugno, i biglietti emessi dal Governo erano saliti da 499,1 a 524.1 milioni di lire e la riserva aurea rispettiva da 132,0 a 157,0 milioni.

Successivamente (2) si elevava il limite legale da 525 a 700

(1) Legge 9 luglio 1914 n. 659.

(2) RR. Decreti 18 agosto 1914 n. 828 e 19 settembre 1914 n. 1007. Questi due decreti prevedevano la emissione di Buoni di Cassa da 1 e 2 lire per una somma di L. 250 milioni, indipendentemente dal limite legale dei biglietti di Stato, garantiti da immobilizzazione, per pari somma, di monete divisionali d'argento italiane. Il provvedimento, deliberato per ovviare alla incetta degli spezzati che andava allora verificandosi fra

milioni di lire, ciò che permetteva al Tesoro di avere in circolazione, al 31 maggio 1915, L. 697,3 milioni di biglietti, pur possedendo a fronte di essi una garanzia metallica non superiore a 155,4 milioni.

Erano così, tra anticipazioni statutarie ottenute dai tre Istituti e nuovi biglietti di Stato emessi, L. 508,2 milioni che, alla fine della neutralità, il governo erasi procurati. Ma — nè v'ha d'uopo d'insistere su questo punto — i bisogni di esso avevano ecceduto, nei dieci mesi dallo scoppiar della guerra europea, di gran lunga una tale cifra. Se esaminiamo la situazione del Tesoro al 31 maggio 1915 (1) troviamo che il complesso dei pagamenti di bilancio era ammontato, dal 1° agosto 1914, a L. 4413,3 milioni con una eccedenza di L. 2099,5 milioni sui corrispondenti mesi dell'esercizio precedente (2).

Ma qui non occorre rammentare che nel gennaio 1915 fu offerto al pubblico un miliardo di lire di obbligazioni redimibili 4 $\frac{1}{2}$ %, netto (3). Troviamo infatti, che, nelle entrate di bilancio le quali, in L. 3129,1 milioni, stanno a fronte dei suddetti pagamenti, figurano L. 971,9 milioni per « Accensione di debiti ».

Resta pur sempre una differenza fra il totale delle spese e quello delle entrate di bilancio di L. 1284,2 milioni, cui, naturalmente, fu provveduto con mezzi di Tesoreria. Ora a questa deficienza si possono contrapporre L. 485,0 milioni di an-

noi, non richieste di esser messo in pratica, l'annuncio di esso avendo valso, si può dire, ad arrestare l'iniziato fenomeno di tesaurizzazione.

(1) Mentre i bilanci degli Istituti di emissione, pubblicandosi ad ogni decade, permettono di avere i dati di questi al 20 maggio, cioè al termine, o quasi, del periodo della neutralità, la situazione del Tesoro, che è compilata a fine mese, fornisce le cifre al 31 maggio, venendo così a comprendere una parte del periodo successivo alla dichiarazione di guerra dell'Italia, del quale, invece, si tratta partitamente più avanti.

(2) I pagamenti per l'esercito e per l'armata sommavano a L. 2575,4 milioni, comprese le quote spettanti a tale periodo dell'esercizio per spese per la Libia, con un aumento di 1778,4 milioni sui corrispondenti mesi dell'anno finanziario 1913-14, che si riduce, al netto di dette quote, a L. 1736,1 milioni. Tale aumento ci rappresenta, *grosso modo*, il costo della preparazione militare cui furono dedicati i dieci mesi della nostra neutralità.

(3) R. Decreto 19 dicembre 1914 n. 1371.

ticipazioni statutarie ottenute dai tre Istituti (1); L. 198,2 milioni di biglietti di Stato di nuova emissione; L. 15,7 milioni di nuovi Buoni del Tesoro ordinari; L. 494,5 milioni di somministrazioni di biglietti bancari per la Cassa dei depositi e prestiti (1) e poco meno di L. 176 milioni di biglietti somministrati dai tre Istituti al Governo per pagamenti in conto acquisti grano, dei quali è detto più avanti (pag. 108 nota 3).

8. — Se ricerchiamo le conseguenze delle operazioni eseguite dal Tesoro dal 31 luglio 1914 al 31 maggio 1915 sulla consistenza dei debiti dello Stato nel loro complesso — cioè dei debiti amministrati sia dalla Direzione generale del debito pubblico sia dalla Direzione generale del tesoro, e di quelli fluttuanti — abbiamo (vedasi *Tabella II*) un aumento globale da 15587,1 milioni a 17545,8 milioni (12,56 %) (2).

*
* *

9. — Da quanto abbiamo sinora esposto si desume che le modificazioni introdotte, durante il periodo della neutralità, nel regime dell'emissione miravano, per quanto concerne quella bancaria, a porre in grado gli Istituti di allargare la propria circolazione in vista degli scopi seguenti:

a) agevolare l'inevitabile sviluppo delle loro operazioni ordinarie;

b) mobilizzare titoli posseduti dagli istituti di credito e di risparmio mediante anticipazioni concesse per conto dello Stato;

(1) Le cifre al 31 maggio delle anticipazioni statutarie e delle somministrazioni di biglietti al Tesoro risultano superiori al limite legale rispettivo fissato dai provvedimenti legislativi, già accennati, emanati al 20 maggio; ciò a seguito di altri provvedimenti presi dopo la dichiarazione di guerra, dei quali è detto più avanti.

(2) La situazione del debito pubblico essendo pubblicata a fine trimestre, nella *Tabella II* abbiamo dovuto porre fra i dati al 31 maggio le cifre dei debiti amministrati dalla Direzione del [Debito pubblico al 31 marzo, per modo che di questi ultimi i redimibili non sono stati depurati dall'ammortamento per il bimestre aprile-maggio e risultano superiori alla consistenza effettiva.

c) sovvenire, con più importanti prestiti diretti (anticipazioni statutarie allo Stato), ai bisogni propri del Tesoro;

d) fornire, mediante il vincolo a loro favore di titoli di Stato, la Cassa dei Depositi e Prestiti dei mezzi straordinari occorrenti al disimpegno delle sue attribuzioni; mentre, per ciò che si riferisce alla circolazione di Stato, esse si limitavano ad autorizzare un aumento del massimo legale della emissione.

Le disposizioni legislative emanate dopo la partecipazione dell'Italia alle ostilità, non han rappresentato se non una estensione delle facultà accordate coi provvedimenti di cui facemmo precedentemente parola. Infatti :

a) Relativamente alla circolazione di banca per conto del commercio, non si ebbero modificazioni del limite normale dopo quelle avvenute nel periodo della neutralità. Notiamo tuttavia, che un recente Decreto (1) considera la possibilità di una eccedenza di circolazione sul limite legale in dipendenza dell'eventuale risconto, a saggio inferiore di un punto a quello ufficiale, del portafoglio agrario degli istituti di credito agricolo creati con leggi speciali, di determinate Casse di risparmio ordinario e Società cooperative di credito (2) e delle Unioni o Federazioni di società agrarie legalmente costituite, e dispone che la tassa sulla eccedenza medesima, anzichè graduale, sia unica nella misura di 0,50% soltanto.

Osserviamo che, inoltre (3), i biglietti emessi a fronte dei risconti che gli Istituti di emissione furono autorizzati a consentire al « Consorzio per sovvenzioni su valori industriali e su merci » (4) non costituiscono eccedenza sul limite legale originario della circolazione e soggiacciono unicamente alla tassa ordinaria di circolazione in 0,10% all'anno.

(1) D. Luogot. del 17 giugno 1915 n. 961.

(2) Indicate dal R. Decreto 11 ottobre 1914 n. 1089.

(3) R. Decreto 23 maggio 1915, n. 700, art. 7.

(4) Tale Consorzio, istituito a seguito del R. Decreto 20 dicembre 1914 n. 1375 — che, col successivo R. Decreto 23 maggio 1915 n. 700, ne regola il funzionamento — è formato dai tre Istituti di emissione in unione agli Istituti di risparmio e di credito ordinario e popolare che vi aderiscono; ha un capitale di L. 35 milioni aumentabile a 40 milioni, e può compiere operazioni per il decuplo del suo capitale versato. Que-

b) Circa questo punto si ha a registrare l'aumento, prima da 300 a 600 milioni di lire (1), e poi a un miliardo (2), del massimo importo autorizzato per la somministrazione di biglietti dei tre Istituti al Tesoro destinata alle anticipazioni che lo Stato consente, pel loro tramite, alle Casse di risparmio ordinarie e ai Monti di Pietà, e la ammissione a fruire di tale concessione, insieme con questi istituti, delle Società cooperative di credito e delle Casse rurali cooperative che ricevono depositi a risparmio; nonchè l'aumento delle specie di titoli sui quali possono essere fatte le anticipazioni di cui si tratta. Infatti, oltre ai titoli di Stato o da esso garantiti e alle Cartelle fondiarie, sono state ammesse le delegazioni sulla sovrimposta e sui contributi consorziali rilasciate da Provincie, Comuni e Consorzi, e, inoltre (3), cambiali con scadenza non su-

ste consistono nello sconto di cambiali a una firma garantite dal pegno di azioni o di obbligazioni di società industriali; di cambiali a due firme a carico di società e ditte industriali senza deposito di titoli; di note di pegno emesse da magazzini generali; e nella concessione di prestiti garantiti da materie prime, manufatte e semi-manufatte. Le operazioni sono a scadenza massima di quattro mesi, possono essere rinnovate, ma dovranno in ogni caso essere estinte entro l'anno 1920; il saggio applicato in generale è quello in vigore presso gli Istituti di emissione. Questi ultimi hanno facoltà di riscontare al Consorzio (a un saggio inferiore di $1\frac{1}{2}$ a quello ufficiale) effetti cambiari sino alla cifra massima di L. 360 milioni nella proporzione di $\frac{43}{20}$ per la banca d'Italia, $\frac{4}{20}$ per il Banco di Napoli e $\frac{1}{20}$ per il Banco di Sicilia. Gli utili del Consorzio e la metà di quelli conseguiti dagli Istituti di emissione col riscontarne il portafoglio, vanno a costituire un fondo di garanzia, cui attingere in caso di perdite, prima di ricorrere al capitale, e il cui residuo, alla liquidazione del Consorzio, sarà repartito fra gli Istituti consorziati *pro-rata* del capitale apportato da ognuno.

Col D. Luogoten. 5 novembre 1916, n. 1661 il Consorzio è stato autorizzato a consentire anche sovvenzioni, contro effetti cambiari, per l'incremento del naviglio mercantile nazionale. Tali effetti possono essere dal Consorzio riscontati — alle condizioni già esposte — presso gli Istituti di emissione purchè la somma complessiva destinata a siffatte operazioni non ecceda i 50 milioni di lire.

(1) R. Decreto 23 maggio 1915 n. 711.

(2) D. Luogot. del 31 agosto 1916, n. 1124. La somma totale delle somministrazioni rimane così suddivisa fra i tre Istituti: Banca d'Italia L. 667 milioni; Banco Napoli L. 267 milioni; Banco di Sicilia L. 66 milioni.

(3) D. Luogot. del 13 giugno 1915, n. 845.

periore a sei mesi, emesse da questi ultimi enti in relazione a debiti, regolarmente accertati, che essi avessero, alla data del 13 giugno 1915, verso i rammentati Istituti.

Ferma restando la destinazione di L. 50 milioni dell'importo totale della somministrazione ad anticipazioni a concessionari di ferrovie, delle quali è detto al § 3 (e che sono ripartiti fra i tre Istituti nella stessa proporzione dello stanziamento globale) fu deliberato che fossero coperte con prelevamenti da questo fondo le anticipazioni fatte direttamente dagli Istituti di emissione allo Stato I) per acquisti di grano (1); II) per acquisti di armi e munizioni e per altre provviste occorrenti all'esercito e alla marina (2); III) per gli acquisti di merci cui il Governo provvede a facilitare gli approvvigionamenti (3)

Inoltre si dispose che sullo stesso fondo fossero dal Governo concessi prestiti, durante l'annata agraria 1916-17, alle Casse provinciali di credito agrario delle regioni colpite dalla

(1) Art. 4 del citato R. Decreto 23 maggio 1915 n. 711.

(2) D. Luogot. 6 ottobre 1915, n. 1495.

(3) D. Luogot. 2 agosto 1916, n. 926. Con queste tre ultime disposizioni una parte dei biglietti di banca emessi in dipendenza della somministrazione di cui si tratta, trova la sua contropartita, anzichè nelle ricordate attività date in pegno dai contraenti le anticipazioni, in un debito dello Stato verso gli Istituti di emissione.

L'ammontare di questo debito speciale, alle varie date, si ricava dal seguente prospetto indicante l'impiego del fondo (a+ b):

(Milioni di lire)	1914 dic. 31	1915 mag. 31	1915 dic. 31	1916 dic. 31	1917 mag. 31
Anticipazioni a Casse di risparmio, ecc.	24.9	100.8	23,0	8,5	4.6
» a concessionari ferroviari.	—	40.0	50,0	50.0	45.0
» per danni Arvicole.	—	—	—	11.4	18.5
a: Acquisti grani e approvvigionamenti.	—	175.9	405.6	798.5	699.8
b: » materiale da guerra.	—	—	55.7	100.7	100.3
TOTALE	24.9	316.7	534.3	969.1	868.2
Ammontare del fondo.	400.—	600.—	600.—	1000.—	1000.—

invasione delle Arvicole, per una somma non superiore a L. 28 milioni complessivi (1).

c) Quanto ai prestiti diretti dei tre Istituti al Tesoro, fu anzitutto (2) ulteriormente accresciuto di complessive L. 175 milioni il limite delle anticipazioni statutarie ordinarie, cui corrisponde, come fu rammentato, una emissione di biglietti con a fronte una riserva metallica di un terzo (3); di poi fu introdotto un nuovo tipo di anticipazioni straordinarie, o supplementari (4), a fronte delle quali il Governo rilascia agli Istituti stessi Buoni del Tesoro fruttanti l'interesse di 0,25 % all'anno, e le Banche non sono quindi tenute, data l'esistenza di tale speciale garanzia, a possedere una speciale riserva metallica come per la circolazione dipendente dalle anticipazioni statutarie ordinarie. L'importo massimo di questa nuova specie di anticipazioni fissato dapprima in 200 milioni di lire, fu poi portato a 400 milioni (5), e, in ultimo a 800 milioni (6).

d) Nei riguardi della Cassa dei depositi e prestiti fu aumentata di altri 200 milioni di lire in complesso (7) la somministrazione già dal Tesoro richiesta ai tre Istituti di emissione (Cfr. § 5) per il conto corrente che esso apriva alla Cassa medesima per i bisogni della sua gestione. Detta somministrazione supplementare è garantita dal vincolo dei rimanenti 112,7 milioni sul citato capitale nominale di L. 212,7 milioni

(1) Decreti Luogotenenziali 27 luglio 1916, n. 913; 19 ottobre 1916, n. 1362; 9 novembre 1916, n. 1527; e 6 maggio 1917, n. 737. Come è noto, le somme poste a disposizione delle Casse provinciali suddette sono da queste erogate in anticipazioni fruttifere agli agricoltori danneggiati, le quali costituiscono un credito garantito dai frutti della raccolta dei cereali preferito a qualunque altro, anche se assistito dallo stesso privilegio.

(2) R. Decreto 26 maggio 1915, n. 710.

(3) L'importo massimo resta così stabilito in L. 485 milioni, di cui 360 per la Banca d'Italia, 94 per il Banco di Napoli e 31 per il Banco di Sicilia.

(4) D. Luogoten. 5 luglio 1915 n. 984.

(5) D. Luogoten. 23 dicembre 1915, n. 1813.

(6) D. Luogoten. 4. gennaio 1917, n. 63. La somma di L. 800 milioni è così ripartita: Banca d'Italia 600 milioni; Banco di Napoli 152 milioni; Banco di Sicilia 48 milioni.

(7) R. Decreto 26 maggio 1915 n. 708.

di rendita italiana $3\frac{1}{2}\%$ (1902) intestato alla Cassa, e di una somma di L. 125,0 milioni nominali di certificati ferroviari $3\frac{1}{2}\%$.

Si hanno così, per questo rispetto, nell'insieme, L. 700 milioni di biglietti forniti al Tesoro dai tre Istituti (1) coperti da un capitale nominale di L. 737,7 milioni di titoli di Stato.

10. — Dal confronto delle cifre al 20 maggio 1915 e 1917 riportate nella *Tabella I*, si rileva la ripercussione dei su esposti provvedimenti, posteriori alla dichiarazione di guerra, sulla emissione bancaria e la misura nella quale il Governo ha usufruito degli allargamenti imposti ai limiti delle varie specie di circolazione per suo conto già introdotte.

La circolazione per conto del commercio, data la restrizione degli impieghi ordinari dei tre Istituti e il livello serbato dai depositi in conto corrente e dai debiti a vista, andava riducendosi da 2634,0 a 2496,9 milioni; la riserva metallica ad essa inerente diminuiva da 1429,4 a 1280,3 milioni, donde una variazione del rapporto percentuale da 54,26 a 51,27 (2).

La circolazione per conto dello Stato è più che triplicata, da 865,8 a 2835,2 milioni ($+227\frac{1}{2}\%$), l'aumento essendo costituito per 975,0 milioni da emissioni in conto anticipazioni statutarie e supplementari allo Stato, e per 994,4 milioni da biglietti somministrati al Tesoro.

Anche i biglietti di Stato subivano una ulteriore espansione, il limite legale della loro emissione essendo stato portato da 700 a 1500 milioni di lire (3) e la circolazione effettiva di essi al 31 maggio avendo aumentato, dal 1915 al 1917, da

(1) Banca d'Italia 516 milioni, Banco di Napoli 148 milioni e Banco di Sicilia 36 milioni.

(2) È facile rendersi conto che della riserva metallica non applicata alla circolazione per il commercio, la parte destinata alla copertura, nella misura di un terzo, dei biglietti emessi a fronte delle anticipazioni statutarie allo Stato, è passata, pei tre Istituti, nel biennio suddetto, da 103,3 a 161,6 milioni di lire, e quella immobilizzata, nella proporzione del 40 per cento, a garanzia dei debiti a vista, da 158,4 a 261,3 milioni.

(3) R. Decreto 23 maggio 1915, n. 709 e DD. Luogoten. 17 ottobre 1915, n. 1524 e 21 maggio, 10 agosto e 24 dicembre 1916, nn. 599, 1013 e 1802.

697,3 a 1446,4 milioni, mentre la riserva aurea ad essi a fronte variava da 155,4 a 166,8 milioni (1).

11. -- Nei riguardi della situazione del Tesoro abbiamo che durante il biennio al 31 maggio 1917 = da considerare, sotto questo aspetto, come il primo della nostra guerra sebbene essa si iniziasse alcuni giorni innanzi alla fine di maggio = i pagamenti di Bilancio ammontarono a L. 27520,4 milioni (2) e le entrate effettive a L. 7034,8 milioni: di qui un *deficit* di 20485,6 milioni, a fronte del quale troviamo nuovi prestiti e nuove operazioni di Tesoreria.

Per ciò che concerne l'aumento del Debito propriamente detto = amministrato dalla Direzione generale del Debito pubblico o dalla Direzione generale del Tesoro = rammentiamo:

a) la emissione degli ultimi tre prestiti nazionali, cioè: il secondo Prestito redimibile 4,50 % netto del luglio 1915 (3), il Prestito di guerra 5 % netto del gennaio 1916 (4) e il nuovo Consolidato 5 % netto introdotto nel febbraio 1917 (5);

b) la creazione dei nuovi Buoni del Tesoro 5 % con

(1) Un'altra disposizione per la circolazione di Stato fu in questo periodo adottata con l'ammettere (Decreto Luogotenenziale 24 giugno 1915, n. 985) a far parte della riserva a fronte di essa, certificati di somme pagabili in oro depositate all'estero presso banche di emissione e presso corrispondenti del Tesoro italiano e Buoni del Tesoro di Stati forestieri, pure pagabili in oro, analogamente a quanto, in determinate proporzioni, la legge dispone per le riserve dei tre Istituti di emissione.

(2) A formar questa cifra contribuiscono L. 20772,6 milioni di spese per l'esercito e l'armata, dalle quali sono da detrarre 678,8 milioni di anticipazioni per la Libia che gravavano i bilanci dei due dicasteri al 31 maggio 1915 e furono rimborsate al Tesoro nel biennio; con che tale uscita si riduce a 20093,8 milioni. Se si prende per base, come spesa normale dei ministeri della guerra e della marina, quella dell'esercizio 1913-14, che ammontò a complessivi 918,2 milioni, è facile vedere che le maggiori spese militari derivate al nostro Paese dalla guerra nel primo biennio di ostilità ragguagliano a L. 18257,4 milioni, cioè, in media, a 760,7 milioni mensili.

(3) R. Decreto 15 giugno 1915, n. 859.

(4) R. Decreto 22 dicembre 1915, n. 1800; D. Luogoten. 5 gennaio 1916, n. 3; D. Ministeriale 7 gennaio 1916.

(5) R. Decreto 2 gennaio 1917, n. 3; D. Luogoten. 21 gennaio 1917, n. 54; DD. Ministeriali 5 e 19 febbraio 1917.

scadenza sia di tre sia di cinque anni (Buoni pluriennali) (1);

c) la istituzione di Buoni del Tesoro speciali da collocare all'estero (2);

d) la concessione di crediti al Tesoro italiano da parte del Governo degli Stati Uniti seguita alla entrata in guerra della Confederazione nord-americana.

Dalla *Tabella II* si rileva che le predette nuove forme di Debito rappresentano circa 13702,9 milioni di lire nominali, al netto degli ammortamenti, verificatisi nel biennio, dei Debiti redimibili antichi.

Per quanto riguarda le operazioni di Tesoreria devesi tener conto principalmente:

a) dell'aumento subito dalla circolazione dei Buoni del Tesoro ordinari (L. 2872,8 milioni);

b) della introduzione (3) di speciali Buoni del Tesoro per pagamenti a fornitori governativi (per L. 554,5 milioni);

c) dei nuovi biglietti di Stato contemporaneamente emessi (L. 749,1 milioni);

d) delle anticipazioni straordinarie, o supplementari (cfr. pag. 109) dal Governo ottenute presso i tre Istituti di emissione (in L. 800 milioni);

e) delle nuove somministrazioni di biglietti di Banca al Tesoro per anticipazioni a terzi e a organi governativi (L. 551,5 milioni) e di quelle per il conto corrente della Cassa Depositi e Prestiti (L. 205,5 milioni);

in totale, L. 5733,4 milioni.

12. — Se ricerchiamo ora, alla fine di tale primo biennio di guerra, come facemmo al termine del periodo della nostra neutralità, le variazioni subite dalla massa dei debiti dello

(1) R. Decreto 5 maggio 1916, n. 505.

(2) D. Luogoten. 13 giugno 1915, n. 865. Questi nuovi Buoni consistono in obbligazioni con scadenza di tre a dodici mesi, da esitarsi fuori d'Italia, in valuta estera, per procurare, principalmente, disponibilità per pagamenti governativi su piazze straniere e, in generale, per provvedere ai bisogni dello Stato, segnatamente fuori del Regno, — il cui interesse viene fissato volta per volta dal Ministro del Tesoro e corrisposto sotto forma di sconto.

(3) DD. Luogoten. 18 ottobre 1915 n. 1498 e 22 giugno 1916 n. 754.

Stato per effetto delle citate operazioni = tenendo conto, per la circolazione di Stato, dei soli biglietti metallicamente scoperti, e per quella di banca per conto dello Stato, delle anticipazioni ordinarie e straordinarie a questo fornite dagli Istituti e delle somministrazioni di biglietti al Tesoro costituenti effettivamente un debito del Governo = rileviamo dalla *Tabella II* che esse si riassumono in un ulteriore aumento da 17545,8 a 36837,8 milioni di lire, pari al 109,9 %.

*
* *

13. — Prendendo in esame l'intero periodo dalla vigilia della guerra europea al 31 maggio 1917 troviamo che in Italia il complesso dei biglietti di banca e di Stato in circolazione è aumentato da 2681,8 a 6859,5 milioni di lire (+ 155 %). L'aumento è costituito da una espansione di L. 377,3 milioni della circolazione bancaria per conto del commercio e da una emissione di biglietti di Stato e di banca per conto dello Stato, di complessive L. 3800,4 milioni.

Il limitato aumento della circolazione bancaria per il commercio contrasta con quello di 526,1 milioni dei soli impieghi ordinari dei tre Istituti (portafoglio sull'interno, anticipazioni su titoli, titoli di proprietà); ma è da osservare che, nello stesso tempo, le disponibilità di questi ultimi, derivanti dai depositi di conto corrente e dai debiti a vista, si elevavano da 319,8 a 1070,4 milioni di lire.

Dei suddetti 3800,4 milioni di lire di biglietti emessi dallo Stato o per conto di esso, per le cose già dette, L. 3032,3 milioni costituiscono un vero debito del Governo che si riduce a 2997,4 milioni se si conteggiano i biglietti di Stato al netto della rispettiva riserva metallica e 768,1 milioni (biglietti di banca per anticipazioni per conto dello Stato e per somministrazioni per la Cassa Depositi e Prestiti) hanno costituito il mezzo per la mobilitazione = attraverso gli Istituti di emissione = di titoli di Stato e per operazioni su questi e su altri valori, o variamente garantite; formano, cioè, una circolazione destinata a scomparire automaticamente via via mediante la realizzazione delle attività che vi stanno a fronte.

14. — Nei riguardi del debito globale dello Stato, emerge dalla *Tabella II* come dal 31 luglio 1914 al 31 maggio 1917 si verificasse per l'Italia, un aumento di L. 21250,7 milioni pari al 136,3 %. Questo si decompone in una espansione di 8274,5 milioni nel Debito propriamente detto (consolidato e redimibile), di 4774,0 milioni nei buoni del Tesoro d'ogni specie all'interno; in un importo di debiti all'estero per 5204,8 milioni, e in nuovi biglietti di Stato metallicamente scoperti e di banca costituenti un'effettiva passività governativa, per complessivi 2997,4 milioni.

Ciò è quanto dire che nel ricorrere ai vari mezzi a sua disposizione per fronteggiare le straordinarie esigenze prodottesi, il Tesoro mantenne una assai prudente misura per quello, più agevole, dell'emissione cartacea: l'ultima cifra citata costituisce, infatti circa un settimo (14,1 %) dell'aumento del debito globale contratto dall'inizio della guerra europea. Se all'aumento medesimo poniamo a riscontro l'ammontare dei biglietti comunque emessi a debito o per conto del Governo = senza alcuna distinzione o detrazione = nella già citata somma di L. 3800,4 milioni, troviamo che questa non ne supera il 17,8 % (1).

(1) *Pei confronti internazionali coi quali terminava originariamente il presente studio, rimandiamo all'esame comparativo della circolazione cartacea e dei debiti pubblici presso i belligeranti che trovasi a pagg. 29-36 e 46-51.*

TABELLA I.

Istituti di emissione (dati complessivi)

(00.000 omessi)		20 lugl. 1914	31 lugl. 1914	20 mag. 1915	31 mag. 1915	20 mag. 1917	31 mag. 1917		
Riserva	Oro	1377.6	1376.2	1419.3	1421.2	1069.2	1068.6		
	Argento	112.7	111.2	147.5	144.9	104.5	105.5		
	Valori equiparati	164.3	167.7	124.3	121.8	606.3	628.1		
	Totale	1654.6	1655.1	1691.1	1687.9	1780.0	1802.2		
	Portafoglio su Italia	642.0	716.5	1254.1	1297.5	768.7	765.8		
	Anticipazioni su titoli	116.9	154.0	346.6	336.9	469.2	474.0		
	Titoli	318.7	318.6	331.9	330.5	366.7	363.9		
	Anticipazioni statutarie al Tesoro	—	—	310.0	485.0	485.0	485.0		
	» supplementari al Tesoro	—	—	—	—	800.0	800.0		
	» per conto dello Stato	—	—	115.8	316.6	850.2	868.1		
	Somministrazione di biglietti al Tesoro	—	—	440.0	494.5	700.0	700.0		
Circolazione	per conto del commercio	a piena copertura metallica	1179.8	1104.7	626.2	524.3	469.2	464.9	
		col 40% di metallo	senza contributo speciale	908.0	908.0	908.0	908.0	907.6	905.1
			col contributo di 1%	—	—	605.3	602.5	573.3	573.3
			» » di 2%	—	—	302.7	286.7	286.7	286.7
			fassata	94.9	252.4	191.8	154.8	260.1	330.0
		Totale	2182.7	2265.1	2634.0	2476.3	2496.9	2560.0	
	per conto dello Stato	Per anticipazioni statutarie	—	—	310.0	485.0	485.0	485.0	
		» » supplementari	—	—	—	—	800.0	800.0	
		» » concesse per conto dello Stato	—	—	115.8	316.6	850.2	868.1	
		» bigl. sommin. al Tesoro	—	—	440.0	494.5	700.0	700.0	
Totale		—	—	865.8	1296.1	2835.2	2853.1		
	Totale generale	2182.7	2265.1	3499.8	3772.4	5332.1	5413.1		
	Conti correnti fruttiferi	135.4	124.2	552.0	572.3	440.7	407.0		
	Debiti a vista	184.4	215.4	396.1	417.0	653.2	663.4		
	Servizi per conto Stato e Provincie	77.1	134.8	129.9	273.9	190.6	236.0		

TABELLA II.

Debiti dello Stato.

(00.000 omessi)	31 lugl. 1914	31 mag. 1915	31 mag. 1917
Consolidati			
Rendita 3 $\frac{1}{2}$ % netto	9041.1	9041.1	9041.1
Rendita 3 = %	160.1	160.1	160.1
Rendita 4 $\frac{1}{2}$ % (Op. Pie) e 5 % (S. Sede). Debiti perpetui antichi inclusi separatamente nel Gran Libro o non iscritti in esso.	785.5	785.5	785.7
Rendita 5 % netto (1917)	—	64.2	64.2
	—	—	6900.0
	10050.9	10050.9	16951.1
Redimibili			
Ferroviani antichi inclusi separatamente nel Gran Libro o non iscritti in esso.	1484.3 a	1476.6 b	1452.9 c
Annualità <i>Südbahn</i>	858.7 a	854.0 b	834.1 c
Certificati ferroviari 3,65 % (1905)	300.4 a	297.9 b	231.2 c
detti 3,50 % (1906, ecc.)	552.4 a	552.9 b	538.4 c
Obbligazioni ferroviarie 3,50 % net. (1908)	145.2 a	143.9 b	141.1 c
dette 3 % net. (1910)	340.4 a	337.0 b	329.9 c
Prestito 4 $\frac{1}{2}$ % netto (1915-16)	—	1000.0	250.5
Prestito 5 = % » (1916)	—	—	1277.7
	3681.5	4662.3	5055.8
Buoni del Tesoro			
a lunga scadenza 3,50 %	24.1 a	22.4 b	18.9 c
quinquennali 4 = %	1083.0 a	1211.2 b	647.8
pluriennali 5 = %	—	—	1771.4
ordinari	380.5	396.2	3269.0
per fornitori militari.	—	—	554.5
speciali collocati all'estero	—	—	4686.8
c/ Crediti ottenuti agli Stati Uniti	—	—	518.—
	1487.6	1629.8	11466.4
Biglietti			
di Stato (al netto della riserva aurea)	367.1	541.9	1279.5
di banca emessi per conto dello Stato: per anticipazioni statutarie e supplementari al Tesoro	—	485.0	1285.0
per somministrazioni varie (somma a debito dello Stato)	—	175.9	800.0
	367.1	1202.8	3364.5
Totale.	15587.1	17545.8	36837.8

a dati al 30 giugno 1914.
b " » 31 marzo 1915.
c " » 31 marzo 1917.

Nota alla Tabella I.

La suddivisione della circolazione per conto del commercio coperta dal 40 % di riserva nei vari contingenti soggetti alla tassa ordinaria (0.10 % all'anno) = con o senza contributo speciale = o alla tassa straordinaria, è fornita a titolo di pura indicazione; giacchè, essendo essa eseguita in base alla cifra complessiva delle situazioni decadarie dei singoli Istituti, non fornisce, per ciascun contingente, l'ammontare assolutamente esatto. Infatti non risulta da tali situazioni l'importo dei biglietti emessi in più del limite normale originario e sottoposti, nondimeno, alla sola tassa ordinaria di circolazione (biglietti del Banco di Sicilia per il fondo di dotazione delle sue filiali in Libia; biglietti dei tre Istituti a fronte di risconti al Consorzio per sovvenzioni su valori, ecc.), importo che, nella Tabella va, così, a ingrossare gli altri contingenti.

Nota alla Tabella II.

L'ultima situazione trimestrale dei Debiti pubblici dello Stato, al 31 marzo 1917 (*Gazz. Uffic.* 28 apr.), non comprende le cifre relative al nuovo Consolidato 5 % netto, per modo che contiene, d'altro lato, pei debiti redimibili ammessi alla conversione in quest'ultimo, importi non depurati dell'ammontare delle conversioni medesime. Dalla Relazione del Ministro del Tesoro (in data 18 giugno) sulla emissione di tale Consolidato si rileva, però, che il valore nominale dei titoli di questo collocati risultava di L. 6984.1 milioni, dei quali L. 3185.6 milioni per conversioni.

Nella Tabella abbiamo iscritto il Consolidato 5 % netto nella somma di L. 6900.0 milioni, nella ipotesi che = data la importanza dei titoli interamente liberati — i versamenti da scadere non superino, al 31 maggio, le L. 84.1 milioni: d'altra parte, pei redimibili predetti calcolammo la consistenza a quest'ultima data, sulla base dei documenti ufficiali, nel modo seguente:

a) Prestito nazionale 4,50 % netto, 1915-16.

Consistenza alla vigilia della quarta emissione di guerra.	L.	552.2 milioni
Conversioni in Consolidato 5 % netto.. . . .	»	301.7 »
Rimanenza.	«	250,5 milioni

b) Prestito nazionale 5 = % netto, 1916.

Consistenza come sopra ,	L.	4066.6 milioni
Conversioni in Consolidato 5 % netto	»	2788.8 »
Rimanenza.	L.	1277.7 milioni

c) Buoni del Tesoro quinquennali 4 %.

Consistenza come sopra	L.	1079.3 milioni
Conversioni in Consolidato 5 % netto	»	431.5 »
Rimanenza.	L.	647.8 milioni

d) Buoni del Tesoro poliennali 5 %.

Consistenza al 31 marzo 1917.	L.	1825.0 milioni
Emessi nei mesi di aprile e maggio	»	346.3 »
L.		2171.3 milioni
Conversioni in Consolidato 5 % netto	»	399.9 »
Rimanenza.	L.	1771.4 milioni

Pei *Prestiti all'estero* osserviamo che i « Buoni del Tesoro speciall » collocati all'estero sommarono al 31 marzo 1917 a L. 4090.0 milioni
 ne furono emessi in aprile e maggio per » 596.7 »

così che se ne trovavano in circolazione al 31 maggio per L. 4686.8 milioni

e che la situazione del Tesoro al 31 maggio (*Gazz. Uffic.* 2 lugl.) registra, fra le nuove « Accensioni di debiti » anche i crediti concessi al Tesoro dal Governo degli Stati Uniti nella somma di L. 518.0 milioni, riportata nella Tabella.

APPENDICE (*)

1914

Il mercato monetario e la circolazione all'estero nei primi tre mesi di guerra (1).

Compiendo ormai un trimestre dall'inizio del conflitto europeo, riesce più agevole ed utile l'esame della ripercussione da questa avuta sulla situazione monetaria in genere: più agevole, in quanto sono oggi disponibili, sebbene tuttora arretrati, dati e cifre in maggior copia: più utile, perchè v'ha modo di valutare la efficacia pratica degli espedienti escogitati nei vari paesi per fronteggiare l'anormale stato di cose prodottosi con lo scoppio delle ostilità. Nè tale esame è privo d'interesse, chè questo stato di cose è assolutamente nuovo negli annali dei mercati, mancando ai nostri tempi— caratterizzati dalla intensità dei rapporti economici e monetari internazionali — qualsiasi esempio di conflagrazione generale. Or non è molto si giudicava, appunto, impossibile una guerra europea a cagione della interdipendenza dei singoli interessi nazionali, economici e finanziari. È quindi assai istruttivo il riandare le modalità dell'odierna alterazione funzionale dell'organismo bancario internazionale, di questo complicato organismo che è strumento di compensazione degli scambi mondiali e, insieme, fattore essenziale del progresso, se non dell'esistenza, di essi.

Carattere iniziale del perturbamento in parola è stata la rapida sua generalizzazione: in brevissimo termine le prime due misure adottate all'intento di arrestare il panico pubblico e difendere il credito, vale a dire la proclamazione della moratoria e la chiusura delle Borse, dai paesi belligeranti si estesero, fatte poche eccezioni, a quelli neutrali, compresi i meno interessati, in apparenza, nel conflitto. Il fenomeno trae ragione, non occorre dirlo, sia dalla vastità della conflagrazione pro-

(1) Dal Giornale degli Economisti del novembre 1914. Nella presente ristampa sono state omesse quelle parti dell'articolo che costituirebbero una inutile ripetizione di quanto è esposto nelle pagine precedenti.

(*) Crediamo non inutile di far seguire qui alcune parti di altre nostre note intorno al mercato monetario durante la guerra, in quanto trattano, sulla base dei dati disponibili al momento in cui furono pubblicate, di fasi e fatti del periodo esaminato nei due scritti precedenti. Esse potranno valere di complemento a cose dette in questi ultimi, e, in ogni caso, a mostrare come fossero di buon'ora da noi adombrati aspetti e problemi della nuova situazione prodottasi.

dottasi, sia dalla cresciuta e più suscettibile solidarietà dei vari mercati; ma anche, e soprattutto, dal trovarsi, contemporaneamente, fra i belligeranti le maggiori Potenze marittime e, insieme, più grandi esportatrici di capitali, alle quali si gran numero di paesi è legato da rapporti economici e da vincoli di dipendenza finanziaria. Senza ricercare la convenienza, in generale, delle predette misure, la cui opportunità attuale non ha d'uopo di dimostrazione, notiamo che lo *Stock Exchange* londinese fu il primo a sospendere gli affari (31 luglio) e la moratoria fu proclamata in Inghilterra fin dal 2 agosto, seguendo a brevissima distanza le moratorie francese e austro-ungarica. Ora, posto che la maggior parte delle transazioni del commercio mondiale si svolgono attraverso la piazza di Londra, e che quest'importante organo del meccanismo della compensazione internazionale dei crediti cessava d'improvviso dal suo funzionamento normale, riesce agevole intendere la rapida diffusione dello squilibrio determinato dalla guerra.

Il quale intanto, malgrado le restrizioni imposte dalla moratoria ai ritiri dei depositi, si traduceva ovunque con un straordinario fabbisogno di medio circolante per le domande di risconti e di sconti che convergevano alle banche di emissione, e per le impellenti necessità dei governi, belligeranti o neutrali.

*
**

Per ciò che riguarda il *mercato inglese* è da notare che la Banca d'Inghilterra si trovò ad essere oggetto di una doppia corrente di richieste: da un lato, infatti, le case di sconto si affrettarono a riscontare il loro portafoglio presso l'istituto onde restituire alle banche il danaro già tolto a prestito per l'acquisto di tali effetti; dall'altro il pubblico afflùì agli sportelli per cambiare i biglietti della banca in oro — giacchè le banche minori, nel rimborsare i depositi ai propri correntisti affrettatisi ai ritiri, avevano pagato loro il 10% in oro e il 90% in biglietti della Banca d'Inghilterra.

Fu per arginare il duplice attacco alle proprie risorse che l'istituto inglese elevò in tre giorni il suo minimo ufficiale dal 3 al 10% (1° agosto): misura temporanea cui succedettero la proclamazione della moratoria e, insieme, la emissione di biglietti di Stato da una e da mezza sterlina, convertibili in oro presso la Banca d'Inghilterra e aventi potere liberatorio per qualsiasi ammontare (1).

(1) Accenniamo qui brevemente il carattere di questa circolazione straordinaria (*Emergency Currency*). I biglietti, emessi dal Tesoro, erano da fornirsi a mezzo della Banca d'Inghilterra, ai singoli istituti di credito e risparmio che li richiedessero nella misura massima di un quinto dei loro depositi, e venivano a costituire un prestito fruttifero (l'interesse essendo via via calcolato al saggio ufficiale di sconto in vigore) concesso dallo Stato e garantito da ipoteca a favore di questo su tutte le attività dell'istituto sovvenzionato. Un fondo aureo speciale costituito dal Tesoro stesso e distinto dalla riserva metallica della Banca d'Inghilterra permette il cambio in oro dei biglietti governativi. — Rammentiamo inoltre che, a ridurre il fabbisogno di medio circolante, fu eccezionalmente attribuito potere liberatorio ai vaglia postali (*Postal Orders*).

Giova osservare che col primo bilancio di agosto, l'Istituto accusava, a fronte di una circolazione di Ls. 36,1 milioni, un fondo metallico di soli 27,6 milioni pari al 76 %: il margine dell'emissione (biglietti in riserva) erasi ridotto a 9,9 milioni e non rappresentava ormai che il 14,6 % dei depositi. Ove la Banca d'Inghilterra avesse dovuto porre in circolazione i biglietti ancora disponibili senza aumentare l'*encaisse*, si sarebbe trovata costretta a superare il limite legale dell'emissione (fondo aureo aumentato dell'importo fisso di Ls. 18,4 milioni di titoli di debito dello Stato a ciò destinati) e l'Atto bancario del 1844 avrebbe dovuto esser sospeso, come avvenne nel 1847, nel 1857, e nel 1866; ma le su accennate misure valsero ad evitare l'abbandono del regime normale (1).

Infrenato il movimento, la Banca d'Inghilterra non tardava a ribassare lo sconto ufficiale a 6 % (7 agosto); e poi a 5 % (8 agosto); ma un problema gravissimo sussisteva a malgrado dei provvedimenti presi, quello della stasi in cui il mercato dello sconto era posto dalla interruzione dei rapporti della piazza di Londra con gli altri centri, dovuta alla guerra. Qual fine, infatti, avrebbero avuto gli effetti cambiari, accettati, per conto, dalle ditte londinesi, esistenti nel portafoglio degli istituti locali? La possibilità che il cliente dell'accettante non fosse in grado di fornir a questo i fondi alla scadenza diveniva, nel nuovo stato di cose, una quasi-cerchezza, rendendo le banche, nella assai grande probabilità di un fallimento degli accettanti, aliene dai nuovi acquisti di carta commerciale che, in ogni caso, la Banca d'Inghilterra non avrebbe riscontato senza discussioni (2).

Il Lloyd George non esitò ad anteporre l'interesse del commercio inglese alla autorità dei principî teorici e, col 13 agosto, rese lo Stato garante delle perdite in cui la Banca d'Inghilterra potesse incorrere nello sconto di effetti accettati anteriormente alla proclamazione della moratoria. La garanzia governativa veniva così a rimediare alla immobilizzazione dell'enorme massa di crediti cambiari, chè liberando i presen-

(1) *Poichè non mancarono coloro che ritennero essere stato, invece, sospeso l'Atto stesso, constatiamo che la nostra asserzione dell'ottobre 1914 trova conferma nel discorso tenuto il 29 gennaio 1915 dall'autorevole presidente della London City and Midland Bank, Ltd., Sir Ed. H. Holden, agli azionisti dell'istituto, in cui leggesi: «devesi osservare che la emissione dei biglietti del Tesoro prevenne una sospensione dell'atto bancario».*

(2) Non occorre rammentare il meccanismo della liquidazione di una qualsiasi transazione commerciale: il venditore della merce spicca una tratta, per l'importo di questa, sull'acquirente o più spesso su un suo rappresentante (ditta accettante) che la munisce della propria accettazione: essa è poi scontata presso una casa di sconto (che opera generalmente con capitali tolti a prestito dalle banche) per modo che il venditore incassa il prezzo prima ancora che la merce giunga a destinazione. La ditta accettante estingue alla scadenza la tratta col denaro rimessole dall'acquirente della merce. La specializzazione del credito esistente in Inghilterra fa sí che la funzione e l'interesse di questi tre strumenti: ditte accettanti, case di sconto e banche di prestiti e di depositi, sieno nella generalità dei casi, definiti e distinti.

tatori degli effetti dai loro rischi, li incoraggiava a nuove operazioni di sconto con le ditte accettanti (1).

Gli effetti della eccezionale misura, non tardarono a manifestarsi: il portafoglio della Banca d'Inghilterra, che, dal 22 luglio al 12 agosto era salito da 33,6 a 70,8 milioni di sterline, aumentò, il 19 agosto, a 94,7 milioni per spingersi a un massimo di 121,8 milioni il 2 settembre; il prodotto dei nuovi sconti, però, rimase in massima parte presso l'istituto. Invero i presentatori degli effetti destinando il ricavato del risconto al rimborso dei prestiti già ottenuti dalle banche per azioni, queste stimarono prudente di rilasciare i loro incassi in conto corrente presso la Banca d'Inghilterra, e i depositi dell'istituto, mentre nelle due decadi al 12 agosto, erano saliti da 42,2 a 83,3 milioni, toccarono i 135 milioni al 16 settembre.

Un tale fatto, insieme con la emissione straordinaria di Stato, permise al massimo istituto inglese di evitare una soverchia espansione della circolazione: questa, da 29,3 milioni che segnava al 22 luglio, salì a 36 milioni il 12 agosto e a 37,2 milioni il 19 agosto, per poi oscillare, entro ristretti limiti, intorno ai 35 milioni. D'altro lato la Banca d'Inghilterra indirizzò la sua attività ad accrescere il fondo metallico, rimediando alla difficoltà dei trasporti internazionali con l'accentrare nel Canada e nella Colonia del Capo l'oro acquistato in America e nel Sudafrica, costituendo, cioè, delle appendici oltremarine della propria riserva metallica — a somiglianza di quanto avviene presso di essa con l'*ear-marking* di metallo per conto di Stati esteri. È così che il fondo metallico della Banca, che al 22 luglio segnava Ls. 40,2 milioni, dopo essere sceso, il 5 agosto, a un minimo di 27,6 milioni, è andato progredendo, sino a un massimo di 61,9 milioni (28 ottobre).

Aggiungiamo che, a completare la propria azione in favore del mercato, il Governo, una volta agevolato lo sconto degli effetti anteriori alla proclamazione della moratoria, col rendersene garante, considerò il caso che alla scadenza, il mancato invio di fondi da parte dei clienti producesse la insolvenza delle ditte accettanti, e risolse la questione con l'autorizzare (4 settembre) sotto la propria garanzia, la Banca d'Inghilterra a concedere a queste ultime prestiti per porle in grado di estinguere ugualmente la propria obbligazione cambiaria. All'accettare

(1) *Un mese dopo che avevamo scritto ciò il Lloyd George (discorso del 27 novembre 1914), con pittoresca immagine, osservava alla Camera dei Comuni che, allo scoppiar della guerra, fu « come se si fosse dato col piede in un formicaio. Per un breve lasso di tempo, si ebbe una costernazione sconcertante su tutti i mercati e in tutti i cambi del mondo. Il vertice del formicaio era stato asportato, e ne seguiva un grande spavento. Tutto il materiale sussisteva; ma vi fu un panico considerevole perchè nel nostro paese, al pari che presso gli altri, la guerra non era mai stata fatta in condizioni simili... »*

« Noi abbiamo quindi deciso che fosse il momento di ipotecare il credito dello Stato per ristabilire i cambi, dai quali dipendevano il commercio e l'industria, e dipendevano tutte le classi della comunità — negozianti e finanziari, operai e artigiani — per la loro sussistenza ».

così sovvenzionato si fece obbligo di provocare dal cliente il sollecito invio dei fondi dovutigli, per devolverli al rimborso dell'anticipazione ottenuta; ma ove la rimessa dei fondi non avvenga, la Banca d'Inghilterra non potrà esigere dall'accettante il rimborso che dopo un anno dalla cessazione della guerra: nel frattempo sarà percepito sulla sovvenzione un interesse superiore del 2% al saggio ufficiale di sconto in vigore, e il credito della Banca sarà garantito da un vincolo di secondo grado sulle attività dell'accettante sovvenzionato.

I provvedimenti del 12 agosto e del 4 settembre venivano così a integrarsi: il possessore di cambiali, liberato, col risconto presso la Banca d'Inghilterra, del suo rischio di girante dall'intervento governativo, era indotto ad acquistare col prodotto del risconto stesso, nuovi effetti; le ditte accettanti, poste in grado di far onore alla propria firma con le anticipazioni concesse dalla Banca d'Inghilterra, riacquistavano il loro credito già scosso, potendo offrire sulle proprie attività, una garanzia di primo grado a fronte delle nuove accettazioni che dovessero presentare allo sconto.

Le conseguenze del sistema suaccennato per la situazione della Banca d'Inghilterra riescono evidenti dai seguenti dati:

Banca d'Inghilterra.

	22 luglio	5 agosto	19 agosto	2 set.	7 ottobre	28 ottobre
Metallo. Ls.	40.2	27.6	38.0	47.8	56.8	61.9
Circolazione »	29.3	36.1	37.2	35.3	34.8	35.1
Depositi privati »	42.2	56.7	108.1	133.8	146.6	126.7
Depositi di Stato »	13.7	11.5	13.7	28.7	17.8	25.0
Portafoglio »	33.6	65.4	94.7	121.8	113.9	104.9
Proporzione dei biglietti in riserva agli impegni »	52.40 %	14.60 %	15.17 %	19.04 %	24.18 %	29.45 %

Degno di nota è l'aumento del fondo metallico a 61,9 milioni, che è quanto dire oltre 61,5 milioni di oro, mentre la circolazione non eccede i 35,1 milioni: la copertura aurea del biglietto è dunque del 176% dopo che al 22 luglio non superava il 137% e il 5 agosto, come si è visto, era scesa a 76%. Ma nel frattempo è sorta, lo abbiamo detto, una circolazione straordinaria di Stato in biglietti di piccolo taglio la quale ebbe lo scopo di evitare un indebito allargamento della emissione della banca e che al 25 ottobre ammontava al Ls. 30,2 milioni con a fronte una speciale riserva di oro di 8,5 milioni accantonata dal Tesoro. In complesso adunque si hanno in circolazione in Inghilterra Ls. 65,3 milioni di biglietti di banca e di Stato garantiti da 70,4 milioni di oro, da una copertura, cioè, del 107%.

*
* *

La *Germania* è l'unico paese belligerante che non abbia proclamato la moratoria generale pur avendo adottato di fatto misure che, in gran parte la equivalgono (1): mancando, però, la limitazione dei ritiri dei depositanti, l'aumento della circolazione doveva risultare ragguardevole, per la necessità delle banche di ricorrere al risconto presso la *Reichsbank*. D'altro lato occorre limitare le nuove richieste di credito del pubblico a questi istituti. Principale espediente del governo tedesco fu quello di promuovere la mobilitazione dei titoli e valori esistenti nel paese, i quali divengono base di una valuta cartacea sussidiaria che a sua volta, come vedremo, servirà di garanzia accessoria al biglietto di banca. Ci riferiamo alla istituzione delle *Casse di prestiti (Darlehenkassen)* destinate a concedere anticipazioni su pegno di titoli e merci, contro cui rilasciano, previo un congruo scarto (2), speciali buoni (*Darlehenkassenscheine*) di piccolo e grosso taglio (questi ultimi cambiabili in biglietti piccoli presso la Banca dell'Impero) che il pignorante usa come moneta. La circolazione globale autorizzata di queste Casse di prestiti fu di M. 1,5 miliardi (3).

(1) Il 4 agosto fu decretata la proroga dell'azione contro il debitore insolubile per forza maggiore, a sei giorni dopo la scomparsa dell'impedimento; il 6 agosto si prolungò di 30 giorni il termine per i protesti e per l'azione di regresso; il 7 agosto si estese l'ordinanza del giorno 4 agli impedimenti originali da disposizioni emanate all'estero, fu data facoltà al Magistrato di accordare una dilazione, fino a 3 mesi, per le obbligazioni create prima del 31 luglio che il debitore fosse nella materiale impossibilità di estinguere; si prorogò al 31 ottobre le scadenze dei crediti esteri sorti anteriormente alla suddetta data, e il 10 agosto si prorogò di 3 mesi la scadenza delle cambiali estere pagabili in Germania, create prima del 31 luglio.

(2) I prestiti sono concessi al saggio uniforme del 6,50 % ad anno e la misura della somma anticipata varia, secondo le categorie di valori e di merci, come segue:

Valori:

1°) Buoni del Tesoro dell'Impero e di Stati Tedeschi fino al 75 % del valore nominale; altri titoli dell'Impero e degli Stati fino al 70 % dell'ultimo corso di Borsa:

2°) Valori esteri già ammessi dalla *Reichsbank* fino al 40 % del corso ultimo di Borsa, salvo i prestiti Russi ammessi fino al 25 %.

3°) Valori vari a reddito fisso come prestiti municipali, obbligazioni ipotecarie, ferroviarie, valori di Stati neutrali od alleati, fino al 40-50 % dell'ultimo corso di Borsa,

4°) Azioni nazionali quotate in Germania fino 30-40 % del corso ultimo di Borsa, ma non più del 100 % e 125 % del valore nominale.

Merci:

1°) Quelle su cui sono concesse anticipazioni dalla *Reichsbank* (materie greggie e derivate) fino a 50 % del prezzo di mercato:

2°) Merci non deperibili di valore permanente, fino al 40 % del prezzo di mercato.

3°) Oggetti preziosi fino all'80 % del prezzo dell'oro.

Il cotone greggio e lo zucchero greggio sono ammessi fino al 60 % del loro valore in via eccezionale.

(3) Al 23 ottobre i *Darlehenkassenscheine* posti in circolazione sommarono a M. 534 milioni.

L'introduzione di tali Istituti fu integrata con la creazione di *Credithilfkassen* che concedono sconto di cambiali, aperture di conti correnti garantiti, anticipazioni su ipoteche e su valori non accettati dalle *Darlehenkassen*.

Per ciò che concerne il regime dell'emissione, lo si modificò, allo scoppiar della guerra, abolendo il cambio dei biglietti in oro e la tassa sulle eccedenze di circolazione; non fu allargato il limite legale di questa, che continua a corrispondere al triplo dell'importo della riserva legale (metallo aumentato dell'ammontare dei biglietti di Stato e di quelli di altre banche posseduti dell'Istituto) con l'unica aggiunta che in pratica in questa vengono compresi anche i *Darlehenkassenscheine*.

Vediamo ora quali furono gli effetti di tale meccanismo sulla situazione della *Reichsbank*.

Banca dell'Impero Germanico.

	23 luglio	31 luglio	31 agosto	30 set.	31 ottobre
Oro M.	1356.8	1253.2	1556.5	1716.1	1858.3
Argento. »	334.6	274.8	50.4	21.3	32.0
Biglietti di Stato e di altri istituti. »	105.6	44.9	192.5	343.8	869.8
Totale Riserva. M.	<u>1797.0</u>	<u>1572.9</u>	<u>1799.4</u>	<u>2081.2</u>	<u>2760.1</u>
Circolazione »	1890.9	2909.4	4234.9	4490.9	4170.8
Depositi »	944.0	1258.5	2441.3	2350.7	1305.5
Portafoglio »	750.9	2081.1	4750.1	4755.8	2773.5
Anticipazioni. »	50.2	202.2	104.9	30.6	35.6
Buoni del Tesoro »	330.8	396.6	163.3	105.9	38.4

Dalle cifre suesposte rileviamo, anzitutto, che nell'ultima settimana di luglio, gli impieghi dell'istituto aumentarono di M. 1482,2 milioni e i depositi di soli 314,5 milioni: il prodotto di gran parte degli sconti, non essendovi la moratoria sui depositi, furono, cioè, ritirati dalle banche per fronteggiare i rimborsi ai propri depositanti; la *Reichsbank* aumenta di oltre un miliardo la circolazione, pur spendendo 103,6 milioni di oro, 59,8 di argento e 60,7 di biglietti non suoi.

In agosto la Banca è esonerata dal cambio dei suoi biglietti in oro; lo Stato porta ad essa M. 120 milioni in oro dell'antico tesoro di guerra e gli 85 milioni fino allora raccolti della seconda riserva da costituire col prodotto della imposta straordinaria per le spese militari: da ciò, in gran parte, l'aumento di 303,3 milioni, del fondo aureo dell'istituto e la riduzione di 233,3 milioni nella cifra dei buoni del Tesoro da esso posseduti. Contemporaneamente si avvertono sulla situazione della *Reichsbank* i primi effetti della costituzione delle *Darlehenkassen*: le anticipazioni su titoli diminuiscono di M. 97,3 milioni, potendo il pubblico

ottenerle dalle casse suddette. I biglietti di Stato e di altri istituti aumentano di 147,6 milioni cominciando ad affluire alla *Reichsbank* i *Darlehenkassenscheine* ammessi a far parte della sua riserva metallica legale. Nello stesso mese il portafoglio dell'istituto sale di altri 2669,0 milioni e i depositi progrediscono soltanto di 1132,8 milioni: egli è che il portafoglio non contiene solo carta commerciale, esso comprende cambiali del governo, che è ricorso all'aiuto della *Reichsbank* in attesa di emettere il prestito di guerra votato il 4 agosto. Invero, in mancanza di altri dati, sappiamo che il 23 settembre il portafoglio dell'istituto, che segnava 4712,1 milioni, comprendeva M. 2348 milioni di cambiali del Tesoro.

Il 19 settembre il governo imperiale poneva in sottoscrizione M. un miliardo di Buoni del Tesoro 5% a 97,50 e un prestito, pure al 5% e allo stesso corso, per somma indeterminata: il consiglio al pubblico di portare alle *Darlehenkassen* i titoli preesistenti per ottenerne anticipazioni col cui ricavato sottoscrivere alla nuova emissione e l'invito alle banche di partecipare a questa nella misura di un quarto dei depositi posseduti, contribuirono, non v'ha dubbio, a ingrossare le sottoscrizioni, che ammontarono a M. 1339,7 milioni per Buoni del Tesoro e a 3121,0 milioni per la Rendita.

I primi versamenti sul suddetto prestito scadendo il 5 ottobre (40%) e il 26 ottobre (20%), nel mese di settembre non si hanno straordinari mutamenti nel bilancio della *Reichsbank*: v'ha solo da segnalare l'aumento dell'oro, che può spiegarsi con la sospensione del baratto dei biglietti; una ulteriore riduzione dell'argento, e una nuova espansione del fondo biglietti di Stato e di altri istituti, — principalmente dovuto all'afflusso di *Darlehenkassenscheine*, cui fa riscontro l'ulteriore diminuzione delle anticipazioni. In ottobre, invece, l'incasso delle due rate sul prestito governativo permette al governo di rimborsare alla *Reichsbank* gran parte delle sue cambiali — donde, principalmente, il declinare di M. 1982,3 milioni del portafoglio; mentre, avendo i sottoscrittori pagato una parte delle rate in oro (si afferma M. 500 milioni), il fondo aureo dell'istituto sale a M. 1858,3 milioni. Ma i sottoscrittori pagarono, naturalmente, anche con buoni ottenuti dalle Casse di prestiti come prodotto delle anticipazioni su titoli da essi contratti: di qui, principalmente, il cospicuo aumento (M. 526,0 milioni) dei biglietti di Stato e di altri istituti, compresi nella riserva legale della *Reichsbank*.

Dal punto di vista della *qualità* del biglietto troviamo dunque che nei tre mesi in esame il rapporto della riserva complessiva alla circolazione (che per legge, non può scendere al disotto di $\frac{1}{3}$) è bensì variata da 95 a 66% soltanto, nonostante che la circolazione stessa sia più che raddoppiata; ma il mantenimento di una proporzione relativamente alta è dovuto principalmente all'espansione del fondo « Biglietti di Stato e di altri istituti », la quale, a sua volta, dipende quasi interamente dall'afflusso dei rammentati *Darlehenkassenscheine*. La proporzione dell'oro solo, nonostante la sospensione del baratto, è declinata, inve-

ce, da 71,7 a 44,5% e la parte cartacea della riserva, per contro, è salita da 5,5 a 20,8% della circolazione. Ove l'emissione dovesse *oggi* raggiungere il massimo legale, cioè il triplo della riserva, si avrebbe una copertura del 22,4% in oro, del 0,4% in argento e del 10,5%, in altra carta-moneta o di Stato o delle banche minori o garantita da titoli di vario genere e da merci.

* * *

Per la *Francia* lo stato di guerra non ha introdotto nuove complicazioni nel meccanismo della circolazione; la Banca di Francia fu autorizzata a eccedere il limite legale della emissione e a sospendere il cambio dei biglietti in oro; in pari tempo lo Stato ricorreva all'Istituto per anticipazioni straordinarie di guerra.

Dal 30 luglio l'istituto francese non pubblica il proprio bilancio, ma dalle dichiarazioni fatte alla stampa dal Ministro Ribot è possibile ricavare le cifre al 1° e al 15 ottobre; le riproduciamo, ponendovi a riscontro i dati al 23 e al 30 luglio:

Banca di Francia.

	23 luglio	30 luglio	1 ottobre	15 ottobre
Oro Fr.	4104.4	4141.3	4092.0	4121.0
Argento »	639.6	625.3	319.0	329.0
Totale. . . . Fr.	<u>4744.0</u>	<u>4766.6</u>	<u>4411.0</u>	<u>4450.0</u>
Portafoglio »	1541.1	2444.2	4476.0	4359.0
Anticipazioni su titoli . . . »	718.0	743.8	?	841.0
Anticipazioni allo Stato . . »	205.0	205.0	2100.0	2400.0
Circolazione »	5911.9	6683.2	9299.0	9354.0
Conti correnti »	943.0	947.6	2177.0	2316.0
Conto Tesoro. »	400.6	382.6	296.0	?

Si rileva agevolmente come il portafoglio dell'istituto sia aumentato, nell'ultima settimana di luglio, di Fr. 903,1 milioni, e il ricavo dei nuovi sconti non sia andato che in minima parte (4,6 milioni) ad accrescere i depositi privati; si tratta, evidentemente, delle banche minori le quali, pressate dai ritiri dei propri depositanti, riversano alla Banca di Francia la carta commerciale posseduta per far fronte ai rimborsi. La circolazione sale, nella stessa ottava, di 771,3 milioni. Ma a fine luglio interviene la moratoria, e nei successivi due mesi il portafoglio si eleva di soli 2031,8 milioni e, contemporaneamente, i depositi progrediscono di 1229,4 milioni, chè il pubblico, diffidente verso gli istituti di credito, porta i suoi capitali alla banca d'emissione; così, nonostante la concessione di anticipazioni allo Stato per circa 1900 milioni, la circolazione si accresce di non più che 2615,8 milioni.

Osservando le cifre del bilancio al 15 ottobre si scorge che la Banca di Francia in poco meno di un trimestre, ha visto salire gli impieghi ordinari da 2259,1 a 5.200,0 milioni di franchi, aumento questo per 2818,0 milioni dovuto alla espansione del portafoglio; la variazione, però, rappresenta esattamente la ripercussione della guerra sul mercato: si tratta di nuova carta commerciale (l'accrescimento delle anticipazioni essendo trascurabile) portata alla Banca di Francia dagli istituti minori e dai clienti per fronteggiare le esigenze della situazione. L'aiuto dalla Banca prestato allo Stato è perfettamente distinto: consiste in Fr. 2195 milioni di nuove anticipazioni.

La circolazione dei biglietti è salita da 5911.9 a 9354.0 milioni mentre il fondo metallico scendeva da 4744 a 4450 milioni per la riduzione dell'argento, lo *stock* aureo essendo effettivamente salito da 4.104.4 a 4.121.0 milioni; ne deriva una riduzione della garanzia metallica del biglietto (23 luglio-15 ottobre) da 80.2 a 47.5%; per il solo oro la proporzione è variata da 69.4 a 44.0%.

* *

In *Russia*, come in Francia, le modificazioni del regime dell'emissione hanno principalmente consistito nella sospensione della convertibilità del biglietto e in una estensione del limite legale.

Banca Imperiale Russa.

	23 luglio	1° ottobre
Oro Rb.	1718.1	1832.7
Argento »	68.6	43.8
Portafoglio »	558.9	948.8
Anticipazioni »	217.4	209.5
Titoli »	105.9	97.8
Circolazione »	1859.8	2697.5
Conti correnti »	267.5	327.4
Conto Tesoro »	550.7	208.3

In mancanza di bilanci posteriori al 1° ottobre troviamo che in poco più di due mesi la circolazione è aumentata di Rb. 837.7 milioni e lo *stock* aureo di soli 114.6 milioni, per modo che il rapporto di questo a quella è declinato da 92.3 a 67.9%. Tenuto conto dell'oro posseduto dalla Banca alla suddetta data la circolazione straordinaria ammonta a 564.7 milioni di rubli: ove si verificassero ulteriori emissioni di biglietti sino a raggiungere il nuovo limite (Rb. 1200 milioni di biglietti metallicamente scoperti, in luogo di 300 milioni) senza che l'oro subisse aumenti, si avrebbe a fronte di 1832.7 milioni di metallo giallo, una circolazione di 3032.7 milioni; la copertura sarebbe quindi non inferiore al 60%.

Nel periodo accennato il portafoglio della Banca Imperiale Russa si è accresciuto di 389.9 milioni (+ 69%) mentre i depositi aumentarono di soli 59.9 milioni (+ 22%); si ha, anche in questo caso, la riprova che gli sconti concessi corrispondevano ad esigenze straordinarie degli istituti minori e dei clienti, nonostante che l'adozione della moratoria dovesse ridurre il fabbisogno.

Notevole è la diminuzione di 342,4 milioni del conto corrente del Tesoro, che, d'altra parte, non coincide con altri pagamenti allo Stato, in quanto i titoli pubblici posseduti dall'istituto sono diminuiti di 8.1 milioni anzichè aumentati.

*
* *

Interessante potrebbe riuscire l'esame dei risultati dei provvedimenti adottati in *Austria-Ungheria* per l'analogia che hanno ivi il regime dell'emissione e lo stato di cose creato dalla guerra in confronto della Germania; ma dal 23 luglio la Banca Austro-Ungarica sospese la pubblicazione del bilancio e troppo scarsi sono gli altri dati esistenti perchè vi sia modo di rendersi conto della situazione prodottasi (1).

Per contro è possibile ed utile seguire il perturbamento recato dalla guerra e, principalmente, dalla stasi della piazza di Londra, ai mercati d'oltre mare, anche provvisti delle maggiori risorse. Ci limitiamo fra questi agli *Stati Uniti* i quali, sebbene in apparenza al riparo da gravi ripercussioni del conflitto attuale, hanno mostrato uguale sensibilità sia pure sotto aspetto diverso, di altri paesi che, come gli Stati del Sud-America, trovansi sotto la dipendenza finanziaria diretta dell'Europa.

All'inizio della guerra il mercato nord-americano risultava debitore di quello europeo di una somma valutata a circa Doll. 250 milioni (2): in tempi normali questo debito sarebbe stato in larga misura compensato col trasferimento in Europa sia di titoli americani, sia di cambiali principalmente basate sul raccolto del cotone e destinate, quindi, ad essere, alla scadenza, bilanciate dagli acquisti europei di questo ed altri prodotti degli Stati Uniti. Con lo scoppio delle ostilità nel vecchio mondo tale modo di compensazione veniva a far difetto, l'Europa propendendo a ritirare metallo giallo a fronte dei suoi crediti quando, appunto, il regime di moratoria adottato le consentiva di procrastinare il pagamento dei debiti propri all'estero. Le banche americane, d'altra parte, non potevano, in vista dei consueti bisogni autunnali all'interno, non essere

(1) Come in Germania, l'istituto centrale fu esonerato dal cambio dei biglietti in-oro e dalla tassa sulle eccedenze di circolazione. Secondo notizie recenti funzionano ora in Austria *Casse di prestiti* sul tipo delle *Darlehenkassen* germaniche, delle quali non si conosce la situazione di bilancio.

(2) Notiamo ora che, successivamente alla pubblicazione di questo scritto, il *Ministro del Tesoro degli Stati Uniti, Mc Adoo*, nel suo *Rapporto annuale al Congresso* (9 dicembre 1914) indicava nella maggior somma di Doll. 450 milioni il debito del mercato americano verso quello europeo al momento in cui ebbe inizio il grande conflitto (Cfr. pag. 77).

restie a separarsi dal loro oro, per quanto questo fosse destinato, più tardi, a rimpatriare in pagamento delle importazioni europee: l'alto prezzo richiesto in mancanza di quotazioni ufficiali dei cambi, e il rischio inerente al trasporto sul mare, impedivano il materiale trasferimento del metallo al di qua dell'Atlantico. È da notare che una parte dello sbilancio su riferito era rappresentato dall'ultimo prestito $4\frac{1}{2}\%$ della città di New York (Doll. 80 milioni circa) prossimo a scadere: la sua regolare estinzione divenendo nel nuovo stato di cose, problematica, la città stessa procedette alla emissione di un nuovo titolo al 6% destinato a sostituirlo, assunto dalle banche locali che fornirono l'oro necessario alla liquidazione dell'operazione. Una parte di questo andò così ad accrescere, a credito dei portatori europei, lo *stock* aureo costituito, come già detto, al Canada dalla Banca d'Inghilterra quale appendice della propria riserva metallica; mentre il nuovo prestito, costituendo un impiego assai attraente, poteva essere, esso stesso, parzialmente assorbito dal capitale straniero: la cifra originaria dello sbilancio a carico degli Stati Uniti veniva, per tal modo, a ridursi più o meno sensibilmente.

Ma la necessità di ricondurre a un più normale funzionamento il meccanismo dei cambi persisteva: fu così costituito un consorzio (*Gold Pool*) per la somma di Doll. 100 milioni col principale scopo di effettuare trasferimenti di oro da New York al Canada, a credito della Banca d'Inghilterra, da servir di base alla somministrazione alle banche, a un cambio da determinarsi, di tratte e ordini telegrafici su Londra. La efficacia delle misure adottate può desumersi dalle variazioni subite dal cambio sull'Inghilterra (*Cable Transfers*) che da 4,87,55 segnato al 20 luglio, era salito, il giorno 30, alla chiusura della Borsa locale, al livello (nominale) di 5,50 e poi rimase sino a settembre a 5,00 per scendere, col funzionamento del consorzio, al corso di 4,96-4,97.

Qui non occorre rilevare l'importanza in linea generale, di questo fenomeno della disorganizzazione dei cambi per le relazioni monetarie fra paesi che la guerra non aveva isolato, tanto fra gli stessi componenti le parti in conflitto, quanto fra belligeranti e neutrali. La impossibilità di rimesse effettive in metallo ha fatto escogitare vari mezzi per rimpiazzarle, determinando, fra altro, il collocamento di prestiti da parte dei paesi debitori in quelli creditori, per destinarne il prodotto al pagamento d'interessi venuti a scadenza o di acquisti effettuati.

Tornando alla situazione degli Stati Uniti, è da avvertire come le conseguenze della guerra fossero quivi rese più gravi dal fatto che essa li sorprendevasi all'atto di provvedere alla mobilitazione del raccolto del cotone, che si stima quest'anno dover superare di oltre $\frac{1}{3}$ la media, essendo valutato a 11-12 milioni di balle. Venuta meno la possibilità di collocare in Europa le cambiali basate sul raccolto stesso, per quanto sia stato evitato ai produttori il danno che il cotone fosse considerato contrabbando di guerra, è sorto il problema del *finanziamento* dei produttori stessi: questo fu risolto ultimamente con la costituzione di un consorzio per raccogliere, contro emissione di titoli 6% il capitale di Doll. 135 milioni destinato a concedere anticipazioni ai coltivatori.

Gli accennati espedienti cui si è dovuto ricorrere agli Stati Uniti per fronteggiare le principali difficoltà sorte col conflitto europeo, traggono evidentemente origine dall'assenza di un regime unitario di circolazione a garanzia metallica, e dal fatto che il sistema delle *Federal Reserve Banks*, votato il 23 dicembre 1913 e destinato a migliorar tutto il meccanismo dell'emissione, per quanto prossimo ad esser adottato, non si trovava ancora in azione. Comunque sia gli espedienti stessi non evitarono un aumento rilevante della circolazione bancaria, sebbene il Tesoro nord-americano, come di solito in occasione di restringimenti monetari, accrescesse notevolmente i propri depositi presso le Banche Nazionali: queste dovettero ricorrere ad una emissione straordinaria (la *Emergency Currency* stabilita dalla legge 30 maggio 1908) analogamente a quanto avveniva in Europa.

In mancanza di dati recenti comprendenti le 7500 e più banche di emissione degli Stati Uniti, ci limitiamo a porre a confronto la situazione, a varie date, degli Istituti ascritti alle Stanze di Compensazione di New York (*Associated Banks of New York*) come quelli che riflettono i rapporti del mercato americano con l'Europa, e, in parte notevole, la situazione generale del mercato stesso.

Banche associate di New-York

	25 luglio	1° agosto	15 agosto	29 agosto	26 sett.	31 ottobre
Circolazione . Doll.	41.7	41.6	74.0	103.1	137.2	142.4
Depositi. . . . »	1957.2	1935.8	1912.6	1902.7	1983.2	1919.7
Prestiti »	2058.5	2056.2	2120.0	2127.7	2226.7	2157.3
Metallo »	385.1	363.4	309.9	317.9	325.8	345.1
Riserva »	466.6	444.4	382.7	394.2	415.7	448.4
» Eccedenza »	25.1	8.6	=	—	—	14.9
» Deficit . . »	—	—	48.0	33.9	30.7	=

Le suddette cifre mostrano la ragguardevole espansione della circolazione nel trimestre a tutto ottobre, in oltre Doll. 100 milioni (242 %) equivalente circa a quella degli impieghi mentre i depositi, anzichè aumentare, si sono ridotti di 37.5 milioni. Esse pongono in rilievo, cioè, la straordinaria richiesta di prestiti di cui furono oggetto gli Istituti in esame e, in pari tempo, il fenomeno, divenuto generale, della tendenza dei depositanti ai ritiri. Inoltre permettono di constatare la perdita di metallo subita dagli istituti fino alla metà di agosto, in 75.2 milioni, che, insieme alle uscite di biglietti di Stato ed altri *Legal Tenders*, ha fatto ribassare a questa ultima data, la riserva di 83.9 milioni, donde la oscillazione di essa da una eccedenza sul limite legale (25 % dei depositi) di 25.1 milioni a un *deficit* di 48 milioni; conseguenza questa delle richieste di oro

dall'estero e di numerario dagli altri centri degli Stati Uniti. Dalla metà di agosto a fine ottobre il metallo si accresce di 35.2 milioni, che, insieme al riflusso dei biglietti governativi, rispingono la riserva di 65,7 milioni, trasformando il *deficit* in una eccedenza di 14.9 milioni.

(1) Vogliamo qui rammentare una delle forme assunte per gli Stati Uniti dal contraccolpo del conflitto europeo, vale a dire il ragguardevole *deficit* recato al Bilancio e l'onere imposto ai contribuenti per ripianarlo. La diminuzione delle importazioni dall'Europa nel Nord-America, via New-York, sin qui constatata, facendo prevedere una riduzione degli introiti generali delle dogane, per l'annata 1914-15, di poco inferiore ai 100 milioni di dollari, il 23 ottobre fu promulgato il « *War Tax Bill* » comprendente nuove tasse di fabbricazione, d'esercizio, di bollo, sui consumi e sugli affari, destinate a provvedere una nuova entrata equivalente. I contribuenti degli Stati Uniti, fra le altre conseguenze della guerra possono così annoverare quella di un aggravio impreveduto di Doll. 1.08 annui a testa.

1915

**Il mercato monetario presso i belligeranti
in alcuni suoi aspetti durante il 1915 ⁽¹⁾.**

L'interesse che, in tempi normali, il passaggio al nuovo anno presenta per chi segue le vicende del mercato monetario internazionale, può dirsi che sia, questa volta, interamente mancato. La situazione determinata dalla guerra europea, e più il carattere di stabilità che il nuovo stato di cose prodottosi è andato assumendo col procedere di questa, ha ormai neutralizzato l'azione esercitata di solito dalla scadenza del termine annuale, soprattutto in riguardo ai reciproci rapporti dei vari centri. Divisi i grandi mercati europei in due campi chiusi l'uno all'altro; limitata la libertà di comunicazione col mercato americano a uno dei due gruppi, mentre l'altro è costretto, nella sua attività esterna, alle sole relazioni coi centri neutrali limitrofi, gli spostamenti internazionali di capitale cui, sul finir dell'anno, si faceva luogo in passato, sono intanto, esclusi, mancando la preesistente solidarietà delle varie piazze. Ma anche nella più ristretta cerchia dei singoli gruppi di mercati comunicanti fra loro non potevano verificarsi i movimenti consueti, mancando la materia all'esigenze che li determinavano, vogliamo dire l'accumularsi dei bisogni del ceto finanziario e commerciale, oggi ridotti a proporzioni si esigue da avere mediocre importanza anche nella sfera dei singoli mercati.

Invero, il ristretto lavoro del mercato finanziario propriamente detto, e la trasformazione subita in gran parte, pel fatto della guerra, dall'attività commerciale e industriale, impediscono il ricorso di cospicue richieste di denaro, da un lato, mentre, dall'altro, determinano la permanenza sui vari centri di notevoli disponibilità monetarie, che rendono, generalmente, l'offerta proporzionata a tali più moderati bisogni. Nessuna speciale importanza ha quindi, questa volta, la cronaca monetaria internazionale essendo in gran parte continuata, anche nel passaggio al nuovo anno, l'azione dei fattori che vedemmo, via via, entrare in giuoco precedentemente, a costituire quel regime di guerra che si può considerare, ormai, per un, purtroppo, indeterminato avvenire, come normale.

Riesce, forse, meno privo d'interesse uno sguardo fugace all'andamento del mercato dei capitali nei principali paesi belligeranti durante l'anno ora chiuso, al modo, cioè, in cui avvenne in ciascuno l'adattamento all'esigenze imposte dalla nuova situazione prodottasi.

(1) Dall'*Economista d'Italia* del 7 gennaio 1916.

INGHILTERRA. — Per cominciare dal mercato inglese, come quello nel quale si riassume, con più spiccati caratteri, la trasformazione subita dallo svolgimento della vita monetaria nei paesi alleati, notiamo, anzitutto il fenomeno dell'aumento del prezzo del danaro a Londra, che pare contraddire a quanto si è ora accennato. Lo sconto libero è ivi passato nell'anno da $2\frac{3}{4}$ a $5\frac{1}{4}$ per cento, mentre quello ufficiale è rimasto per tutto il 1915 a 5 per cento, saggio adottato dalla Banca d'Inghilterra fin dall'8 agosto 1914. Ma qui è da tener conto di due elementi, di carattere generale l'uno, speciale, l'altro, al mercato inglese. Il primo consiste nella necessità in cui il Governo britannico si è trovato di ricorrere al credito pubblico, al pari di tutti gli altri governi, per fronteggiare le spese della guerra, offrendo via via, data l'entità stessa delle sue richieste, saggi più remunerativi ai sottoscrittori, anche per fatto di prestiti ad interesse elevato emessi in Stati alleati; il secondo nella opportunità di spingere artificialmente il saggio libero a Londra a un più alto livello allo scopo di contribuire, per quanto possibile, a trattenere ivi il capitale straniero.

Circa quest'ultimo punto non bisogna dimenticare le proporzioni assunte in Inghilterra dalla trasformazione avvenuta, più o meno ovunque, nell'industria nazionale, che ha trovato in breve nello Stato il suo maggior cliente; un cliente che paga a contanti e permette così al produttore di astenersi dal ricorrere al credito o, quanto meno, dal ricorrervi nella misura consueta. Certo è che la nota dominante del mercato inglese ha consistito per tutto l'anno nell'esiguità dell'offerta di carta commerciale, e che i capitali abitualmente impiegati in sconti han finito per trovare l'unico, o quasi, loro investimento nei Buoni del Tesoro inglesi, dacchè, soprattutto, dal sistema in uso dell'emissione per somma determinata, si passò, in aprile, all'offerta di questi titoli a sportello aperto.

E qui, se ci fosse consentito, porremmo l'osservazione che, in realtà, la importanza data al livello del saggio del denaro sul massimo mercato inglese nei riguardi del probabile contegno delle disponibilità straniere su esso accumulantesi, consigliando, sulla metà di agosto, di elevare a $4\frac{1}{2}$ per cento lo sconto, per tutte le scadenze, cui erano collocati i Buoni del Tesoro stesso (allora ceduti a saggi varianti da $2\frac{3}{4}$ a $3\frac{3}{4}\%$ secondo la durata) fu forse non ultima causa che l'onere sopportato dallo Scacchiere pei prestiti di guerra successivamente emessi si dovesse accrescere in sì rapida progressione (passando da un $3\frac{1}{2}\%$ a 95 in novembre 1914, a un $4\frac{1}{2}$ per cento alla pari in giugno, e ai Buoni del Tesoro quinquennali 5 per cento in dicembre; dopo che in novembre era stato portato a 5 per cento il saggio pei Buoni ordinari di tutte le scadenze).

Si può opporre che la misura stessa in cui, in progresso di tempo, il Tesoro ha dovuto ricorrere al credito imponeva una crescente larghezza nelle condizioni offerte: per questo rispetto basti rammentare che il totale delle spese governative in Inghilterra, ammontate a

Ls. 198 milioni nel 1913-1914 salì a 561 milioni nel 1914-15, e si calcola a 1590 milioni per il 1915-16; mentre le entrate ordinarie si stabiliscono, nei tre esercizi, in 198, 227 e 272 milioni rispettivamente; ma, checchè sia di ciò, v'ha motivo a ritenere che per lungo tempo sia stata riposta troppa grande speranza, a Londra, nell'azione di fattori efficaci in periodi normali, e fra questi, nell'alto livello del saggio del denaro su piazza, in presenza dello sbilancio dei pagamenti con l'estero seguito all'anormale carattere assunto dal movimento commerciale inglese.

È nota la fantastica progressione avuta dalle importazioni inglesi dall'estero, soprattutto dagli Stati Uniti, in conseguenza della guerra: nei primi undici mesi del 1915 l'eccedenza di esse sulle esportazioni è sommata a Ls. 342 $\frac{3}{5}$ milioni, contro soli 137 milioni nello stesso periodo del 1914. Per i primi 16 mesi di guerra detta eccedenza risulta, ad esempio, di Ls. 248 $\frac{7}{8}$ milioni maggiore che nei corrispondenti mesi del 1912-1913. È agevole, da tali cifre, arguire la ripercussione del solo sbilancio commerciale sui movimenti di oro con l'estero e il perturbamento che esso arrecava al cambio, nel momento in cui, per l'andamento della situazione generale, era forzatamente ridotto l'afflusso di denaro per frutti dei capitali inglesi impiegati in paesi stranieri, destinato a compensare normalmente lo sbilancio dei pagamenti.

Indipendentemente però dall'eccedenza delle importazioni, i versamenti cui il governo inglese era ed è costretto a eseguire all'estero per spese inerenti alla guerra e per prestiti concessi a Stati alleati e alle Colonie, dovevano gravare notevolmente sulla situazione prodottasi a questo riguardo. Fu calcolato che per il corrente esercizio finanziario le spese suddette ragguagliano a Ls. 240 milioni, e i prestiti ad altre nazioni a 283 milioni, a fronte dei quali possono porsi 350 milioni all'entrata, per interessi del capitale inglese all'estero, assicurazioni marittime, ecc.: si avrebbe così un « deficit » di 173 milioni, che, aggiunto a uno sbilancio commerciale non inferiore a 360 milioni, fornisce il rispettabile totale di Ls. 533 milioni. Si capisce, dopo ciò, che tutta secondaria doveva riuscire la funzione compensatrice di un alto saggio del denaro a Londra, e che i movimenti delle specie metalliche e del cambio ivi registrati non potevano assumere un andamento meno anormale prima che fossero adottati espedienti straordinari conformi alla eccezionalità della situazione.

In realtà un miglioramento a questo riguardo non si pronunziò fintantochè il prodotto del prestito anglo-francese di Ls. 100 milioni collocato a New York nell'ottobre non si rese utilizzabile per i pagamenti da eseguirsi colà dal governo inglese; le pratiche dirette all'apertura, negli Stati Uniti, di crediti alle banche di Londra, non condussero a stipulazioni proporzionate all'entità dei conti privati da regolare; l'idea, già sperimentata dal governo francese, di riscattare dal mercato interno titoli americani per destinarli a garanzia di anticipazioni contratte a New York, non fu risolutamente fatta propria dal Tesoro britannico, e, infine, sintantochè la creazione dei citati Buoni del Tesoro quinquennali 5 per

cento, esenti da imposta per i portatori stranieri, non è venuta a offrire un eccellente modo d'impiego anche al capitale estero, specialmente americano. Giacchè, non occorre rammentarlo, la maggior parte dell'eccezione delle importazioni inglesi è dovuta al valore raggiunto dalla introduzione di prodotti dell'America.

Si constata, infatti, come il cambio della sterlina a New York, che segnava a fine dicembre 1914, il corso di 4,84.50, declinasse ininterrottamente sino a toccare, in settembre, quando già lo sconto libero a Londra era superiore a 4 1/2 per cento, il corso di 4,63, per poi in ottobre riprendere, un po' irregolarmente, a salire e chiudere l'anno a 4,74. D'altra parte speciale ampiezza, com'è naturale, assumevano i movimenti di oro presso la Banca d'Inghilterra, il cui fondo metallico, messo in special modo a contributo dal mercato nord-americano, passa nei dodici mesi al 23 dicembre 1915, da Ls. 70 2/5 milioni a poco più di 51 milioni, nonostante l'abbondante produzione sud-africana assicuratasi dall'istituto e il riafflusso verso di questo del metallo circolante sul mercato interno, dovuto a un più largo uso, promosso negli ultimi mesi, dei biglietti della Banca e di quelli emessi, fin dall'inizio della guerra, dallo Stato — gli uni e gli altri, come si sa, tuttora convertibili in oro a presentazione. Poichè il Tesoro inglese è andato formando una speciale riserva aurea a fronte dei propri biglietti, a lato del fondo metallico della Banca ve n'ha uno del governo che si è accresciuto nell'anno da 18 1/2 a 28 1/2 milioni, per modo che lo « stock » aureo del Regno Unito può dirsi sia variato in realtà da circa 89 a 79 1/2 milioni; il che non toglie che anche per questo rispetto, si dimostri opportuna un'ampia applicazione delle misure ormai adottate per ridurre l'impiego delle specie metalliche nel saldo dello sbilancio dei pagamenti con l'estero. Invero, nel periodo citato, essendo la circolazione della Banca declinata da 36 2/5 a poco più di 35 milioni di sterline, e quella dello Stato aumentata da 38 1/2 a 98 milioni, la copertura aurea di tutta la massa dei biglietti circolanti in Inghilterra è ribassata da 118 a 59 per cento.

Notiamo qui come i biglietti di Stato metallicamente scoperti non costituiscano per il governo britannico un debito infruttifero in aumento di quello ordinario, essendosi immobilizzati, a fronte di essi, fondi pubblici: l'aumento del Debito inglese determinato dalla guerra durante il 1915 corrisponde, quindi, all'importo dei titoli fruttiferi creati nell'anno. Esso consistette nel prestito di guerra 4 1/2 per cento per Ls. 590 milioni (gli altri 269 1/2 milioni del titolo essendo stati emessi per la trasformazione dei vecchi debiti presentati al cambio); nella metà del prestito anglo-francese di Doll. 1/2 miliardo collocato a New York; nei Buoni del Tesoro posti in circolazione, ossia Ls. 272 milioni al 18 dicembre: si ha così un aumento complessivo di 85 per cento sulla cifra del Debito a fine dicembre 1914 e di 136 per cento su quella anteriore al conflitto europeo. Occorre aver presente che a tale aumento contribuiscono le anticipazioni consentite a Stati alleati e alle Colonie e l'effettuato rimborso di effetti del portafoglio della Banca d'Inghilterra anteriori alla

moratoria che il Tesoro garanti all'Istituto: l'importo sinora noto per il 1915 (al 6 novembre) è di Ls. 194,1 milioni per le prime (Ls. 32,4 milioni nel 1914), e di 27,6 milioni per il secondo, cioè quasi 221 3/4 milioni che debbono considerarsi riscuotibili dopo la guerra.

Si ignorano le cifre dei pagamenti effettuati, sotto questi due titoli, dal Tesoro in novembre e dicembre; ma si sa che esso non ha ancora rimborsato per intero la Banca centrale delle nuove somme che questa ha versato per suo conto a governi esteri, nè degli altri effetti garantiti: è da attribuire a questa circostanza il fatto che il portafoglio dell'Istituto, da un anno all'altro, si limita a scendere da 103 1/4 a 102 1/2 milioni circa.

FRANCIA. — Più precisi e più recenti sono i dati analoghi ai precedenti, che riguardano la Banca di Francia. Il bilancio di questo istituto al 23 dicembre 1915 ci rivela che a tale data il governo francese aveva concesso prestiti a Stati alleati per franchi 630 milioni, tale cifra essendo segnato nei buoni del Tesoro collocati presso la Banca in dipendenza di tali operazioni; inoltre, che il mercato ha rimborsato nell'anno per Fr. 1639 milioni di effetti prorogati in possesso dell'Istituto, che si riducono così a Fr. 1838 3/4 milioni, mentre ha ottenuto nuovi sconti per 127 milioni — il portafoglio non scaduto essendo salito da 258 1/4 a 385 2/5 milioni — e Fr. 411 2/5 milioni di nuove anticipazioni su titoli, che sono aumentate a 1156 4/5 milioni. Se si considera che a queste due ultime variazioni contribuisce il periodo della emissione del recente Prestito nazionale francese 5 per cento con Fr. 68 2/5 milioni per gli sconti e 530 4/5 milioni per le anticipazioni, se ne può dedurre che le richieste di credito della clientela sono risultate nel 1915 assai esigue.

Anche in Francia l'attività, infatti, del mercato dello sconto è stata scarsa, per la riduzione subita, al pari che in Inghilterra, dall'offerta di effetti commerciali; ma in questo caso pure i bisogni del Tesoro han rimediato alla penuria d'impieghi pel capitale. Soltanto nel periodo gennaio-ottobre 1915 furono collocati Fr. 5.320 milioni di Buoni della Difesa Nazionale e 2388 1/5 milioni di Obbligazioni della Difesa Nazionale; infine si ebbe, in dicembre, il Prestito 5 per cento di cui le sottoscrizioni in contanti ammontano a circa 6 miliardi.

Lo sconto ufficiale è rimasto a Parigi per tutto l'anno a 5%, saggio cui era stato portato fin dal 20 agosto 1914; quello libero chiude l'anno, come l'aveva iniziato pure a 5%, non senza esser passato per un minimo di 3 1/2%.

Non occorre dire che le su menzionate accensioni di debiti non rappresentano se non una parte dei prestiti contratti dalla Francia, nel 1915, a seguito della guerra: basta, infatti, rammentare come le uscite governative siano ragguagliate a una media mensile di fr. 1665 milioni per il primo semestre, di 1870 per il terzo trimestre e 2505 nel quarto: nel totale annuo di 22 1/8 miliardi circa 19, ossia quasi l'86%, rappresentano spese inerenti alla guerra; quando appunto le entrate sono andate sensibilmente diminuendo (di 218 milioni nei primi undici mesi del 1915 in confronto al 1914).

Troviamo, in realtà, che le anticipazioni straordinarie della Banca di Francia allo Stato, dal 24 dicembre 1914, sono aumentate da 3,900 a un massimo di 7400 milioni, sinchè, un anno dopo, i versamenti sul prestito nazionale 5 per cento hanno consentito di ridurle a 5 miliardi. Osserviamo che nei suddetti dodici mesi i biglietti emessi dall'Istituto son passati da 10.043 a 13.201 milioni di franchi: la circolazione per conto dello Stato entra nella prima cifra per 4103 $\frac{1}{5}$ milioni e nella seconda per 5831 milioni circa, sì che la circolazione per il commercio si è limitata a salire nell'anno di 1430 $\frac{1}{5}$ milioni. Lo « stock » metallico dell'Istituto presenta un aumento de 4158 $\frac{1}{2}$ a 5070 $\frac{1}{2}$ milioni per l'oro e un regresso da 356 a 352 $\frac{1}{4}$ nell'argento: l'aumento del metallo giallo è principalmente derivato dall'afflusso dal mercato interno, il quale fornì 130 $\frac{1}{2}$ milioni durante il solo periodo della sottoscrizione del prestito nazionale 5 per cento.

Il rapporto del metallo alla circolazione si è così limitato a passare, nel 1915, da 45 a 41%.

Giova osservare che la Banca ebbe nell'anno a trasferire a Londra Fr. 1/2 miliardo di oro (400 mil. alla data del bilancio in esame) in relazione al credito ivi aperto al governo francese per Fr. 1 1/2 miliardi, la differenza essendo stata coperta con Buoni del Tesoro francesi. Questi vennero a costituire un debito di franchi 1029 milioni circa; altri Buoni, in Dollari, furono collocati agli Stati Uniti per Fr. 135 $\frac{3}{4}$ milioni e, infine, 1 $\frac{1}{4}$ miliardi in cifra rotonda rappresentano la parte della Francia nel prestito anglo-francese collocato a New York, che già citammo. Si ha in tal modo, coi Buoni del Tesoro ordinari scontati alla Banca di Francia, un totale di Fr. 16,753 milioni di nuovi titoli governativi emessi nel 1915. Manco a dirlo i debiti contratti su mercati stranieri trovano la loro ragione negli stessi motivi che indussero l'Inghilterra alle sue operazioni col Nord-America, cioè nella entità dei pagamenti all'estero dovuta allo sviluppo assunto, con la guerra, dalla eccedenza delle importazioni e nel conseguente perturbamento dei cambi.

Il corso della sterlina a Parigi, che al 31 dicembre 1914 segnava 25.05, invero, andò progredendo per spingersi, sulla metà di agosto, a 27.88 e poi mantenersi sempre al di sopra di 27, chiudendo l'anno intorno a 27.75. D'altra parte il cambio su New York da 516 è salito, nel 1915, a 585.50 dopo un massimo a fine agosto, di 598.50. Nè ciò può recar meraviglia se si pone mente al movimento ascensionale del « deficit » della bilancia commerciale francese che, nei primi undici mesi dell'anno, è passato, dal 1914 al 1915, da 1392 a 4470 milioni di franchi; aumento questo che non poteva certo essere neutralizzato dalle consuete partite attive della bilancia dei pagamenti con l'estero anche nella ipotesi, inconsistente, che esse fossero rimaste invariate nel capitolo degli interessi del capitale francese impiegato fuori dello Stato.

RUSSIA. — Fra gli Stati alleati l'Impero russo ha, più degli altri, visto declinare la sua valuta all'estero durante il 1915, il corso del Rublo essendo passato da 217 a 184 a Parigi, mentre lo « chèque » su Londra

saliva a Pietroburgo da 117 a 152. In Svizzera il rublo segna ormai 165.

L'inasprimento è avvenuto nonostante l'apertura di importanti crediti ottenuti dal Governo russo mediante l'emissione di Buoni del Tesoro, a Parigi per Fr. 625 mil., a Londra per Ls. 10 milioni, a New York per Doll. 10 1/5 milioni e ultimamente, al Giappone; ma è facile intendere la prevalente azione nel fenomeno dei pagamenti che il governo russo deve eseguire all'estero per acquisti richiesti dalla guerra e per interessi sul debito, pur dovendosi tener conto delle alterazioni del movimento commerciale; in particolare dell'arresto degli scambi con la Germania.

Le cifre comprendenti i soli primi otto mesi dell'anno presentano dal 1914 al 1915, un aumento nella eccedenza delle importazioni da 15 2/5 a 140 1/5 milioni di rubli nonostante l'enorme riduzione di queste e delle esportazioni, che, insieme passano da 1'608 2/5 a 484 4/5 milioni.

I prestiti esteri sopra citati traendo origine dai bisogni di disponibilità all'estero del Tesoro, il cambio russo ha risentito soprattutto della richiesta di divise da parte del mercato: ma tale pressione è destinata, per altro, ad attenuarsi per effetto del recente collocamento di Ls. 20 milioni di Buoni del Tesoro russi a Londra il cui prodotto è destinato a fornir mezzi pei pagamenti privati, e di un'operazione simile da concludere a Parigi.

Aggiungendo ai titoli piazzati all'estero le emissioni interne si constata che negli ultimi cinque mesi del 1914 il debito della Russia passò da 8811 a 10406 milioni di rubli, per salire a 17 miliardi circa alla fine dell'anno decorso: per il 1915 soltanto l'aumento è, perciò, di 63 per cento. In realtà le spese della guerra ammontarono a Rb. 1057 milioni nel 1914, a 7700 milioni nei primi nove mesi del 1915 e erano state previste in 2 miliardi per gli ultimi tre.

Nelle cifre riportate più sopra è compreso l'ammontare dei Buoni del Tesoro 5 per cento scontati dal Governo presso la Banca di Russia che, nell'annata al 15 dicembre, sono aumentati da 473 a 3289 milioni, mentre i titoli di proprietà dell'istituto salivano da 141 a 242 milioni, e l'ammontare delle anticipazioni consentite al mercato contro pegno di titoli da 258 a 775 milioni di rubli. Con tutta l'espansione di tali impieghi, la circolazione della Banca si è limitata ad aumentare da 2846 a 5201 milioni di rubli: si ha, infatti, che i depositi privati sono, nello stesso periodo, risaliti di 485 milioni, e il portafoglio è declinato da 638 a 395 milioni. Anche in Russia, cioè, l'offerta di carta per lo sconto si è ridotta e le disponibilità sono state generalmente abbondanti, i saggi relativamente moderati: lo sconto ufficiale non è stato rimosso dal 6 per cento.

La riserva aurea della Banca di Russia ha variato nell'anno da 1768 a 1835 milioni di rubli e l'argento da 47 a 34: il rapporto del metallo ai biglietti emessi passa così da 63 a 36%.

ITALIA. — In Italia, nei dieci primi mesi dell'anno, le importazioni hanno superato le esportazioni di L. 730 milioni, contro una eccedenza di 704 milioni nel periodo corrispondente del 1914, con una differenza

in più di soli 26 milioni da un anno all'altro: ma ben superiore è effettivamente lo sbilancio, in quanto i valori dati dalle statistiche doganali pel 1915, è risaputo, risultano dall'applicazione dei prezzi dell'anno precedente; mentre non è meno noto che la guerra europea ha dato un ragguardevole impulso ai prezzi di tutte le merci e ai noli. Non crediamo di andare errati ritenendo che, in realtà, il « deficit » della nostra bilancia commerciale pei soli mesi ora detti si aggiri sul miliardo, il che darebbe, *grosso modo*, 1200 milioni per la intera annata, cifra che quasi corrisponde allo sbilancio medio del triennio 1908-10 già preso a base dal comm. Stringher pel suo classico studio sulla bilancia dei pagamenti dell'Italia con l'estero.

In tale studio le rimesse degli emigrati, le spese dei forestieri fra noi e la eccedenza a favore dell'Italia dei versamenti postali e telegrafici con l'estero, venivano calcolate a 1.100 milioni: di quanto si son ridotti i 900 milioni dei primi due cespiti per effetto della guerra? Vengono poi, all'attivo della bilancia, i proventi del capitale italiano investito all'estero o in titoli stranieri, fissati allora prudentemente in 50 milioni e che si può concedere si sieno sviluppati; ma quale impulso ha avuto la voce, al passivo, dei pagamenti in dipendenza di titoli italiani collocati all'estero e di capitali stranieri impiegati in Italia, che in tale studio figuravano pei soli interessi, in 185 milioni, mentre oggi la cifra dovrebbe essere integrata con l'ammontare dei ritiri di capitale, certo notevolissimo? E, per conseguenza il « deficit » definitivo attuale qual multiplo rappresenta di quello allora determinato in 200-250 milioni?

Queste sole domande, cui non è agevole rispondere affrettatamente, valgono a dimostrare come la questione dei cambi fra noi non esorbiti dai caratteri che essa offre negli altri paesi della Intesa, con l'aggravante che per l'Italia la compensazione della maggior parte del « deficit » della bilancia dei pagamenti è ottenuto, normalmente, per 900 milioni mediante proventi per natura instabili, di modo che ove la loro azione si riduca o scompaia, e, peggio, contemporaneamente si aggravino le partite di debito, il cambio viene ad essere quasi esclusivamente governato dall'andamento dei rapporti commerciali internazionali.

Il 1915 pur comprendendo per l'Italia cinque mesi di neutralità, può esser considerato alla stessa stregua, sotto l'aspetto in questione, che per gli Stati ora a noi alleati, in quanto le esigenze della preparazione militare e le ripercussioni della guerra europea avevano già impartito nuovo carattere alla bilancia commerciale e a quella dei pagamenti. Così i cambi, dopo la partecipazione alle ostilità, non fan che affermare e, in alcun casi, accelerare l'aumento già subito precedentemente: prendendo in esame i corsi alla fine del 1914, al 20 maggio e al 31 dicembre 1915 vediamo che il Londra passa da 25,875 a 28,22 e a 31,265; il Francia va da 103,28 a 109,985 e 112,755; lo Svizzera da 101,525 a 110,84 e 125,435; il New-York da 5,31 a 5,88 e 6,59.

Ciò è quanto dire che la valuta italiana perde attualmente 19,30% a Londra, 11,30% a Parigi, 20,30% in Svizzera e 21,40% a New York;

ma non bisogna dimenticare che, per cause analoghe, la sterlina è in perdita, contemporaneamente, di 2,6 % a New York, 9,7 % a Amsterdam e 1,3 % a Ginevra, e che in Francia perde 11,5 % agli Stati Uniti, 17,7 % in Olanda e 10,35 % in Svizzera.

Giova osservare che ai mezzi escogitati all'estero per compensare il perturbamento di cui è parola, ha dovuto ricorrere naturalmente, anche il nostro paese, vale a dire all'emissione di titoli di Stato sui mercati nei quali più ingenti risultano gli acquisti governativi e i pagamenti a effettuarsi. Fu annunciato già il collocamento di Buoni speciali del Tesoro a New York per L. 125 milioni e due operazioni concluse, per cifra più cospicua che si è voluta far salire a oltre 2 miliardi, a Londra: rileviamo invece dall'ultima situazione del Tesoro che i Buoni collocati all'estero fino al 30 novembre ammontavano a L. 810, 1 milioni.

Non trascurabile parte, naturalmente, ha avuto, nel determinarsi del nuovo andamento dei cambi, la espansione della circolazione cartacea cui furono costretti i vari paesi belligeranti per le esigenze stesse della guerra, e da essa non può farsi astrazione per nessuno di questi ultimi; il nostro paese, però, non ha ecceduto quella misura che, in confronto degli altri, lasciava attendere la sua complessione economico-monetaria.

Nei primi undici mesi del 1915 la circolazione bancaria è aumentata, in complesso, da 2936 a 3862 milioni; mentre, però, la circolazione per il commercio è declinata da 2201 a 1954 milioni, quella per conto dello Stato sale da 735 a 1907 milioni: l'aumento di quest'ultima appartiene per 1040 milioni al periodo successivo alla dichiarazione di guerra. Notiamo subito che dei 1907 milioni cui ammontano i biglietti emessi per conto del governo, 685 milioni rappresentano un vero e proprio debito dello Stato (Anticipazioni statutarie e supplementari) e 1222 milioni biglietti somministrati al Tesoro, mediante vincolo di titoli appartenenti alla Cassa Depositi e Prestiti, per fronteggiare bisogni economici cui provvede la cassa stessa, o di titoli e attività spettanti a istituti di credito o di risparmio i quali ottennero dallo Stato anticipazioni contro pegno o per acquisti di grano; biglietti che costituiscono un semplice impegno del Tesoro, e sono destinati a scomparire dalla circolazione a misura che le attività onde risultano garantiti potranno essere svincolate.

D'altra parte l'importo dei biglietti di Stato propriamente detti, nei citati 11 mesi, è passato da 657 1/4 a 1056 3/4 milioni; addizionandolo all'ammontare di quelli di banca, si ha una espansione totale nella circolazione italiana da 3593 a 4919 milioni.

Notiamo subito che contemporaneamente le riserve metalliche degli istituti di emissione passavano da 1738 3/5 a 1701 milioni con la conseguente riduzione del rapporto di esse a « tutta » la circolazione bancaria da 59,2 a 44,0 per cento.

Se si detrae dalla cifra della riserva il metallo posto a fronte dei debiti a vista e dei biglietti per anticipazioni statuarie al Tesoro, vediamo che la proporzione del metallo alla circolazione per conto del

commercio, dal 31 dicembre 1914 al 30 novembre u. s. è salita da 68,5 a 73,7 per cento. Infine, aggiungendo alla riserva delle banche l'oro posseduto dal Tesoro a fronte dei suoi biglietti, si ha che per tutta la massa della circolazione di banca e di Stato la garanzia metallica passò da 52,7 a 37,7 per cento.

Accennato ciò, aggiungiamo che l'aumento del nostro debito pubblico nei primi undici mesi dell'anno fu, secondo che si può desumere da statistiche ufficiali, di 2148 milioni nei vari redimibili, di milioni 986 $1/2$ nei buoni del Tesoro ordinari e collocabili all'estero; di 401 nei biglietti di Stato (al netto della riserva rispettiva) e di 375 nei biglietti di banca emessi per conto del Governo e costituenti una effettiva passività di questo: in totale 3910 $1/2$ milioni dei quale $4/5$ in titoli pubblici propriamente detti e appena $1/5$ in biglietti.

La constatata riduzione della circolazione bancaria per conto del commercio, ci porta a rilevare che gli impieghi ordinari dei tre Istituti di emissione ebbero complessivamente a variare, gli sconti da 995 a 694 milioni, le anticipazioni su titoli da 200 a 250 $1/2$ milioni: in complesso una diminuzione di 259 $1/2$ milioni. Ma qui devesi rammentare che anche in Italia si è verificata l'evoluzione impressa dalla guerra al commercio e alla industria degli altri belligeranti, che dicemmo in principio, e che doveva ridurre fra noi la misura, almeno per una parte del mercato, in cui normalmente si ricorre al credito.

È così che, cessata, alla vigilia della guerra, la moratoria, gli istituti di emissione han visto ridurre l'importo delle cambiali in portafoglio e, dall'altro lato, diminuire le richieste di sconti e anche di sconto, chè le banche ordinarie non hanno avuto grande necessità di ricorrervi per la diminuzione nelle domande di credito della clientela e nei prelievi dei depositanti.

Dal 31 dicembre 1914 al 31 novembre u. s. troviamo che le cinque — ora, per la fusione di due di esse, soltanto quattro — principali banche di credito ordinario italiane si sono limitate ad accrescer da 891 a 920 milioni il portafoglio, e a ridurre da 483 $1/2$ a 418 i depositi.

Del pari gli istituti di risparmio registrano diminuzioni appena sensibili nei depositi da essi custoditi: da sole, le casse postali, nei primi undici mesi del 1915, si sono limitate a ridurre i propri da 1950 $2/5$ a 1905 $3/5$ milioni — il che è assai confortante se si riflette che coi due prestiti nazionali il mercato assorbì L. 2146 milioni di nuovi titoli.

GERMANIA. — Volgendoci all'altro gruppo di belligeranti troviamo ugualmente per il 1915 da una parte, l'inevitabile crescendo dei debiti pubblici e dall'altra il ribasso dei cambi nonostante le condizioni alle quali è ridotto il rispettivo commercio con l'estero.

Per la Germania, per quanto questo sia straordinariamente esiguo, e — nell'attuale forzata sospensione delle relazioni dell'Impero coi paesi d'oltremare — non si possa parlare di un « deficit » della bilancia dei pagamenti tedesca con gli Stati Uniti — il cambio del Marco a New York è ribassato, nell'anno, da 87,37 a 76 $1/2$, sebbene si assicuri che circa

M. 1200 milioni di valori americani sieno stati realizzati dal mercato germanico.

Nonostante, poi, che gli scambi con la Svizzera per le combinazioni escogitate, procedano regolarmente, il cambio germanico, da una media di 120,34 nel 1914 (123,67 nel 1913) è sceso quivi, il 31 dicembre, a 98,75, al qual corso la perdita sulla pari è del 27 1/2 %. In Olanda il marco è quotato 43,80, con una perdita di 26,1 per cento. Evidentemente la situazione finanziaria dell'Impero non ispira, dopo diciassette mesi di guerra, soverchia fiducia, svanita, come è, la prospettiva di straordinarie indennità di guerra che il ministro delle finanze aveva, in principio, fatto brillare innanzi agli occhi del popolo tedesco.

Con gli ultimi crediti votati dal Parlamento, dallo scoppio della guerra in poi il Debito pubblico in Germania viene ad accrescersi di M. 35 1/2 miliardi (dei quali 25 1/2 miliardi pei tre primi prestiti di guerra) vale a dire del 168 per cento: il solo servizio di questi nuovi prestiti esigerà il raddoppiamento delle entrate governative. Un primo passo verso il quale è ora annunziato con la proposta, per il 1916, di nuove imposte per M. 500 milioni; il che non può incoraggiare l'ottimismo delle previsioni dopo la ripulsione del Bilancio germanico a chiudere in pareggio, nel periodo anteriore alla guerra, nonostante i crescenti oneri sopportati dal contribuente tedesco.

Merita, inoltre, speciale attenzione l'andamento della situazione della Banca dell'Impero che nei dodici mesi al 15 dicembre ha accresciuto la sua circolazione da 4275 a 6100 milioni di marchi, parallelamente alla espansione che subiva il portafoglio dell'istituto, aumentato da 3071 a 5275 milioni. Come si sa in questa cifra, oltre l'importo degli effetti commerciali, è compreso quello delle cambiali dal Tesoro scontate presso la Banca. Se si tien conto che nel 1912 e nel 1913, alla stessa data, il portafoglio stesso non superava gli 870 e 1406 milioni rispettivamente, si potrebbe dedurne che il debito del governo è passato nell'anno, nella migliore ipotesi, da 1 1/2 a 3 3/4 miliardi di marchi.

In realtà sul mercato dello sconto l'offerta di carta commerciale è stata esigua e il saggio libero ha oscillato nell'anno fra 3 e 4 % per avvicinarsi in ultimo al livello di quello ufficiale (5 % dal 23 dicembre 1914),

Lo « stock » aureo dell'Istituto, con tutti i sistemi per far affluire a questo il metallo in circolazione, si è limitato a salire da M. 2052 a 2438 milioni, mentre l'argento declinava da 45 a 37 milioni: la garanzia metallica dei biglietti passa così, da un anno all'altro, da 49 a 40 per cento. Ma è da tener conto dei biglietti di Stato in circolazione, di cui fino a qualche tempo fa figuravano emessi M. 360 milioni, i quali non hanno più a fronte alcuna somma di oro, la riserva metallica del governo facendo ora parte di quella della Banca; nonchè dei biglietti delle Casse di prestito di guerra, i quali, se pur coperti dai valori dati a garanzia dei prestiti ottenuti dal mercato, non devono meno, per omogeneità di confronti, esser presi in considerazione. Nella ipotesi che soli M. 1 1/4 miliardi fra gli uni e gli altri, si trovino a circolare, si ha una emissione

totale di 7100 milioni, della quale il metallo della « Reichsbank » non rappresenta più del 33 per cento.

Un tale stato di cose si è ripercosso sul credito dello Stato assai sensibilmente: nonostante che i corsi in Germania sieno determinati con sistema assai artificiale, troviamo che alla Borsa di Berlino il prezzo di compenso fu, a fine novembre, pel 3 per cento germanico di 70,00, contro 74,70 a fine luglio 1914. Ma non sembra che ugual metodo adottino i mercati neutrali, in quanto in Svizzera i corsi da prima della guerra a fine di cembre 1915, sono passati da 74 a 50 e per il 3 1/2 per cento, prussiano da 82 a 59,25. A New York il prestito di guerra 5 per cento che una ditta bancaria poco fa cedeva per conto della Germania, a Doll. 210 per 1000 marchi, era offerto, il 1° dicembre u. s., a 202,50.

AUSTRIA-UNGHERIA. — Per l'Impero austro-ungarico si può dire che manchino dati atti a far riconoscere l'azione esercitata sul mercato dei capitali dalla guerra non solo nell'anno ma in tutto il periodo da che essa dura. È noto che lo sconto ufficiale, fissato a 5 1/2 fin dall'ottobre 1914, fu ribassato a 5 per cento nell'aprile u. s., ma l'adozione di tale provvedimento nulla dice nell'assenza di ogni cifra all'infuori di quelle dei prestiti di guerra emessi.

È stato recentemente pubblicato che il complesso dei debiti dell'Austria e dell'Ungheria alla vigilia del conflitto europeo ammontasse a Corone 20 4/5 miliardi: negli ultimi cinque mesi del 1914 si ebbe il primo prestito di guerra austriaco 5 1/2 per cento (emesso a 97,50) di Cor. 2200 3/4 milioni, quello ungherese al 6 per cento per 1170 milioni circa, che da soli porterebbero il totale a fine dicembre 1914 a 24170 3/4 milioni. Nella scorsa estate il secondo appello al pubblico avrebbe fornito 2650 milioni in Austria e 1120 in Ungheria; in autunno il ricavato dell'ultima sottoscrizione di guerra (un 6 per cento a 93,60) sarebbe stato, secondo si afferma, di 4070 1/2 milioni in Austria e di 1980 milioni in Ungheria. Il Debito austro-ungarico sarebbe aumentato, per ciò soltanto, durante l'anno decorso, del 47 % e risulterebbe ora di 63 %, maggiore che non prima della guerra.

All'infuori di ciò, tutto si limita ad induzioni: così manca ogni cifra sulla situazione della Banca Austro-Ungarica, il cui ultimo bilancio pubblicato rimonta al 23 luglio 1914. A tale data l'Istituto aveva emesso Cor. 2130 milioni di biglietti, di cui 60 milioni per conto dello Stato: nel gennaio 1915 fu stimato a cor. 5 miliardi l'importo delle anticipazioni concesse dalla Banca al Tesoro, con che la circolazione non poteva risultare minore di 7070 milioni; sul finir dell'anno fu affermato che questa avesse ecceduto i 12 1/2 miliardi. Non sarebbe, adunque, inferiore a 10 miliardi il debito contratto dallo Stato presso l'Istituto dal principio della guerra ad oggi; ma tale importo non potrebbe aggiungersi al totale delle emissioni di obbligazioni di Stato menzionate più sopra in quanto una parte di queste, anziché esser stata effettivamente assorbita dal pubblico, fu dal Governo collocata presso la Banca Austro-Ungarica a garanzia di anticipazioni ottenutene.

Sta in fatto, però, che la Banca Austro-Ungarica aveva anticipato, al 31 dicembre 1914, contro speciali obbligazioni a breve scadenza, corone 33½ miliardi al governo austriaco e 11½ miliardi a quello ungherese; nè si sa di quanto siano tali importi variati nel 1915, nonostante la emissione dei nuovi prestiti di guerra. In ogni caso può domandarsi a qual cifra sia passato il fondo metallico dell'Istituto, che prima della guerra ammontava a corone 1589 1¼ milioni, di cui 1237 7/3 in oro, e di quanto si sia ridotta la proporzione di questo ai biglietti, in allora del 58 per cento.

Al contrario sarebbe da tener conto delle abbondanti emissioni di biglietti di Stato sin qui avvenute, che debbono aver raggiunto cifre rilevantisime, tuttora ignote, e potrebbesi segnare in aumento del Debito i prestiti stipulati fuori del paese, vale a dire M. 300 milioni nel 1914 e M. 4½ di miliardo nel 1915 in Germania, destinati a combattere la debolezza del cambio. La quale, come per la Germania, non trae origine dall'andamento del commercio con l'estero, ed è continuamente aumentata nonostante che questo sia ormai ridotto a meschine proporzioni; ma da sfiducia — sfiducia la quale pare divisa dalla stessa alleata Germania se, come veniamo informati, le Casse di prestito di guerra berlinesi si limitano ad anticipare sui titoli dei prestiti di guerra austro-ungarici il 40 per cento del loro valore nominale, sebbene, ad esempio, alla Borsa di Berlino il 30 novembre il 41½ per cento austriaco 1913, sia stato apparentemente compensato a 78, contro 83 a fine luglio 1914.

In ogni caso è misura di tale mancanza di fiducia il ribasso in Svizera del corso della Corona che, quotata 103,96, alla vigilia della guerra, (100,11 in media, nel 1914), segnava il 31 dicembre u. s. 67, passando quindi da 1 per cento a 36 per cento la perdita del cambio, perdita che in Olanda, il 15 dicembre, era di 39 per cento, la Corona valendo 30 1½.

1916

Spunti di cronaca monetaria (1)

La situazione degli Istituti, la circolazione cartacea e il cambio dopo 21 mese di guerra.

30 aprile.

Non è privo d'interesse di ricercare, dopo ventun mesi di guerra, i mutamenti avvenuti nella situazione degli istituti centrali dei paesi belligeranti sia pure limitatamente al rapporto del fondo metallico agl'impegni (circolazione dei biglietti +- depositi privati e governativi), indice che, sino a qualche tempo fa, era oggetto di predilezione in Germania nei confronti che quivi si facevano dei dati nazionali con quelli dell'Inghilterra.

Prendendo come date estreme la seconda decade del luglio 1914 e la prima del corrente mese, troviamo che per la Banca d'Inghilterra il rapporto stesso è passato da 47% a 31,7%; per la Banca di Francia da 65% a 30,5%; per la Banca di Russia da 76% a 38,3%; per i tre Istituti italiani da 65% a 33,2%; per la Banca dell'Impero Germanico da 59% a 29 per cento.

Si ha quindi che attualmente detti paesi si presentano, sotto l'aspetto in questione, in ordine decrescente, come segue: Russia, Italia, Inghilterra, Francia, Germania: il che, se riesce di soddisfazione per il nostro paese, non può certo allietare i circoli tedeschi, che, fino a poco tempo fa, vantavano la superiorità della *Reichsbank* in confronto della Banca di Inghilterra.

Ove si voglia rivolgere la indagine alla garanzia metallica della sola circolazione e si consideri non soltanto quella bancaria ma il totale dei biglietti di banca e governativi e le riserve che stanno a fronte degli uni e degli altri, per quei paesi che hanno una emissione di Stato, troviamo — nei limiti dei dati disponibili — che la copertura metallica (oro e argento) dei biglietti, nel complesso, è variata, dallo scoppiar della guerra, nel modo seguente: Inghilterra da 142 per cento a 59.7 per cento; Francia da 80 per cento a 34.5 per cento; Russia da 98 per cento a 46.5 per cento; Italia da 67 per cento a 37.3 per cento; Germania da 96 per cento a 31.5 per cento (supponendo invariata al livello di fine dicembre 1915 la cifra dei biglietti delle Casse di prestito di guerra e di quelli di Stato, in mancanza di dati posteriori).

(1) Da note pubblicate nell'*Economista d'Italia* alle date segnate in margine.

I suddetti Stati si classificano quindi, in ordine decrescente, a questo riguardo, come segue: Inghilterra, Russia, Italia, Francia, Germania.

Anche da tale punto di vista v'han motivi di soddisfazione per noi e mancano interamente per la Germania.

È da presumere legittimamente che ove si avessero dati sull'Austria Ungheria, sia nell'uno sia nell'altro caso, la percentuale risulterebbe più bassa che non per la Germania.

Le cifre che precedono confermano ancora una volta che, nelle condizioni determinate dalla guerra europea, e delle quali la storia dei mercati non registra alcun precedente, nè la posizione degli istituti centrali nè la qualità del biglietto in circolazione esercitano più intera l'azione che in tempi normali si è abituati a riconoscere, sui corsi del cambio rispettivo; il quale risulta esclusivamente governato dall'andamento della bilancia dei pagamenti internazionali, ora dipendente in modo sì diretto da quella commerciale.

Se si esamina la perdita subita dal cambio dei predetti paesi si osserva che questi si presentano in ordine tutto diverso dal precedente: limitandoci alle quotazioni ultime di uno dei mercati neutrali, per es. la Svizzera, si ha che la scala progressiva della perdita sulla pari è la seguente: Inghilterra ($-2,1\%$), Francia ($-12,8\%$), Italia ($-19,6\%$), Germania ($-22,0\%$), Russia ($-39,1\%$).

Le condizioni della circolazione presso i belligeranti e il cambio.

11 giugno.

Anche in Germania è allo studio la questione della riduzione del medio circolante cartaceo mediante un più largo uso dei modi di compensazione dei pagamenti. È questa una conseguenza del prolungarsi del conflitto europeo e una prova di più che nei piani tedeschi non era considerata l'eventualità d'una sì lunga durata della guerra.

La mobilitazione dei titoli organizzata al principio di questa con la istituzione delle Casse di prestito di guerra governative emittenti biglietti propri, e l'equiparazione di questi stessi biglietti a quelli di Stato nella composizione della riserva « legale » della Banca dell'Impero, rispondevano a criteri di necessità e di opportunità del momento. Invero si evitava di dover commisurare la espansione della circolazione dell'Istituto centrale ai bisogni straordinari del mercato, da un lato, mentre dall'altro, coll'ingrossare la parte cartacea della riserva si dava modo di conservare il rapporto legale del terzo tra questa e la circolazione dell'Istituto, negli inevitabili allargamenti dell'emissione dei biglietti, in attesa che il drenaggio dell'oro dal paese consentisse di rafforzare la parte metallica della riserva stessa.

Prolungatasi la guerra e mancata l'occasione allo sperato ritorno di una situazione europea, dal punto di vista germanico, normale, è scaduto il termine previsto pel riassetto della emissione tedesca, e rimangono oggi nell'Impero troppi biglietti in circolazione e troppo poco oro nelle casse della « Reichsbank ».

Invero dal 23 luglio 1914 al 23 dello scorso maggio = il bilancio al 31 maggio non è ancora in nostro possesso — l'oro presso quest'ultima si è limitato a variare da M. 1357 milioni a 2463 milioni, l'argento è declinato da 334 a 40 milioni, la parte cartacea della riserva legale è salita da 106 a 552 milioni; mentre la circolazione dell'Istituto da 1891 milioni si è spinta a 6443 milioni.

Ciò significa che la riserva legale rappresenta ora il 47,4 % della circolazione dei biglietti di banca, contro 95,0 % nel 1914, di fronte al 33,33 % voluto dalla legge; e che mentre allora la riserva era composta del 75 1/2 % di oro, del 18 1/2 per cento di argento e del 6 % di biglietti di Stato e di altre banche (garantiti più o meno sensibilmente da oro), oggi essa contiene 80 % di oro, 1,3 % di argento e 18,7 % di valute cartacee principalmente costituite da biglietti di Stato metallicamente scoperti (l'oro a fronte di essi facendo ora parte del fondo metallico della « Reichsbank ») e di biglietti delle Casse di prestito di guerra garantiti dalle merci e dai titoli di varia specie da esse presi in pegno.

Così mentre l'oro aumentò dell'81 % la circolazione della Banca centrale sia crebbe del 241 %, passando la proporzione dell'uno all'altra nei 22 mesi accennati, da 72 % a 38 %. Per quanto quest'ultimo rapporto non sia disprezzabile, esso, non v'ha dubbio, è destinato a diminuire sia per la difficoltà dell'istituto nell'attrarre oro dal paese (negli ultimi due mesi lo « stock » aureo della « Reichsbank » è aumentato di soli M. 3 milioni) sia per le ulteriori espansioni che la circolazione di esso è destinata a subire con l'accentuarsi dei bisogni del Tesoro. Invero l'aumento, per M. 4552 milioni, verificatosi in essa nei 22 mesi, è, non sappiamo in quali proporzioni, ma certo per qualche miliardo, dovuto allo sconto di cambiali del Governo, che fan parte del portafoglio dell'istituto, salito a sua volta, dalla vigilia della guerra europea in poi, da 751 a 5266 milioni di marchi.

Ma i biglietti circolanti in Germania appaiono troppi anche, e più, in considerazione del fatto che v'ha qualche centinaio di milioni di marchi di biglietti di Stato ormai privi di qualsiasi riserva metallica, da aggiungersi a quelli emessi dalla « Reichsbank » per conto del Governo; che v'hanno i biglietti delle banche di alcuni degli Stati confederati, per le quali non è ancora scaduto il privilegio dell'emissione, che in tempi di pace rappresentavano 1/10 di quelli emessi dall'istituto centrale, e che per « qualità » non possono differire gran fatto da questi ultimi; che, infine, vi sono i biglietti delle Casse di prestito di guerra — i quali ammontavano, al 31 dicembre 1915, a M. 2347,7 milioni — cui stanno a fronte valori di Stato e di altro genere e la cui sparizione dalla circolazione è subordinata al riassorbimento di tali titoli da parte del mercato, sul quale incombe la massa dei nuovi prestiti cui ricorre il Governo.

La circolazione totale dei biglietti è, quindi, non v'ha dubbio, eccedente, e nella impossibilità di aumentare lo « stock » del metallo giallo per rialzarne il valore, sarebbe opportuno ridurla; ma noi non sappiamo quanto quella qualsiasi diminuzione che fosse possibile ottenere con lo

sviluppo dei mezzi di compenso dei pagamenti interni potrebbe valere a influire favorevolmente sul cambio germanico all'estero, scopo ultimo dell'agitazione odierna.

— Anche in Francia v'han forse troppi biglietti in circolazione e la recente introduzione degli «chèques» circolari (i vaglia-cambiali dei nostri istituti di emissione; gli assegni-circolari delle banche di credito ordinario italiane), mira, appunto, a ridurre l'uso della cartamoneta e incoraggiar quello dei surrogati di essa. Ma in Francia non v'ha la molteplicità di forme e di caratteri dei biglietti circolanti in Germania: non vi sono che quelli dell'Istituto centrale. Il quale, nei 22 mesi ora detti, ha portato la propria circolazione da Fr. 5912 a 15 435 milioni, e lo «stock» aureo da 4104 a 4732 milioni, un aumento del 161 % per la prima e del 15 % per il secondo. Circa il minor aumento proporzionale dell'oro in confronto della Germania, non occorre rammentare come la Banca di Francia abbia provveduto a rimettere all'estero, per conto del Governo, importanti partite di metallo giallo in parziale copertura dei Buoni del Tesoro collocati fuori dello Stato, partite che ragguagliano a non meno di Fr. 700 milioni. Ad ogni modo la espansione della circolazione in Francia è notevolmente minore che quella della sola circolazione della «Reichsbank»; è maggiore invece la diminuzione del rapporto percentuale dell'oro ai biglietti che è passato per il massimo istituto francese, da 69,4 a 30,5 % riducendosi di più che la metà e risultando, sia prima della guerra che ora, inferiore che per la «Reichsbank»; ma per la Francia non v'ha l'aggravante dei biglietti di Stato e delle Casse di prestiti di guerra. Inoltre l'aumento in Fr. 9523 milioni è costituito, per 1023 milioni da Buoni del Tesoro da questo scontati presso la Banca per eseguire anticipazioni a Governi stranieri, e quindi rimborsabili a pace conclusa.

Tutto ciò può contribuire a spiegare come, ad esempio, alla citata data del 23 maggio, a New York il biglietto germanico perdesse il 19,20 % e quello francese il 12,53 % soltanto.

18 giugno.

— Anche per la Russia lo sviluppo preso dalla circolazione cartacea a seguito della guerra presenta caratteri non anormali, e che possono dirsi la naturale conseguenza della situazione via via determinatasi. La emissione dei biglietti della Banca dello Stato è passata, in 22 mesi, (21 luglio 1914-29 maggio 1916) da 1634 a 6286 milioni di rubli (+ 284 %) mentre l'oro posseduto dall'Istituto progrediva da 1745 a 2951 milioni (+ 69 %), donde il passaggio della proporzione dell'oro alla circolazione da 106,7 a 46,9 % — proporzione, questa, assai notevole. Dell'aumento dei biglietti emessi durante tale periodo in Rb. 4652 milioni, 3520 milioni rappresentano prestiti allo Stato per altrettante obbligazioni a breve termine dal Tesoro scontate presso la Banca: il debito del Governo costituisce, cioè, il 75 % dell'aumento totale della circolazione — come in Francia ne rappresenta l'89 per cento.

Ma, per ciò che si riferisce all'azione dell'espansione cartacea sui cambi con l'estero, troviamo che, ad esempio, a fine maggio la valuta francese — con tutta la minor copertura aurea dei biglietti della Banca di Francia (30,5 %) — perdeva in Svizzera l'11,15 % mentre quella russa era in perdita del 40 %: altra conferma questa, della quasi-indipendenza del corso dei cambi dall'andamento della circolazione cartacea.

— La Gran Bretagna è fra i paesi pei quali il conflitto europeo ha dato maggior impulso alla circolazione dei biglietti. Prima dello scoppio di esso, esistevano in Inghilterra Ls. 29.317 mila di biglietti della Banca d'Inghilterra, la quale registrava un fondo metallico di 40 1/6 milioni: essi avevano quindi a fronte oro per il 137 % circa; a fine maggio ultimo scorso la circolazione bancaria inglese non superava i 352/5 milioni mentre il metallo in possesso dell'Istituto ammontava a poco più di 60 1/4 milioni di sterline: la copertura aurea era così aumentata a 170 %. Trascuriamo, come si usa comunemente, i dati relativi alla Banca d'Irlanda e a quella di Scozia, le quali, in tempi normali, avevano, insieme, una circolazione di Ls. 15 milioni circa in media, con una garanzia aurea complessiva, in cifra rotonda, del 69 per cento.

Ma come è noto, con la guerra furono introdotti, in Inghilterra, i biglietti del Tesoro i quali, destinati, dapprima, a fornire, contro speciali garanzie, disponibilità alle banche per non costringere l'Istituto centrale a espandere eccezionalmente la sua circolazione e contravvenire, così, all'Atto fondamentale, hanno finito col costituire il mezzo di ridurre la massa metallica effettivamente circolante e a convogliarne una parte verso la Banca dell'Inghilterra. Al 31 maggio scorso esistevano Ls. 118.550 mila di tali biglietti di Stato, garantiti da una riserva aurea di 28 e mezzo milioni (24 per cento).

Si ha così che, dal principio della guerra, la circolazione inglese è effettivamente salita da 29 1/3 milioni circa a 153.938 mila sterline, cioè del 425 %, mentre l'oro ad essa a fronte passava, in complesso da 40 1/6 a 88 3/4 milioni circa (+ 120 per cento), col regresso, quindi, del relativo rapporto, da 137 a 57,60 per cento. La riduzione del rapporto, sebbene questo si mantenga elevato, ha speciale importanza in quanto l'abbondante uso, in Inghilterra, dei mezzi di compensazione dei pagamenti aveva prima impedito che esistessero biglietti non costituenti veri certificati di oro. Essa, in ogni caso prova, indirettamente, la importanza che ha tuttora il metallo giallo nei pagamenti internazionali del mercato inglese nonostante gli espedienti adottati per diminuirne l'impiego, avendosi un aumento dello « stock » aureo globale di Ls. 48 1/2 milioni soltanto, a fronte di una espansione della circolazione di 120 3/5 milioni con tutto che l'Inghilterra abbia usufruito della produzione sud-africana e di altre notevoli importazioni di oro.

Da citare che, malgrado l'aumento della circolazione in 425 %, il corso della sterlina perdeva, alla data accennata, appena il 3 % a New York e l'1 % in Svizzera.

— Passando, infine, alla circolazione italiana, troviamo che dal 20 lu-

glio 1914 al 20 maggio decorso i biglietti dei tre Istituti d'emissione sono saliti da 2183 a 3949 milioni di lire = un aumento di appena 80% — mentre il fondo aureo e le valute esigibili in oro comprese nella riserva (escluso, cioè, per la omogeneità dei confronti, l'argento che non computammo per gli altri paesi) hanno oscillato, complessivamente, da 1542 a 1581 milioni (+2 1/2%): l'aumento della circolazione in 1766 milioni è dovuto alla emissione di L. 2112 milioni di biglietti a debito dello Stato o per conto di esso, e alla diminuzione di L. 346 milioni della circolazione per conto del commercio, resa possibile dalle maggiori disponibilità derivate agli istituti dallo sviluppo dei depositi e dei debiti a vista.

Il rapporto del « solo » metallo giallo ai biglietti passa così da 70,60 a 40%.

Ma, come per l'Inghilterra, v'ha da tener conto, fra noi, dei biglietti di Stato: nel corrispondente periodo essi sono aumentati da 499 a 1100 milioni circa, e l'oro a fronte di essi da 132 a 169 1/2 milioni. Ne deriva che « tutta » la circolazione italiana è salita, nei 22 mesi in esame, da 2682 a 5049 milioni di lire (+88,25%₁₀) mentre l'oro ad essa corrispondente passava da 1674 a 1751 milioni (+4,60%₁₀): la copertura aurea del complesso dei biglietti italiani varia così da 57 1/2 a 34,68 per cento.

Per quanto per l'Italia i primi dieci mesi del periodo considerato non rappresentino stato effettivo di guerra, le esigenze che nei rispetti di cui si tratta, occorre fronteggiare, rendono perfettamente confrontabili i dati del nostro con quelli di altri paesi. Vediamo così che l'aumento globale della nostra circolazione in 88 1/4%₁₀ supera di poco la metà di quello verificatosi in Francia (161%₁₀); che mentre i nostri biglietti sono, in media, coperti da dal 34,68%₁₀ di oro, quelli francesi hanno una copertura di appena 30 1/2%₁₀: malgrado tale reale vantaggio l'Italia, non occorre rammentarlo, subisce una perdita sul cambio assai maggiore che non la Francia, ammontando, per esempio, in Svizzera (31 maggio), a 17,20 per cento il deprezzamento della Lira, e a 11,15%₁₀ quello del Franco.

Vedremo un'altra volta quali fattori secondari, in aggiunta all'azione preponderante della bilancia dei pagamenti, possano influire sui cambi ben più direttamente che non le condizioni della circolazione cartacea.

Il peso dei debiti di guerra e il cambio.

2 luglio.

Fra i fattori secondari che, nello stato di cose, assolutamente nuovo, creato dalla guerra europea, intervengono nell'apprezzamento del credito dei paesi belligeranti, e quindi nella determinazione del corso del cambio, all'infuori dell'elemento principale costituito dall'andamento della bilancia dei pagamenti con l'estero, si presenta anzitutto, non occorre dirlo, l'entità prevedibile dell'onere finanziario che la guerra stessa, con l'enorme aumento del Debito pubblico, imporrà a ciascuno di essi.

Se supponiamo che la guerra oggi si arresti e valutiamo, in modo del tutto approssimativo, che la spesa relativa ammonti finora a Ls. 2 1/8 miliardi per l'Inghilterra, a M. 40 miliardi per la Germania, e F. 40 miliardi per la Francia, a L. 9 1/2 miliardi per l'Italia e a Cor. 42 miliardi per l'Austria-Ungheria e ammettiamo che il consolidamento di tale debito in un titolo al 5 per cento possa costituire l'unico onere per le finanze di ciascuno Stato derivante dalla guerra — trascurando, quindi, l'aumento del debito imposto dall'opera di ricostituzione e di ricostruzione « post-bellum » che si renderà necessaria, in più o meno alto grado, ai vari paesi — avremo all'ingrosso, un maggior carico tributario di lire italiane 2830 milioni per l'Inghilterra. 2460 per la Germania, 200, per la Francia, 475 per l'Italia e 2200 per l'Austria-Ungheria.

Luigi Amoroso, nell'accurato studio in cui calcolò il reddito complessivo e il carico tributario delle singole nazioni ora citate, ricavandone la pressione tributaria di ognuna, considera l'Austria da sola, anziché insieme con le altre parti della monarchia: nella ipotesi che le spese della guerra dovessero essere ripartite, a suo tempo, nella proporzione usata fin qui per le spese comuni, il nuovo carico tributario da imputarsi all'Austria ragguaglierebbe a sole lire italiane 1400 milioni circa. Si avrebbe così prendendo per base i dati « ante-bellum » del predetto autore, un aumento del carico stesso del 74 per cento per l'Austria, del 49 per cento per l'Inghilterra, del 44 per cento per la Germania, del 42 per cento per la Francia e del 18 per cento per l'Italia.

È facile constatare che la pressione tributaria determinata dall'Amoroso si accrescerebbe, per l'aumentato carico, da 110 a 165 per mille per l'Inghilterra, da 137 a 199 per la Germania, da 171 a 243 per la Francia, da 183 a 217 per l'Italia e da 129 a 220 per l'Austria. Ciò è quanto dire che l'aumento della pressione ragguaglierebbe, in cifra rotonda, a meno di un quinto per l'Italia, ad appena due quinti sia per l'Inghilterra che per la Francia, alla metà per la Germania, a circa tre quarti per l'Austria.

Gli aumenti degli ultimi quattro paesi citati vengono, quindi, a presentare una certa corrispondenza con le perdite registrate dalla rispettiva valuta sui mercati neutrali. Per l'Italia questa perdita è proporzionata all'aumento in questione: ma sebbene la pressione tributaria trovata per essa, rimanendo tuttavia maggiore a quella dell'Inghilterra, il cui reddito è quasi quadruplo — e risultando di non molto inferiore a quella della Francia, che ha un reddito doppio — debba considerarsi come rilevante, occorre tener conto del fatto che, per l'Italia, l'influenza sul cambio dei vari elementi secondari è soverchiata dall'azione di quello più importante, l'andamento, cioè, della bilancia dei pagamenti con l'estero. Nè può essere altrimenti per un paese come il nostro, l'unico fra quelli citati, completamente tributario dell'estero pel suo fabbisogno di molte materie primè e, non fosse altro, di carbone.

Intorno all'aumento a 6% dello sconto ufficiale a Londra.

9 luglio.

La prima situazione di luglio delle Banche Associate di New York accusa una ulteriore riduzione degli impieghi e un nuovo aumento della riserva: si ha così che dal principio di detto mese, i prestiti concessi da questi Istituti sono diminuiti di Doll. 111 milioni, la riserva è aumentata di 33 2/5 milioni, e l'eccedenza di essa sul limite legale di 48 3/4 milioni. Il riafflusso, quindi, di capitale dall'interno solito a verificarsi in questa parte dell'anno, sebbene in ritardo e lentamente, non manca di manifestarsi; il che non può non essere di favorevole auspicio pel contegno probabile della piazza di New York verso quella di Londra, che recentemente attirava l'attenzione dei dirigenti il mercato inglese.

Con ciò non è a dirsi che l'eventualità di ritiri più o meno ragguardevoli di oro dall'Inghilterra sia ormai allontanata: indipendentemente dall'andamento della bilancia dei pagamenti fra i due paesi di cui il « deficit » inglese trova, in massima parte, la sua compensazione nella utilizzazione dei valori americani posseduti in Inghilterra, indipendentemente da ciò, si osserva che agli Stati Uniti l'attività generale rimane grande, al pari della fiducia nello sviluppo ulteriore degli affari. Le operazioni delle stanze di compensazione risultano, rispetto a un anno fa, di 40 a 60 per cento maggiori nei distretti manifatturieri, e di 20 a 40 per cento nei centri delle regioni agricole: il traffico delle ferrovie è tale da far sentire assai gravemente la mancanza di carri; il « Trust » dell'acciaio ha ordini che eccedono notevolmente la sua produttività. È agevole intendere da tuttociò che la richiesta di capitali sia, in generale, attiva, tanto più che le riscossioni governative hanno assorbito maggiori disponibilità dal mercato: si stima che nell'anno finanziario testè scaduto la entrata totale sommi a Doll. 110 milioni contro 80 milioni nel precedente. Nello scorso giugno sono stati notevoli soprattutto i versamenti della imposta sul reddito.

Ne è derivato, in detto mese, agli Stati Uniti un maggiore sostegno nel prezzo del denaro, che trovò riscontro in una maggior fermezza dei saggi sul mercato londinese. Col nuovo semestre, in quanto concerne l'azione esercitata dal Tesoro americano, i pagamenti governativi torneranno a eccedere sensibilmente le riscossioni, e la massa delle disponibilità del mercato non potrà non svilupparsi. Tale eccedenza, più che a New York, sarà importante all'interno, dove notasi da qualche tempo una sensibile facilità monetaria: da ciò appunto la probabilità che il riafflusso di numerario verso il massimo centro americano, così limitato finora, vada gradatamente aumentando, rendendo più normale la situazione della piazza nei riguardi di quella di Londra.

16 luglio.

La mancanza del bilancio della Banca d'Inghilterra al 13 corrente, non ancora giuntoci, ci impedisce di verificare le eventuali relazioni fra l'aumento dello sconto ufficiale a Londra da 5 a 6 per cento avvenuto

lo stesso giorno e la situazione dell'Istituto. D'altro lato la statistica dei movimenti di oro con l'estero presso quest'ultimo a tale data, registra una entrata di Ls. 1.034 mila e una uscita di 7 mila a destinazione degli Stati Uniti: non pare quindi che il provvedimento tragga origine dal bisogno di arginare alcuna corrente di ritiri di metallo per conto dell'estero. Per ciò che concerne la piazza di New York, l'andamento del cambio non dà alcun indizio di un siffatto movimento: esso, invero, negli ultimi otto giorni, passa da 4,75.75 a 4,75.65 per lo «chèque» e da 4,76.40 a 4,76.45 pei «Cable Transfers».

Malgrado ciò è da presumere che l'elevazione del saggio ufficiale, dopo 23 mesi che era mantenuto a 5 per cento, trovi la sua ragione, appunto, nella situazione del Nord-America. La quale, lo vedemmo già, non dà luogo, da un punto di vista generale, a inquietudini circa immediati ragguardevoli ritiri di oro da Londra, ma sotto un certo aspetto, si presta a previsioni meno liete.

Come accennammo, il riafflusso di capitale dall'interno verso New York, iniziatosi con ritardo, si è accelerato e, di conseguenza, doveva esercitare un'azione deprimente sul prezzo del denaro su piazza, per modo che, date le proporzioni elevate nelle quali il «deficit» della bilancia dei pagamenti dell'Inghilterra con gli Stati Uniti viene ora saldato senza trasferimenti d'oro, potevasi prevedere scarsa tendenza dei capitali nord-americani esistenti a Londra a rimpatriare. Nonostante siffatto elemento, il saggio a New York si è spinto a 4 1/2 per cento, a cagione, non v'ha dubbio, dell'aspetto assunto dal conflitto col Messico, riducendosi così ad appena mezzo punto il margine fra i due mercati.

È facile intendere la opportunità, in tali circostanze, di un ampliamento del margine stesso, e, quindi, di un aumento dello sconto ufficiale, a Londra in un momento in cui, per le condizioni create dalla guerra al mercato locale dello sconto, il saggio libero, oltre ad aver perso il carattere e la funzione normali, trovavasi allo stesso livello di quello ufficiale. In realtà, come avvertimmo più volte, i ritiri americani di metallo dall'Inghilterra, anziché essere governati dal saggio quivi in vigore, dipendono dall'andamento del commercio fra i due paesi; ma è certo che oggi, nello stato di equilibrio prodotto dall'uso di mezzi di compensazione del «deficit» commerciale inglese, la conservazione di un margine relativamente ampio fra i saggi dei due mercati non può non contribuire assai più efficacemente che qualche mese fa, a impedire l'eventuale emigrazione di capitali americani da Londra.

23 luglio.

Apparentemente, adunque, il provvedimento della Banca d'Inghilterra non sembra corrispondere a evidenti inquietudini prodotte dalle condizioni monetarie attuali degli Stati Uniti, e permette di supporre che esso costituisca piuttosto un monito al mercato americano in vista dei bisogni di capitale che si manifesteranno in occasione del raccolto. Nel qual caso l'entità di eventuali ritiri da Londra per parte di New

York sembra che debba, più che altro, dipendere dalle proporzioni in cui l'Inghilterra potrà continuare a coprire il « deficit » della bilancia dei pagamenti con gli Stati Uniti coi mezzi di compensazione ora in uso. Ove queste proporzioni — il che non pare — fossero destinate a ridursi, probabilmente poco efficace risulterebbe, come risultò in passato, quando tali mezzi non erano ancora sviluppati, l'alto livello dello sconto a Londra per frenare le uscite di oro. Ci riferiamo all'aumento quivi avvenuto nell'agosto 1915 dell'interesse sui Buoni del Tesoro inglesi allo scopo di far risalire lo sconto libero e avvicinarlo a quello ufficiale, nella speranza di influire sulle importazioni di metallo rese possibili al Nord-America dall'anormale stato degli scambi commerciali coll'Inghilterra.

Un effetto certo — e, ove i fatti dovessero in avvenire confermare le apparenze attuali, l'unico effetto — del recente provvedimento della Banca d'Inghilterra sarà quello di rendere più onerosi i prestiti che lo Stato deve contrarre per condurre innanzi la guerra. Fin da adesso il Governo inglese, infatti, ha elevato l'interesse sui Buoni del Tesoro ordinari da 5 per cento per tutte le scadenze come era finora, a 5 $\frac{3}{4}$ per quelli a 6 mesi e a 6 per cento pei Buoni ad un anno.

La circolazione per conto dello Stato nei paesi in guerra e il cambio.

11 novembre.

L'ultima situazione della Banca di Francia mostra, che del ricavato del nuovo prestito una somma di due miliardi è stata devoluta a ridurre il debito straordinario del Governo verso l'Istituto centrale, che declina a Fr. 6.600 milioni. In occasione del prestito della Vittoria la riduzione (dicembre 1915) era stata di 2400 milioni, da 7,4 a 5,0 miliardi. Il debito dello Stato verso la Banca di Francia è ora di soli 6600 milioni, cui debbonsi aggiungere 1580 milioni di Buoni del Tesoro scontati presso l'Istituto per anticipazioni a Governi stranieri. Sarebbero scese così — astrazione fatta dai limitati contributi della Banca d'Algeria — a 8180 milioni le somme poste dalla Banca a disposizione del Tesoro, che è quanto dire al 50 per cento dell'importo cui è giunta la circolazione bancaria totale, e circa al 19 per cento dell'aumento globale del Debito pubblico francese seguito allo scoppio della guerra — ammesso che, col parziale rimborso delle anticipazioni straordinarie della Banca al Tesoro più sopra esposto quest'ultimo aumento raggiugli Fr. 42 $\frac{1}{2}$ miliardi.

Non è privo d'interesse il confrontare tali dati con quelli di altri paesi belligeranti.

In Inghilterra, anche supposto che nei 37 $\frac{1}{4}$ milioni di sterline di biglietti di banca in circolazione, sebbene rappresentino un aumento di 8 milioni sull'importo anteriore all'inizio della guerra, non ve ne sia che costituiscono un debito del Governo, il che non è, devesi tener conto di Ls. 137 $\frac{1}{5}$ milioni circa di biglietti del Tesoro: si ha così che il 79 per cento della circolazione totale è per conto dello Stato.

Siffatta circolazione di Stato rappresenta poco più del 5 per cento dell'aumento generale del Debito pubblico inglese (Ls. 2 3/5 miliardi circa).

Per la Russia abbiamo che il 68 per cento della circolazione bancaria è per conto dello Stato, e che questi 5278 milioni di rubli di biglietti messi a disposizione del Tesoro rappresentano il 30 per cento dell'aumento globale del Debito (Rb. 17 1/2 miliardi).

In Italia si può dire che il 60 per cento di tutta la circolazione cartacea siano biglietti di Stato o di banca emessi per conto dello Stato (Lire 3 1/2 miliardi circa), e che tali biglietti rappresentino approssimativamente il 30 per cento dello aumento generale del Debito.

Relativamente alla Germania è da ammettere che il 50 per cento della circolazione totale (Banca Imperiale M. 7 miliardi, Casse di prestiti 2 miliardi, Tesoro 360 milioni) sia formata di biglietti emessi dallo Stato o per conto di esso, i quali costituiscono poco più del 20 per cento dell'aumento del debito germanico.

I dati suesposti possono giovare a mostrare ancora una volta come la proporzione in cui gli Stati belligeranti hanno attinto alla circolazione cartacea per fronteggiare parte del loro eccezionale fabbisogno, non abbia relazione diretta coll'andamento del cambio della rispettiva valuta sui mercati neutrali. Invero basta riflettere che la perdita sulla pari, per esempio in Svizzera, è attualmente di 10 1/2 per cento per la Francia, di 2 per cento per l'Inghilterra, di 41 per cento per la Russia, di 22 per cento per l'Italia, di 27 per cento per la Germania.

Sui movimenti dell'oro agli Stati Uniti e a Londra.

18 novembre.

Nell'importanza da tempo assunta dai movimenti di oro con l'estero agli Stati Uniti in conseguenza dell'eccezionale sviluppo delle esportazioni a destinazione dell'Europa, non è privo d'interesse il porre a riscontro le cifre del commercio e dei movimenti stessi, dallo scoppio della guerra in poi.

Dal 1 agosto 1914 al 31 agosto 1916 (data la più recente cui giungono le cifre in nostro possesso) le esportazioni dagli Stati Uniti sommarono a Doll. 7968 milioni, le importazioni a 4094 milioni, donde la straordinaria eccedenza a favore del Nord-America di Doll. 3874 milioni.

È da notare che le esportazioni americane nei primi otto mesi del corrente anno (Doll. 3500 1/2 milioni) risultano di poco inferiori a quelle di tutto l'anno decorso (Doll. 3554 3/4 milioni) e che la eccedenza di esse sulle importazioni, ragguagliata a 1776 milioni nei dodici mesi del 1915, tocca i 1834 milioni nei primi otto mesi del 1916.

D'altro lato, per quanto riguarda i movimenti di metallo giallo, abbiamo che l'eccedenza delle importazioni di oro agli Stati Uniti dal 1 gennaio 1915 a fine agosto 1916 sommò a Doll. 537 1/2 milioni, i quali, tenuto conto di una eccedenza di esportazioni di Doll. 82 milioni verificatasi negli ultimi cinque mesi del 1914, si riducono a 455 1/2 milioni:

ne deriva che la netta entrata di oro nei primi 25 mesi della guerra europea rappresenta l'11.75 per cento del saldo attivo della bilancia commerciale. Giova osservare che nel 1912, ultimo anno normale in cui si verificò una eccedenza delle importazioni di oro agli Stati Uniti (in Doll. 19 1/8 milioni) tale proporzione si limitò al 3.75 per cento.

Di più è da tener conto che dal 1. settembre a quasi tutto ottobre u. s. la eccedenza delle importazioni di oro agli Stati Uniti ammontò a Doll. 112 1/2 milioni, poco meno, cioè, che un quarto del totale dei precedenti 25 mesi.

Se pure ve ne fosse bisogno, i dati sopra riportati documentano la rapida progressione delle importazioni europee di prodotti americani e delle proporzioni in cui esse sono bilanciate con trasferimenti di oro, in quanto la parte in essi rappresentata dall'Europa è, non occorre dirlo, predominante.

Sull'entità della funzione dell'oro nel regolamento delle importazioni europee, o, quanto meno, degli Alleati, parlano chiaramente i movimenti di metallo presso la Banca d'Inghilterra, poichè in essi si riepilogano non soltanto i pagamenti all'estero del Regno Unito, ma anche parte notevole di quelli degli altri Stati dell'Intesa.

Dal 1 agosto 1914 al 28 luglio 1916 (data in cui cessò la pubblicazione delle statistiche relative) l'oro pervenuto dall'estero al massimo Istituto inglese importò la cospicua somma di Ls. 173 2/5 milioni, e quello da esso esportato raggiunse le Ls. 129 2/3 milioni circa, donde una maggiore entrata di non più che Ls. 43 3/4 milioni, sebbene la sola produzione aurifera del Sud-Africa nello stesso periodo raggiungesse le Ls. 76 1/2 milioni.

A tale aumento corrisponde la costituzione della riserva aurea nei biglietti di Stato inglesi in Ls. 28 1/2 milioni, e la espansione del fondo metallico della Banca in 18 1/4 milioni, per modo che si deve ritenere che la maggior somma di Ls. 3 milioni rappresenti oro affluito dal mercato interno all'Istituto.

Sin qui, cioè, sino a tutto il mese di luglio scorso argomento di nota è principalmente l'ampiezza dei movimenti metallici: invero il complesso delle entrate e uscite di oro presso la sola Banca d'Inghilterra nei primi due anni della guerra raggiunse in media a oltre Ls. 12 1/2 milioni mensili, quando nel biennio 1912-13 la media delle esportazioni e importazioni riunite di metallo giallo di tutto il Regno Unito non superò gli 8 1/2 milioni al mese.

Più interessanti riuscirebbero le cifre del trimestre successivo alla sospensione della statistica dei movimenti di oro con l'estero della Banca d'Inghilterra, in quanto, come dà a presumere la sospensione stessa, documenterebbero un notevole sviluppo della eccedenza delle uscite. Già nell'ultima parte del periodo più sopra citato fu avvertito che le perdite del fondo metallico della Banca imputabili ad assorbimenti di oro del mercato interno nascondevano invii all'estero non controllati da essa. Infatti nel bimestre giugno-luglio 1916 l'Istituto aveva registrato una en-

trata dall'estero di Ls. 8.345 mila d'oro, una uscita di 1.343 mila pure per l'estero, e prelevamenti del mercato per non meno di 10 4/5 milioni, donde il ribasso del fondo metallico, nello stesso bimestre, di 34 1/5 milioni.

Pel trimestre a tutto ottobre la mancanza di dati ufficiali non permette che vaghe induzioni: nondimeno, supposto in Ls. 9 milioni il metallo prodotto nel Sud-Africa assicuratosi nel trimestre dall'Istituto inglese, e che Ls. 24 milioni di oro siano, contemporaneamente, ad esso giunti dalla Banca di Francia (dato l'aumento di Fr. 605 1/5 milioni che il bilancio di quest'ultima segna nell'oro all'estero), e che la Banca di Russia abbia trasferito a Londra sole Ls. 10 milioni (sebbene l'oro da essa posseduto all'estero si sia, nello stesso tempo, accresciuto di rubli 187 milioni), si può ritenere che, tenuto conto di altri arrivi dal continente, la Banca d'Inghilterra abbia ricevuto, in complesso, Ls. 45 milioni di metallo.

Poichè simultaneamente il fondo metallico dell'Istituto inglese si è ridotto di appena Ls. 13 mila, ne deriverebbe che l'uscita netta di oro pel trimestre agosto-ottobre ha proceduto in ragione di Ls. 15 milioni al mese all'incirca, proporzione questa che ha un evidente carattere di anormalità.

Intorno alla circolare del "Federal Reserve Board", degli Stati Uniti.

3 dicembre.

Secondo le notizie degli ultimi giorni sembra che agli Stati Uniti l'ambiente sia di più in più favorevole all'accoglimento di titoli di Stato inglesi e francesi senza il sussidio di garanzie collaterali, e che la conclusione di un prestito delle due nazioni di tal natura debba precedere l'abbassamento del saggio ufficiale a Londra e la emissione del terzo prestito di guerra inglese, principalmente destinato a consolidare il ragguardevole debito fluttuante del Regno Unito.

In ogni caso la maggior disposizione del Nord-America ad accettare titoli di credito in luogo di oro a fronte degli acquisti dei belligeranti che rifornisce, risponde all'interesse sia degli Stati Uniti che degli Alleati. Con tutta l'esistenza del nuovo sistema della Riserva federale, l'enorme massa di oro importata dalla Confederazione americana è lungi dall'aver tutta affluito agli Istituti di emissione, in aumento delle loro riserve, rafforzando così la garanzia metallica della circolazione e elevando il potere d'espansione di essa, come avverrebbe in Europa; la maggior parte del metallo è entrato nella circolazione direttamente o sotto forma di certificati di oro. Dalla istituzione delle Banche della Riserva federale (novembre 1914) alla fine dello scorso ottobre l'oro in possesso di tali istituti è aumentato da 203 2/5 a 398 milioni di dollari, mentre la circolazione dei certificati corrispondenti all'oro depositato presso il Tesoro è salita nello stesso periodo da Doll. 972 1/4 milioni a oltre 1 1/2 miliardi circa. Si è fatto luogo così ad una inflazione, che dando esagerato impulso all'attività economica, all'infuori dei bisogni della guerra

europea, crea nel mercato uno stato di cose pericoloso per la inevitabile contrazione di crediti che esso imporrebbe quando, ristabilita, con la pace, la situazione normale, si verificherà una esportazione di metallo, sia pel volgere sfavorevole della bilancia commerciale sia per nuovi impieghi di capitale americano in Europa. Accettando ora, in parziale pagamento delle esportazioni, obbligazioni di Stato a breve termine rinnovabili il mercato Nord Americano verrà, alla loro scadenza, a possedere verso quello europeo crediti atti a neutralizzare una dannosa riduzione delle proprie riserve metalliche. Tale l'opinazione di notevoli personalità bancarie di New York.

10 dicembre

Nella tendenza che sembra prevalere presso i circoli finanziari nord-americani a riguardo dei prestiti agli Stati dell'Intesa, cui abbiamo più sopra accennato, una nota apparentemente discorde è costituita dall'avviso espresso dal « *Federal Reserve Board* » sulle importazioni di oro agli Stati Uniti, che esso non ritiene pregiudicevoli all'avvenire del sistema bancario di cui gli incombe la direzione. Si è voluto vedere in ciò il riflesso dell'opposizione dei circoli germanofili ad operazioni creditizie pro Inghilterra, tanto più che del « *Board* » stesso fan parte personalità di origine tedesca. Non abbiamo sott'occhio il testo di tale parere e non potremmo esprimere un giudizio sicuro in proposito; ma riferendoci alle cifre che ci venne fatto di raccogliere più sopra dobbiamo riconoscere che le proporzioni, relativamente esigue, nelle quali l'oro affluito durante la guerra agli Stati Uniti è andato a ingrossare le riserve delle « *Federal Reserve Banks* » giustificano, fino a un certo punto, il desiderio che non si arresti qui lo sviluppo del fondo metallico del complesso organismo bancario, che appunto l'oro e il portafoglio commerciale pose a base della sua emissione fiduciaria — al quale scopo, per altro, si giungerebbe agevolmente quando si ammettessero a far parte della riserva del sistema stesso, con l'oro metallico, i « certificati » che il Tesoro emette a fronte di oro depositato presso di esso.

17 dicembre.

La circolare del *Federal Reserve Board* degli Stati Uniti, considera, in realtà, un campo più vasto di quello compreso nella semplice questione della convenienza, per il Nord America, di assorbire dall'estero metallo oppur titoli di credito a fronte della eccedenza delle sue esportazioni sulle importazioni: ferma restando l'osservazione da noi fatta, in base alle cifre, dell'esigua proporzione in cui l'oro affluito, a seguito della guerra europea, agli Stati Uniti, ha conferito alle riserve delle « *Federal Reserve Banks* », è certo che la circolare in questione tende a disciplinare gli impieghi degli Istituti appartenenti al sistema — la grande maggioranza delle banche nord-americane — in riguardo ai titoli stranieri, più specialmente dei belligeranti europei, soprattutto se non assistiti da garanzie sussidiarie e a lunga scadenza.

Nella situazione eccezionale odierna, è, per contro, di grande interesse per questi ultimi Stati che la tendenza dei circoli di affari americani ad accogliere prestiti governativi, si sviluppi fin da ora: ne deriva che i criteri espressi dal «*Federal Reserve Board*», per quanto non abbiamo completa forza di misura coercitiva, tendono a costituire un ostacolo a tale sviluppo, e, quindi, a risolversi per gli Alleati in una difficoltà che giustifica, fino a un certo punto, l'accusa di germanofilismo mossa al «*Board*» stesso.

Questo, per altro, trae argomento per la sua azione dalle stesse condizioni odierne del mercato americano: se si addimostri poco lungimirante nel trascurare come fa, il vantaggio, già rivelato da istituti e personalità locali, che deriva agli Stati Uniti dal disporre di larghi crediti verso l'Europa pel momento in cui si ristabilirà un regime più normale e si farà luogo a una corrente metallica dall'America a quest'ultima, esso mostra di preoccuparsi dello straordinario impulso di tutta l'attività del mercato americano, e, in particolare, di quella speculativa, determinata dalla guerra. Esso verisimilmente teme che l'aiuto ai paesi stranieri riduca l'offerta dei mezzi onde abbisognano le iniziative locali, e tenda quindi ad affrettare una crisi, a fronteggiare la quale sarebbero ora impari le riserve bancarie che debbono servir di base ad allargamenti straordinari delle emissioni fiduciaria.

Ma il punto di vista dal quale viene così riguardata la situazione dal «*Federal Board*» non consente la dovuta distinzione fra «*stock*» aureo del paese e riserve bancarie: in presenza dell'enorme aumento del primo e del limitato progresso delle seconde, verificatisi negli ultimi tempi, esso più utilmente avrebbe potuto rivolgere la sua attenzione sui modi di convogliare verso gli istituti appartenenti al sistema una maggior parte dell'oro oggi accumulato agli Stati Uniti, tanto più che nella massa di nuovi titoli quivi offerti attualmente, quelli stranieri non può dirsi che rappresentino una parte sproporzionata.

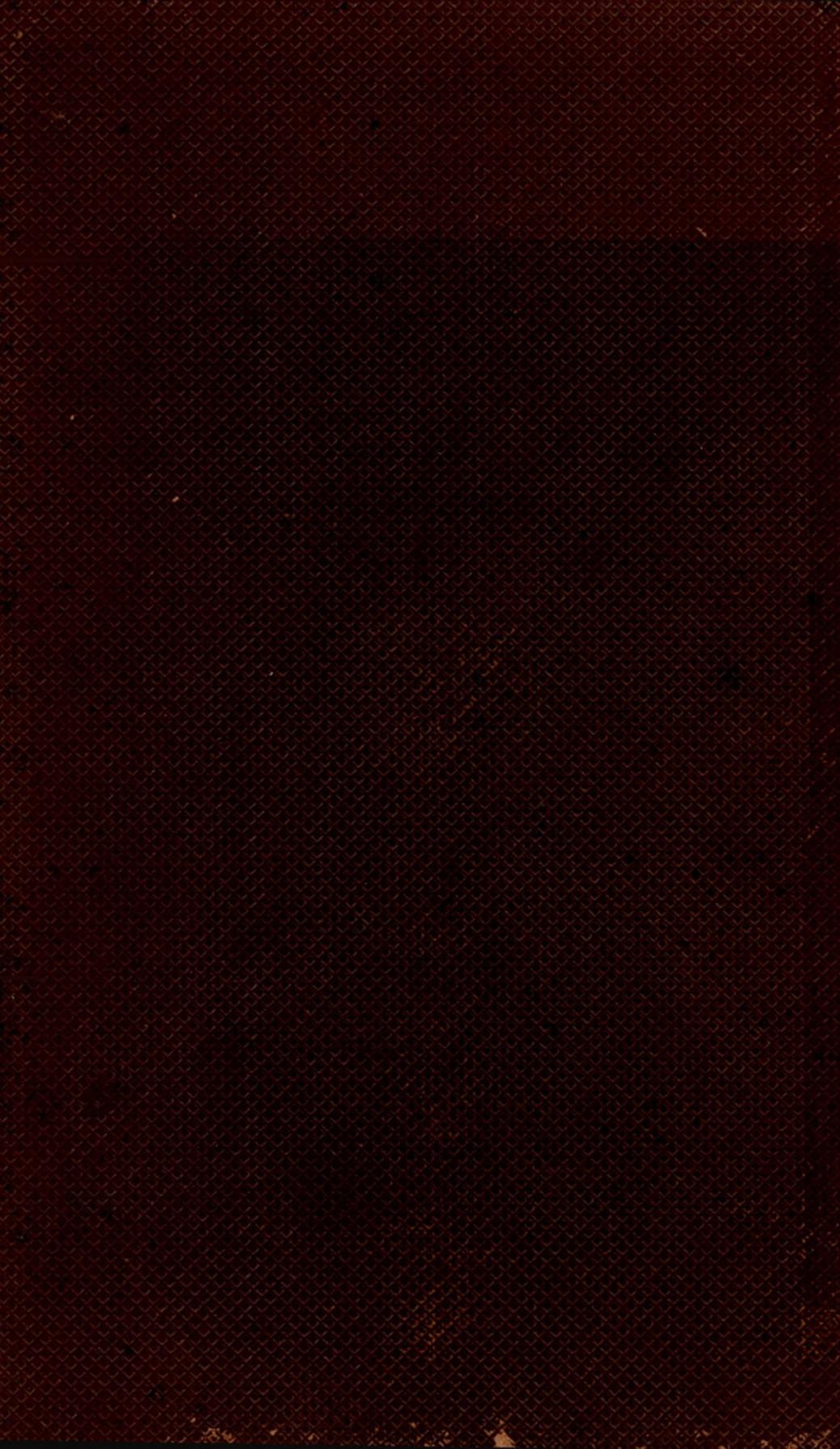
La circolare di cui si tratta dichiara non contrari all'interesse del paese il riscatto di titoli americani posseduti dai mercati stranieri e l'assorbimento di titoli esteri a breve termine senza la clausola del rinnovo a scadenza: non preclude, vale a dire, ai mercati debitori l'uso di mezzi di pagamento sostituibili all'oro; ma lo limita a quelli la cui adozione dipende da condizioni troppo variamente realizzabili da ciascuno di essi.



CENTRO DI SERVIZIO D' AGENE
PER LE BILLOTTI
FONDO CUOMO

4667 F.e.

N. INGRESSO



SA
M
MD
C
UN