

13192

❁ ❁ **FEDERICO FLORA**  
**LA CONVERSIONE DELLA**  
**RENDITA** ❁ ❁ ❁ ❁



**SOCIETÀ EDITRICE LIBRARIA**  
**ROMA** ❁ **MILANO** ❁ **NAPOLI**



INV. 58478



LA CONVERSIONE DELLA RENDITA

FUV 0257372

## DELLO STESSO AUTORE

---

- Manuale di Scienza delle Finanze*, Seconda edizione. Livorno, Giusti, 1903.
- La finanza e la questione sociale*, Torino, Bocca, 1897.
- Il nostro sistema tributario*, Torino, Roux, Frassati e C., 1898.
- L'imposta sui redditi della Ricchezza Mobile in Italia*, Milano, Società Editrice Libreria, 1898.
- L'imposta complementare sul patrimonio*. Torino, Roux, Frassati e C., 1898.
- Le Finanze degli Stati composti* (Confederazioni, Stati federali, Unioni reali), Torino, Bocca, 1900.
- I sindacati industriali (trusts)*, Torino, Roux e Viarengo, 1900.
- Il regime fiscale delle colonie*, Roma, Tipografia cooperativa sociale, 1901.
- Le finanze del Giappone*. Roma, Direzione della « Nuova Antologia » 1904.
-

FEDERICO FLORA

Professore nella Regia Università di Catania

---

LA

CONVERSIONE DELLA RENDITA

---



1905

---

SOCIETÀ EDITRICE LIBRARIA

---

✻ MILANO - VIA KRAMER, 4 A ✻

---



Ad ANGELO RONCALI



## INDICE

Il problema . . . . .	pag. 5
I. Le cause storiche. . . . .	» 7
II. Le condizioni teoriche e pratiche . . . . .	» 13
III. Gli effetti politici, economici e sociali . . . . .	» 31
Conclusione . . . . .	» 42



### Il problema.

Uno dei fenomeni finanziari che più contrassegneranno quest'alba di secolo, saranno le frequenti e rilevanti conversioni facoltative del debito pubblico, già iniziate in Inghilterra, in Francia, nella Russia, nell'Austria, in Turchia e ora in Italia, e non lontane, non appena la guerra dell'Estremo Oriente avrà cessato di sconvolgere il mercato capitalistico, nell'Austria-Ungheria, nella Norvegia, nella Russia, nell'Egitto, nell'Argentina, nel Brasile, nella Cina <sup>1)</sup>; conversioni che saranno certo aggravate da ulteriori tassazioni dei valori mobiliari privati, sempre più largamente emessi <sup>2)</sup> e

---

<sup>1)</sup> In Inghilterra, nell'aprile 1903 il 2  $\frac{3}{4}$  si convertiva automaticamente in 2,50; in Francia, con la legge 9 luglio 1902, il 3,50 in 3  $\frac{0}{10}$ ; in Austria nello stesso anno il 4,20 in 4  $\frac{0}{10}$ ; in Italia il 4,50 in 3,50  $\frac{0}{10}$ , mentre la Turchia e il Portogallo operavano delle conversioni per ottenere la unificazione del debito anticipandone talvolta il rimborso.

Quanto alle conversioni pressochè certe l'Austria completerà fra poco la conversione residua del miliardo e 400 milioni di 4,20; l'Ungheria non mancherà di convertire il 4  $\frac{0}{10}$  in 3,50, la Norvegia il 3,50 quotato sopra la pari e per talune categorie rimborsabile in anticipazione, la Russia il 4  $\frac{0}{10}$  convertibile a rate più o meno prossime (la sola rendita 5  $\frac{0}{10}$  del 1882 è inconvertibile); l'Egitto il 3,50 privilegiato rimborsabile a partire dal 15 luglio 1905, il Brasile il 5  $\frac{0}{10}$  emesso nel 1898 rimborsabile a partire dal luglio 1911; la Cina il 4  $\frac{0}{10}$  oro (1895) ed il 5  $\frac{0}{10}$  oro (1898) rimborsabili e riscattabili a partire dal 1910 e dal 1907; l'Argentina il 6  $\frac{0}{10}$  e il 5  $\frac{0}{10}$ , ora unificati nel tipo unico del 4  $\frac{0}{10}$ .

<sup>2)</sup> Nel solo anno 1903 gli stabilimenti di credito emisero 1,329 milioni di titoli e le società industriali 5,298 milioni.

divenuti oggi, come un tempo la proprietà immobiliare, la bestia da soma dei bilanci finanziari <sup>1)</sup>.

Il fenomeno è della più alta importanza politica, economica e sociale, e però giova indagarne le *cause*, le *condizioni*, gli *effetti*, specialmente nei riguardi del nostro paese, il quale, dopo aver operate più volte delle conversioni a rovescio, trasformando, per ineluttabili necessità fiscali, il consolidato redimibile in consolidato irredimibile, si prepara a compiere, per la prima volta dalla sua unificazione politica, la conversione regolare del debito internazionale perpetuo 4 % netto, che rappresenta da solo un capitale di circa *otto miliardi e duecento milioni* <sup>2)</sup> contro 1,356 milioni di consolidato interno 4,50 per cento di cui due anni or sono, si è compiuta la conversione, che non presentava certo grandi difficoltà, 262 milioni soltanto di questo essendo posseduti da privati <sup>3)</sup>.

Ma potremo noi nell'ora attuale effettuare veramente una « conversione impeccabile? ».

È a questa ricerca che io invito per poco i lettori.

<sup>1)</sup> Le statistiche dei vari paesi nel 1889, nel 1900 e nel 1901 non registravano nessuna conversione; nel 1902 le conversioni ammontarono già ad 8,497 milioni; nel 1903 a 8,745 milioni, cioè a circa la metà del valore dei titoli emessi dallo Stato, dai poteri locali, dagli istituti bancari e dalle imprese industriali nello stesso anno. V. RAFFALOVICH, *Le Marché financier en 1902-1903*, Paris 1903, p. 1012 e nel 1903-04, Paris 1904, p. 1086.

<sup>2)</sup> Precisamente, secondo l'ultima situazione pubblicata dalla *Gazzetta Ufficiale* del 30 luglio 1904, n. 178, p. 3851, di 8,191 milioni e cioè 7,995 milioni di consolidato 5 % lordo e di 196 milioni di consolidato 4 % netto sopra una somma totale di 12,731 milioni.

<sup>3)</sup> La conversione del 4,50 fu una operazione amministrativa più che economica e finanziaria. Dei 61 milioni di rendita, corrispondenti al capitale accennato di 1,356 milioni, 49 milioni circa erano intestati ad opere di beneficenza o ad enti dipendenti dallo Stato per i quali la conversione non era facoltativa od opzionale, ma obbligatoria o di favore.

Sulle varie forme di conversione (forzose, libere, facoltative) vedi FLORA, *Manuale di Scienza delle Finanze*, 2.<sup>a</sup> ediz., Livorno, Giusti, 1903, p. 485.

I.

Le cause storiche.

Le cause del fenomeno sono ovunque le stesse.

La progressione delle spese pubbliche — effetto dell'aumento intensivo ed estensivo delle funzioni dello Stato, di questo mostruoso idolo, come lo chiamava Federico Nietzsche, al quale sacrificiamo di continuo l'individualità umana — non potendo sempre essere seguita da una progressione parallela delle imposte prelevate da tutte le classi sociali, epperò anche dalle più misere, fornite di una capacità contributiva limitata, determinava il ricorso continuo, incessante al *debito pubblico*, chiamato così, in mancanza di beni demaniali, prontamente esauribili, a coprire non solo le spese straordinarie, secondo i precetti della più rigida finanza, ma altresì parte delle spese ordinarie ed i disavanzi annuali del bilancio, come avvenne in Italia, in cui dal 1862 al 1900 per coprire i disavanzi del bilancio si crearono oltre 3,729 milioni di consolidati irredimibili <sup>1)</sup>.

---

<sup>1)</sup> In Italia nei periodi critici della finanza (1862-74 e 1885-96) si copersero con le entrate straordinarie fornite dai debiti le spese ordinarie, ma conquistato il pareggio nel quinquennio 1897-98 - 1901-02 — periodo che per gli splendidi risultati finanziari non ha riscontro in nessun altro dei maggiori paesi europei — si fronteggiarono con le entrate ordinarie non solo le spese straordinarie per le nuove costruzioni ferroviarie, che sarebbe forse logico si coprissero con entrate straordinarie, ma perfino le spese per la Cina (25 milioni); ciò che non fece nessun altro degli Stati che parteciparono alla spedizione. Non saremo però noi a dolerci della offesa dei principi finanziari.

Da ciò l'aumento odierno dei prestiti pubblici, resi perpetui per l'immortalità dello Stato e la negoziabilità dei titoli; prestiti che, mentre dal 1793 al 1850 salirono da 12,900 milioni a 43,200 milioni, nella seconda metà del secolo scorso (1850-1900) passarono da 43 miliardi a 165 miliardi <sup>1)</sup>, dei quali 150 circa spettano alla sola Europa nella quale l'Italia occupa ora, badando al *capitale* del debito, il *sesto* posto, venendo cioè dopo la Francia, l'Inghilterra, la Germania, la Russia, l'Austria-Ungheria, ma il *terzo* fra i sei Stati in questione, qualora si divida il debito per il numero degli abitanti, che trovano nella culla un debito di 420 lire, apparendo così meno fortunati dei francesi e degli austriaci, ma ben più invidiabili degli inglesi, dei tedeschi e dei russi, con i quali, al loro nascere, la società politica cui appartengono si mostra in materia di simili doni meno munifica.

Le conseguenze dannose di simile politica finanziaria, — alla quale l'Italia sola nel periodo 1891-1904 seppe sottrarsi arrestando quel debito pubblico che gli altri cinque paesi accennati aumentarono invece di oltre 15 miliardi <sup>2)</sup> — lievi negli Stati quali la Germania in cui la spesa per il pagamento degli interessi è più che co-

<sup>1)</sup> V. FLORA, *Manuale di Scienza delle Finanze*, 2.<sup>a</sup> edizione, Livorno, Giusti, 1904, p. 44.

<sup>2)</sup> L'ammontare del debito pubblico nelle due epoche accennate era infatti:

#### Debito pubblico.

STATI	1891	1904	Differenza nel 1904
	MILIONI DI LIRE		
Germania	12,699	17,642	+ 4,943
Inghilterra	16,942	19,959	+ 3,017
Austria-Ungheria.	12,188	14,921	+ 2,733
Francia (consolidato)	25,985	26,066	+ 81
Italia	12,765	12,731	- 34
Russia	12,745	17,678	+ 4,933
	93,324	109,029	+ 15,741

perta dagli 880 milioni ricavati dall'esercizio delle ferrovie valutate oltre 16 miliardi, cioè quasi quanto il capitale del debito (17,642 milioni), apparvero gravissime in quelli sprovvisti di un demanio industriale e però costretti a chiedere per intero alle *imposte* i fondi per il pagamento degli interessi del debito; necessità tanto più dolorosa quanto più la rendita è accentrata nelle mani di pochi e quindi difficile la compensazione fra creditori e debitori, quale si avrebbe, se per la estrema sua diffusione in tutte le classi sociali, i contribuenti si rifacessero delle imposte pagate allo Stato con gli interessi riscossi sui titoli di questo da essi singolarmente posseduti.

Le spese per il pagamento degli interessi ai creditori nazionali e stranieri che si affrettarono a prestare allo Stato i capitali dispensabili richiesti — criterio perfetto per misurare la pressione tributaria del debito — rapidamente cresciute coll'aumentare di questo, non tardarono infatti a confiscare una parte rilevante delle entrate, che per l'Europa intera può ragguagliarsi a sei miliardi e mezzo di lire sopra una entrata di 25 miliardi e per l'Italia a 576 milioni sopra una entrata complessiva di 1,702 milioni ossia al 33,77 per cento <sup>1)</sup>, cifra superiore a quella della Francia, dell'Austria-Ungheria, dell'Inghilterra, della Russia, della Germania;

<sup>1)</sup> Le entrate pubbliche e le spese per il servizio del debito in base ai consuntivi del 1902-03 risultano dalle cifre seguenti:

STATI	Entrate	Interessi del debito	%
	MILIONI DI LIRE		
Francia . . . . .	3,528	1,180	33,45
Russia . . . . .	4,673	736	15,77
Inghilterra . . . . .	3,543	585	16,51
Germania . . . . .	6,418	705	10,98
Austria-Ungheria . . . . .	3,149	643	20,41
<b>Italia . . . . .</b>	<b>1,702</b>	<b>575</b>	<b>33,77</b>
	23,013	4,424	19,22

di guisa che, se l'Italia fra i sei maggiori paesi d'Europa occupa il *sesto* posto per l'ammontare capitale del debito, ed il *terzo* qualora si divida il capitale del debito stesso per il numero degli abitanti, occupa il *primo* posto quando si consideri invece la percentuale delle entrate ordinarie assorbita dal suo servizio <sup>1)</sup>).

Da ciò la necessità di ridurre le spese annuali del debito che tormenta la finanza odierna; necessità sentita più che altrove per la ragione accennata, in Italia, dove inoltre le spese militari e le spese per gli interessi limitano di continuo le entrate disponibili per i servizi civili, il cui sviluppo non risponde certo alle esigenze materiali, morali ed intellettuali della nazione sulla quale sovrastano inoltre problemi sociali, ferroviari, economici che gli altri paesi hanno ormai felicemente risolti. Sopra 1,743 milioni prelevati ogni anno dalla nazione, principalmente con imposte indirette, epperò dalle classi più misere che meno approfittano delle funzioni dello Stato, appena 400 sono consacrati alle spese per la giustizia, per l'istruzione, per l'agricoltura, per l'industria, per i lavori ed i servizi pubblici, per la sicurezza all'interno e la tutela all'estero che rappresentano certo le spese più produttive, le quali possono unicamente accrescersi, data l'impossibilità di inasprire ancora i tributi, riducendo, — dilemma fra cui si dibatte la finanza contemporanea — o le spese militari, o le spese per il debito pubblico <sup>2)</sup>).

<sup>1)</sup> La condizione appare ancora più grave allorchando si pensi che la ricchezza privata e il reddito corrispondente è in Italia inferiore a quello degli altri cinque paesi in esame.

<sup>2)</sup> Prendendo ad esempio il consuntivo 1901-02, si rileva che i pagamenti fatti furono in milioni:

per interessi dei debiti perpetui, redimibili, variabili vitalizi . . .	769
» spese militari, guerra e marina detratte le pensioni . . .	378
» spese di riscossione . . . . .	200

Totale milioni 1,347

che detratti dalle entrate effettive, ordinarie e straordinarie che salirono in quel-

Senonchè, se la riduzione delle prime, che, in attesa di quella Federazione europea che darà all'età moderna quella pace secolare che l'Impero romano assicurò al mondo antico, continuano intanto a crescere invece che a diminuire<sup>1)</sup>, si presenta tuttora difficile, non così avviene per le seconde che gli Stati, approfittando del ribasso dell'interesse, che al pari d'un mare che s'abbassa scopre, seguendo l'immagine di Turgot, nuove plaghe al lavoro, si affrettano a ridurre, *rimborsando* o *convertendo*, a seconda della pressione tributaria, i debiti loro.

Se quella è mite e la economia nazionale robusta, come avviene agli Stati Uniti, lo Stato con successivi ammortamenti rimborsa;

Fanno a milioni 1,743 lasciano una somma disponibile per tutti gli altri servizi dello Stato di 396 milioni.

Data pertanto questa prevalenza nel nostro bilancio delle spese *intangibili* va data lode all'on. Luzzatti che propose di provvedere al mezzo miliardo necessario per le liquidazioni ferroviarie senza aumentare il debito consolidato, ma ricorrendo invece alla Cassa depositi e prestiti, agli avanzi netti del bilancio, alle anticipazioni statutarie, alle banche d'emissione, al debito fluttuante e ad altri espedienti meno onerosi dell'emissione di titoli ordinari e più favorevoli alla conversione.

<sup>1)</sup> Dal 1891 al 1903, secondo gli ultimi consuntivi, le spese militari dei sei Stati accennati aumentarono di oltre due miliardi come appare dal seguente prospetto:

STATI	1891	1903	Aumento totale nel 1903	Proporzione nelle spese totali	
	o	o		1891	1903
	1891-1892	1902-1903			
MILIONI DI LIRE					
Francia . . . . .	886	1,001	115	23,3	17,0
Russia . . . . .	721	1,188	467	19,0	20,2
Germania . . . . .	702	1,088	386	18,5	18,5
Austria-Ungheria . . . . .	330	474	144	8,7	8,0
Italia . . . . .	362	409	47	9,5	6,9
Inghilterra . . . . .	794	1,724	930	20,9	29,3
Totale . . . . .	3,795	5,884	2,089	99,9	99,9

dove quella è elevata e debole l'economia nazionale, come succede in Italia, lo Stato converte.

Epperò se gli Stati Uniti rimborsano il debito loro può l'Italia convertire il suo ?

*That is the question.*

---

## II.

Le condizioni teoriche e pratiche.

La conversione « impeccabile » della rendita — semplice scambio di titoli portanti interesse diverso — richiede il concorso di condizioni *a)* efficienti e *b)* occasionali, che è compito della scienza di mettere in chiara luce per evitare conversioni destinate a fallire.

Le leggi della finanza sotto questo riguardo non differiscono da quelle della fisica se non nella maggiore varietà di condizioni, dalla cui realizzazione il fenomeno dipende. E però quando si afferma che la rendita prossima ai punti di conversione è convertibile, non si enuncia un principio di natura diversa di quello che l'acqua congela a zero gradi. Entrambi i fenomeni richiedono la presenza di ulteriori condizioni che saranno una data pressione atmosferica o una certa composizione chimica nel caso dell'acqua, ed una determinata situazione economica, politica e finanziaria nel caso della rendita.

*a)* Ciò posto, cominciando dalle prime, ossia dalle *condizioni efficienti*, la conversione facoltativa del debito, nella quale lo Stato propone ai suoi creditori l'alternativa o di acconsentire alla riduzione dell'interesse nominale del debito o di accettare la restituzione del capitale alla pari, è possibile soltanto quando il ribasso dell'interesse permette allo Stato di ottenere i capitali del debito ad un saggio minore.

Il successo della conversione facoltativa od opzionale dipende quindi dalla misura del tasso dell'interesse corrente sul mercato interno ed internazionale<sup>1)</sup> che regola il corso dei titoli, ed il cui costante ribasso deve precedere la conversione come il fatto fisico precede necessariamente il fatto biologico e questo il fatto psichico. Se l'interesse corrente è superiore al saggio normale corrisposto dallo Stato, i titoli scendono sotto la pari e diventano inconvertibili<sup>2)</sup>; se è inferiore, il corso dei titoli raggiunge tosto il *punto di conversione*, espresso teoricamente dalle quotazioni corrispondenti alla capitalizzazione del reddito loro al saggio corrente dell'interesse sul mercato<sup>3)</sup>.

Da ciò il principio fondamentale che le sole rendite convertibili sono quelle prossime ai punti di conversione ed il successo di questa è misurato dal numero limitato delle domande di rimborso del capitale che i creditori nazionali e stranieri in tali condizioni non hanno più ragione di chiedere.

Ogni conversione, invece, di titoli quotati sotto la pari, od alla pari, ma lontani dai punti di conversione se non è destinata per intero a fallire, richiede sempre compensi ed operazioni accessorie, che annullano in parte i benefici sperati e finiscono sempre

<sup>1)</sup> La disparità del saggio fra il mercato interno ed internazionale, come costringe lo Stato ad emettere titoli interni, a somiglianza di ciò che avvenne nel 1894 per il 4,50 ora convertito, emesso ad un saggio inferiore a quello corrente allora sul mercato estero, gli vieta altresì di tentare la conversione che in tal caso fallirebbe per la concorrenza dei valori stranieri e le domande di rimborso.

<sup>2)</sup> Un esempio si ha nel ribasso odierno del consolidato inglese dovuto alla riduzione automatica del saggio dal  $2\frac{3}{4}$  al  $2\frac{1}{2}$  avvenuta nell'aprile 1903; tasso che non corrisponde più, dopo la guerra del Transvaal e la emissione del  $2\frac{3}{4}$  e  $3\%$  da quella occasionata, al saggio corrente sul mercato.

<sup>3)</sup> Se, ad esempio, il saggio dell'interesse effettivo scende dal  $4\%$  al  $3,50\%$  la rendita  $4\%$  tenderà a salire da 100 a 114,28, che rappresenta pertanto il punto teorico di conversione. È necessario però che tale ribasso nel saggio corrente dell'interesse, che eleva i corsi, si prolunghi per l'intero periodo della conversione.

coll'aumentare il debito del quale volevasi ridurre la pressione tributaria <sup>1)</sup>).

Ma la convertibilità del titolo — contrariamente all'asserto di numerosi scrittori — è semplice *effetto* delle oscillazioni dell'interesse reale per gl'impieghi di pari sicurezza, durata, negoziabilità, e che rimane pertanto la condizione efficiente del fenomeno e non già del credito dello Stato che è soltanto uno degli elementi concorrenti a fissare il saggio dell'interesse per i prestiti in questione, saggio che lo Stato subisce, ma non crea. E lo prova il fatto che la conversione fallirebbe egualmente se lo Stato offrisse per i titoli che pure hanno conquistato la parità un saggio d'interesse inferiore al normale per i fondi pubblici come taluno propose al Rouvier <sup>2)</sup> due anni or sono per la conversione del 3,50 invece che al 3, al 2,50; saggio alquanto lontano dalla misura normale dell'interesse nella grande nazione sorella, non solo per i fondi dello Stato, ma per quelli emessi dalle compagnie ferroviarie e marittime e dai paesi stranieri che presentano le stesse garanzie.

La teorica esposta, che tenta ridurre ad una condizione unica i molteplici fattori della conversione, parrebbe smentita dal fatto che, malgrado il saggio dell'interesse sia diminuito, il corso dei titoli non si eleva in proporzione del ribasso di quello, così da raggiungere i punti di conversione.

Ma il fenomeno si spiega praticamente con il pericolo della conversione che pesa sui titoli da lungo superiori alla pari e che, abbandonati gradatamente dalle borse, rallentano necessa-

---

<sup>1)</sup> Per ciò non possiamo ascrivere alle conversioni « impeccabili » quella francese del 3,50 in 3 % compiuta nel 1902 dal Rouvier, benchè le domande di rimborso non raggiungessero che la cifra esigua di 260 per un capitale approssimativo di 1,725,000 franchi, avendo dovuto il Tesoro concedere oltre gli arretrati del novembre 1902 un premio di un franco per ogni 3 franchi e mezzo di rendita convertita.

<sup>2)</sup> V. *Documents parlementaires*, Chambre. Annexe, n. 231, p. 748. Séance du 8 juillet 1902.

riamente la loro corsa ascendente verso i punti teorici di conversione. È quello che accadde in Prussia, dove nel 1896 il 4 per cento arrivato a 104 si fermò, in breve raggiunto dal 3,50 al quale, a differenza del primo, era stata assicurata una lunga inconvertibilità; come avvenne in Francia nell'aprile del 1902 in cui il 3 ed il 3 e mezzo per l'annunciata conversione differivano tra loro di 80 centesimi invece che di 12 punti, mentre negli Stati Uniti d'America, ove il 2% ed il 4% sui quali non pesa punto la minaccia della conversione, sono rispettivamente quotati a 110 ed a 135: corsi altissimi dei quali gli americani sono immeritatamente orgogliosi, perchè proporzionali al ribasso dell'interesse, che nei paesi altamente evoluti tende ad avvicinarsi di continuo a zero senza mai raggiungerlo, a somiglianza di quelle curve assintotiche di cui è parola nelle matematiche.

Ma è bene ricordare che la minaccia della conversione non influisce che sui titoli convertibili, cioè prossimi ai punti teorici di conversione, non già su quelli da essi ancora lontani e che tendono talvolta ad arrestarsi per ragioni a quella estranee.

Ed è quello che avviene ora in Italia, nella quale se il 5% lordo accenna a fermarsi, mentre il 3,50 continua a camminare, ciò non è punto dovuto alla temuta conversione che pesa sul primo ed alla inconvertibilità assicurata fino al 1916 al secondo, sebbene alla misura odierna dell'interesse corrente ancora lontano dal saggio dalla conversione.

Infatti se il reddito del nostro consolidato, secondo i corsi di Parigi alla fine di dicembre quali risultano dal prospetto riportato nella pagina seguente <sup>1)</sup> appare di gran lunga maggiore di quello dei fondi francesi, inglesi, tedeschi, egiziani, nord-americani, si mantiene tuttora alquanto lontano (3.81) da quel saggio del 3,50 nel quale dovrebbe essere convertito e che si avrebbe qualora esso fosse quotato non già a 104,95, ma a 114,20 che rappresenta il punto massimo di conversione difficile a raggiungersi per la tema di questa tanto più efficiente quanto più la quotazione ad esso si avvicina.

La conversione sarebbe pertanto ancora prematura, specialmente considerando il saggio dei riporti e dello sconto ufficiale, misura del prezzo del denaro e del capitale <sup>1)</sup> che oscilla ancora in Italia

<sup>1)</sup> [della pag. precedente].

Reddito dei titoli del debito pubblico degli Stati europei ed extraeuropei.

FONDI DI STATO	Corso a Parigi Dicembre 1904	Per 1 franco di rendita	Reddito %
<i>Europei.</i>			
Francese 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> perf. . . . .	98.80	32.93	3.03
Consolidato inglese (cambio fr. 25,20) . . . . .	88.60	35.20	2.84
Austriaco oro 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> (cambio 2,50) . . . . .	101.75	25.43	3.93
Belga 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> . . . . .	101	35.66	2.97
Bulgaro 5 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1896 . . . . .	450	22.50	5.55
Danese 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1897 . . . . .	93.50	31.16	3.26
Spagnuolo (est.) 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> cambio 1 fr. . . . .	90.55	22.63	4.41
Ellenico 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1887 (netto 10,25) . . . . .	247	26.27	3.80
Olandese 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> . . . . .	96	32	3.12
Ungherese oro 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> (cambio fr. 2,50) . . . . .	102.75	25.68	3.89
<b>Italiano 4 <sup>0</sup>/<sub>10</sub> netto . . . . .</b>	<b>164.95</b>	<b>26.23</b>	<b>3.81</b>
Norvegese 5 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1886 . . . . .	90	30	3.33
Portoghese 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> (1 fr. netto) . . . . .	64.85	21.61	4.62
Consolidato prussiano 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> a Berlino . . . . .	89.80	29.93	3.34
Rumeno 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1898 . . . . .	87.75	21.93	4.55
Russo 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> oro 1891 . . . . .	75.75	25.25	3.96
Serbo 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> ammort. 1895 . . . . .	79.95	19.98	5
Svezia 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1895 . . . . .	100.25	28.64	3.69
Svizzero 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> (ferrovie) . . . . .	90	33	3.03
Turco convertito unificato 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> . . . . .	88.50	22.12	4.51
" priorità 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1890 . . . . .	500	25	4
<i>Extraeuropei.</i>			
Argentino 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1890 . . . . .	88.70	22.17	4.50
Brasiliano 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1889 . . . . .	82.65	20.66	4.39
Cinese 5 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> oro 1898 . . . . .	482	19.28	5.18
Egiziano unificato 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> netto . . . . .	105.75	26.43	3.78
Stati Uniti 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> a Nuova York . . . . .	106.37	26.59	3.76
Haiti 5 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1875 . . . . .	233.25	15.55	6.43
Giapponese 5 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> a Londra . . . . .	84.50	16.90	5.91
Messicano 5 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> interno . . . . .	50.42	20.16	4.95
Uruguay 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1891 . . . . .	63.10	18.62	5.54
Québec 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1894 . . . . .	88.75	29.58	3.38

<sup>1)</sup> Il saggio dello sconto è fenomeno ben distinto da quello dell'interesse, ma per quanto concerne la sua misura non differisce gran che dall'interesse dei fondi pubblici, i quali, per la negoziabilità dei titoli, rappresentano impegni a breve scadenza, al pari del capitale monetario a cui corrisponde lo sconto.

In Italia però, causa l'intervento dello Stato nella determinazione dello sconto, il saggio di questo di rado concorda con quello della rendita.

fra il 4 ed il 6 per cento, contrariamente ai paesi accennati ed in particolare ai tre grandi mercati che in Europa regolano il saggio dello sconto, i quali alla epoca esposta avevano saggi ben più miti e precisamente del 3% a Parigi ed a Londra, e del 3,84 a Berlino <sup>1)</sup>.

Se si offrisse quindi al pubblico l'opzione fra il nuovo titolo al 3,50 od il rimborso, una parte notevole dei portatori preferirebbe certo quest'ultimo, data la possibilità di trovare impieghi ad un tasso superiore con grave danno del Tesoro, causa la gran massa di titoli oggetto della conversione.

E basterebbe a provarlo l'esempio recente della conversione del prestito redimibile di Roma di 150 milioni dal 4% netto in oro al 3,75 per cinque anni ed eventualmente al 3,50 al termine di questi, compiuta nell'agosto dello scorso anno, e che — malgrado l'avviso contrario del Tesoro e della Banca d'Italia — non può ritenersi certo come una prova dell'alto credito dello Stato ed un lieto auspicio per la futura grande conversione della quale ci occupiamo.

Difatti sopra 72 milioni del debito collocato all'estero si chiese il rimborso del capitale per 27 milioni, cioè in ragione del 37,5% e per gli 81 milioni collocati all'interno di 5 milioni, pari al 6,20 per cento. Ora, se le proporzioni rimanessero le stesse, lo Stato dovrebbe per la conversione del consolidato rimborsare 490 milioni all'interno e 380 milioni all'estero, ossia 870 milioni che lo Stato, nell'ora presente, in cui il mercato finanziario è turbato dal conflitto russo-giapponese, non potrebbe procurarsi certo al saggio del 3,50 per cento, anche esclusa, come vedemmo, la necessità per esso di ricorrere al credito per altri 780 milioni

<sup>1)</sup> La media dello sconto ufficiale fu infatti:

	1900	1901	1902	1903	1904
Parigi . .	3,23	3,—	3,—	3,—	3,—
Londra . .	3,96	3,72	3,33	3,75	3,—
Berlino . .	5,33	4,10	3,32	3,84	4,—

per rimborsare al 30 giugno 1905 le Società ferroviarie (460 milioni) e mettere in buon assetto le linee (320 milioni). Anche limitando la domanda ai 870 milioni il tasso del denaro non si manterrebbe alla misura attuale, ma aumenterebbe fatalmente per la necessaria contrazione del capitale disponibile, compromettendo così il successo della operazione ben lontana da quella conversione « impeccabile » di cui ci siamo proposti di fissare le condizioni e che sola auguriamo <sup>1)</sup>.

b) Se il ribasso dell'interesse è la causa efficiente della conversione, la possibilità di questa richiede però il concorso di *cause occasionali*, di talune condizioni, l'assenza delle quali spiega la inconvertibilità di taluni titoli sebbene quotati da lungo sopra la pari, e perfino prossimi ai punti di conversione.

---

<sup>1)</sup> Per fronteggiare tale rimborso, calcolato invece ad un miliardo, si misero in circolazione le più strane notizie. Si annunciò la garanzia di due grandi aggruppamenti di forze bancarie, di cui l'uno all'interno stretto intorno alla Banca d'Italia, e l'altro all'estero che riunirebbe gran numero di istituti tra i più forti della banca francese, inglese, tedesca ed austriaca. Ciascuno di questi due aggruppamenti, i quali agirebbero di concerto, assumerebbe la garanzia eventuale di circa una metà del miliardo in questione, ossia circa 500 milioni per uno. Nel gruppo italiano figurerebbe per prima, dopo la Banca d'Italia, la Cassa di Risparmio delle provincie lombarde, la quale vi starebbe per 100 milioni.

Ma le notizie meno attendibili riguardavano la somma della provvigione che il Tesoro avrebbe dovuto corrispondere per l'appoggio e la garanzia prestata da tutte quelle forze bancarie.

Si disse, ma vogliamo credere che in ciò vi sia stata moltissima esagerazione, che le banche chiedessero circa un quarto per cento sull'intera somma da convertirsi, il che equivaleva a oltre 20 milioni di spesa a carico del Tesoro. Con che, per un anno intero, questo non avrebbe risentito alcun vantaggio dall'operazione compiuta (dato che il primo passo si facesse verso un 3,75 %), sebbene per l'anno stesso tutti i possessori privati di consolidato vedessero già ridotto l'ammontare delle loro cedole.

Si richiede cioè :

1.º Che il titolo quotato alla pari abbia raggiunto il termine fissato per la conversione ed il rimborso, la cui determinazione dovrebbe farsi, malgrado l'immortalità dello Stato, all'atto della stipulazione di ogni prestito per evitare le proteste dei capitalisti che mirano sempre a prolungare, a danno dei contribuenti, l'alta produttività dei titoli derivante dal ribasso dell'interesse. Per ciò la Francia dovette sospendere la conversione dei *Bons de liquidation* emessi in rappresentanza delle indennità accordate alle vittime della Comune e della guerra che non avevano ancora raggiunto il termine utile per il rimborso; ma si affrettò a convertire il 3,50 non appena questo, passato il 16 febbraio 1902, divenne convertibile; perciò taluni prestiti russi, egiziani, cinesi, per quanto prossimi ai punti di conversione, non sono nè riscattabili, nè convertibili, nè rimborsabili, essendo ancora lontani dalla data della redenzione <sup>1)</sup>.

2.º Che la massa dai titoli da convertire, per la erronea uniformità dei tagli, non sia talmente rilevante da rendere pericolosa l'offerta del rimborso alla pari, sia pure ridotta alle proporzioni minime che ogni conversione « impeccabile » consente.

Purtroppo non è questo il caso dell'Italia, che non ebbe punto la precauzione di dividere il suo massimo consolidato per *serie* o *categorie* da convertirsi poi separatamente ed in periodi diversi

---

<sup>1)</sup> L'esito non troppo favorevole della conversione del prestito di Roma, nel quale, come dicemmo, il quinto dei portatori dei titoli chiese il rimborso, si deve anche al fatto che il Comune non aveva punto il diritto di sostituire il rimborso all'ammortamento graduale convenuto alla stipulazione del prestito e che ha certo influito sul corso della sua emissione. Da ciò proteste vivaci da parte di taluni mercati stranieri, giuridicamente legittime e che si sarebbero evitate qualora il Comune di Roma in luogo di una conversione facoltativa avesse proposta una conversione libera, lasciando ai creditori, che rifiutassero la conversione, di continuare nelle condizioni di prima.

seguendo i consigli della scienza e la pratica degli altri paesi <sup>1)</sup>. Il nostro vecchio consolidato, per la erronea uniformità del tipo, costituisce una massa indivisibile di circa 8,200 milioni, corrispondenti a 328 milioni di rendita 5 % lordo e 4 % netto, il cui corso si impone a tutti gli altri titoli e rende alquanto pericolosa, per la cifra ingente del debito, l'offerta del rimborso alla pari <sup>2)</sup>.

Come infatti convertire in una sola volta un debito di 8,200 milioni?

Per riuscirvi non vi sono che due vie.

La prima si è di emettere insieme al 3,50 due altri tipi di rendita, ad esempio, uno a 3,75 ed uno al 3 % reso inconvertibile per venti anni, che il Tesoro consacrerrebbe contemporaneamente, gradatamente, giornalmente a convertire il vecchio titolo (4 % netto) utilizzando tutte le variazioni del saggio dell'interesse e le diverse tendenze dei portatori per i titoli ad alto o basso interesse, convertibili entro periodi più o meno lunghi di tempo, fino a che la rarefazione del titolo vecchio ne rialzi il corso e ne abbassi l'interesse al livello del titolo più basso, il quale finirebbe col dominare da solo il mercato in attesa di cedere tale dominio al terzo titolo ancora più basso. È il sistema americano propugnato nella scienza dal Messedaglia, che l'Alessio voleva si seguisse allora della emissione del nuovo 3,50 per cento.

<sup>1)</sup> L'Italia seppe però evitare l'errore nella creazione del nuovo 3,50 % distinto in categorie di un miliardo in conto capitale. V. art. 13 della legge 12 giugno 1902 e art. 1 del relativo regolamento 2 agosto 1902, n. 317.

<sup>2)</sup> L'Italia possiede, dopo la conversione del 4,50, quattro tipi di consolidato, 5 %, 4, 3,50, 3 %, ma il solo importante, come dicemmo è il primo, il 4 % non rappresentando che un capitale di 196 milioni, il 3,50 per cento di 852 milioni, il 3 per cento di 160 milioni.

Bisogna però aggiungere a simile consolidato il capitale delle antiche rendite nominative 4,50 per cento netto conservate esclusivamente a favore delle pubbliche istituzioni di beneficenza che ammontavano al 30 giugno 1904 a 721 milioni.



La seconda via per rompere la mole del 4% netto è di trarre partito della divisione della rendita in *nominativa* ed al *portatore* e di compiere prima la conversione di questa ed all'ultimo di quella <sup>1)</sup>. In tal caso non si tratterebbe più di convertire in una sola volta otto miliardi di debito, ma soltanto quattro, che potrebbero ridursi ancora incoraggiando con piccoli premi la trasformazione della rendita al portatore in nominativa e mista, e procedendo per questa, prima alla conversione della rendita intestata ai privati e poi a quella intestata alle opere pie ed ai corpi morali.

Ed è questa la via che ci sembra ancora preferibile qualora si voglia realmente compiere una conversione « impeccabile » data l'assenza lamentata della divisione del consolidato per *serie*, che avrebbe facilitata la conversione, a meno che non si voglia ricorrere, come fece l'Ungheria con la legge XXXII del 5 maggio 1881 e come voleva si operasse in Italia l'on. di Broglio <sup>2)</sup>, ad una conversione ripartita per gruppi determinati dalla sorte, il che darebbe forse luogo ad obiezioni giuridiche ed economiche di varia natura da parte dei creditori, ma semplificherebbe enormemente l'operazione.

E tale è pure il pensiero autorevole del De Johannis <sup>3)</sup>, il quale vorrebbe si cominciasse con la conversione della rendita nominativa, pari a 3,592 milioni, dei quali un miliardo e mezzo vincolata allo Stato, alle Banche, alle Opere Pie, che accetterebbero senz'altro la conversione, accordando ai portatori di questa il vantaggio del pagamento trimestrale degli interessi invece che semestrale da mantenersi per la successiva conversione della rendita al portatore, pari a 4,050 milioni, dei quali circa un quarto posseduti da Istituti di credito, da Società di assicurazione, da banchieri, che si affrettarebbero per primi a presentarli in blocco alla conversione:

<sup>1)</sup> V. FLORA, *Manuale di Scienza delle Finanze*, 2.<sup>a</sup> edizione. Livorno, Giusti, 1903, p. 104.

<sup>2)</sup> V. *Documenti parlamentari*, Legisl. XXI, 2.<sup>a</sup> sess. 1902-03, n. 384, p. 12.

<sup>3)</sup> V. *La conversione della rendita*, Firenze 1904, p. 337.

la cui terza fase pertanto comprenderebbe le partite al portatore che i banchieri stessi non riuscirono a concentrare nelle loro mani.

Simile forma non è però possibile senza la concessione di premi di cui più avanti diremo.

3.° Che il titolo da cedersi in cambio di quello da convertirsi abbia egualmente, non solo raggiunta la parità, ma sia quotato stabilmente alquanto al di sopra di essa in modo che gli sforzi del Tesoro, delle Borse e delle Banche non riescano più a deprimere od elevarne i corsi; condizione che parrebbe realizzata in Italia dal fatto che il 3,50 è quotato effettivamente — esclusa la cedola semestrale — a 101,40 invece che a 90,39, quale dovrebbe essere il suo corso prendendo per base il 4 % netto quotato, sempre esclusa la cedola semestrale, a 103,20, e che giustificherebbe pertanto, secondo numerosi periodici finanziari, il pericolo imminente della conversione al quale sarebbe dovuta la fermezza del nostro massimo consolidato.

Ma il corso del 3,50 è in parte artificiale <sup>1)</sup> e sarebbe sommaramente erroneo assumerlo come *standard*, come misura normale del saggio dell'interesse dei nostri fondi pubblici, i cui prezzi sono e saranno ancora a lungo determinati dagli 8,200 milioni del 4 per cento netto, signore del mercato. Il corso altissimo del 3,50 si spiega infatti con la quantità relativamente scarsa finora emessa (852 milioni) e che purtroppo non si può accrescere, i portatori delle obbligazioni ferroviarie non avendo più la convenienza di chiederne la conversione causa il rialzo del 3,50 stesso dovuto alla speculazione alla quale gli istituti di credito maggiori furono all'ultimo costretti di sottrarlo per impedirne di poi il deprezzamento <sup>2)</sup>.

<sup>1)</sup> Che il corso sia artificiale è provato dal fatto che altrimenti il 4 % netto dovrebbe valere 115,88 invece che 103,20, dato che il 3,50 valga realmente 101,40.

<sup>2)</sup> La prova che il corso elevato al 3,50 in relazione al 5 % lordo è dovuto alla scarsa quantità emessa si ha pure nel corso dei 160 milioni del 3 % lordo quotato a 70 circa invece che a 61,80, prezzo corrispondente alla quotazione del 5 % lordo (103,80).

Quale sarà il corso del 3,50 quando il miliardo ed i 400 milioni di esso saranno emessi per intero?

Alla parità del titolo da convertire farà allora ancora riscontro la parità del titolo da darsi in cambio?

La conversione sarebbe pertanto prematura, almeno fino a quando il 3,50 non ritorni alla pari oppure ad un prezzo sufficiente a spingere i portatori delle obbligazioni ferroviarie a chiederne la conversione, facilitando così la emissione dei 1,391 milioni del nuovo consolidato, od i corsi del 5 % non si avvicinino notevolmente ai punti teorici di conversione ancora troppo lontani dalle quotazioni odierne <sup>1)</sup>.

4.° Che l'equilibrio finanziario non sia più minacciato da nuove e crescenti spese, da disordini all'interno, da complicazioni all'estero che richiederebbero l'inaspimento delle imposte esistenti o la emissione di altri prestiti che diminuirebbero così le guarentigie di quelli precedentemente stipulati.

Fortunatamente l'Italia, che ora paga gl'interessi del suo debito senza ricorrere neppure al debito fluttuante e alle anticipazioni statutarie delle banche di emissione, nulla avrebbe da temere da simile condizione, l'equilibrio del bilancio, malgrado le oscillazioni del prodotto del dazio sul grano <sup>2)</sup>, le perdite derivanti dalla ri-

<sup>1)</sup> Si potrebbe pertanto dire che oggi non abbiamo sul nostro mercato un solo titolo che rappresenti il vero saggio medio normale dell'impiego del denaro; non il 5 %, perchè la strombazzata prossima conversione ne tiene forzatamente abbassato il prezzo capitale; non il nuovo 3,50, perchè gli ottocento milioni finora emessi (sia per conversione delle obbligazioni ferroviarie, sia per quella recente del consolidato 4,50), non bastano ad impedire che il suo prezzo di Borsa non possa venire artificialmente sostenuto da pochi grandi istituti d'accordo col Tesoro, interessati, come sono, a ciò fare, nell'attesa della imminente grande conversione.

<sup>2)</sup> Tali oscillazioni, che minacciano la solidità della finanza quanto più il raccolto interno è abbondante, furono:

Anni	Entrata totale	Reddito del grano	Entrata netta
1900-01	1.720 milioni	74.2 milioni	1.646 milioni
1901-02	1.743 »	69.7 »	1.673 »
1902-03	1.794 »	93.9 »	1.700 »

duzione delle tariffe ferroviarie, dei dazi sui farinacei e dalla applicazione della legge sulla perequazione fondiaria, non essendo punto compromesso, specialmente se l'on. Luzzati saprà frenare le spese inutili e le eccedenze di impegni che oltrepassano di continuo le somme stanziare per i vari servizi dal Parlamento.

5.° Che se lo Stato, per non sottrarre all'industria ed al fondo salari i capitali accennati, ha collocato parte del suo debito all'estero, come avviene ai nostri giorni per la Russia, la Spagna, il Portogallo, l'Austria-Ungheria, la Grecia, la Turchia, la Cina, si richiede infine che il cambio nominale, misura dell'aggio al disopra dei punti metallici, ed il cambio reale siano favorevoli per evitare il rinvilio dei titoli ed il consequenziale loro movimento di immigrazione a danno della stabilità del mercato monetario e dei prezzi.

Ed è questo pure in parte il caso dell'Italia, la quale sebbene negli ultimi anni approfittando della bilancia monetaria favorevole e dell'incremento del risparmio abbia riscattato circa un miliardo di rendite collocate all'estero, abbisogna pur sempre, per il miliardo residuo ancora esistente nei mercati stranieri <sup>1)</sup> se non della loro cooperazione materiale, del loro consenso morale, della loro neutralità, pienamente assicurata all'esterno dalla loro orien-

---

I 27 milioni in più che si hanno negli ultimi esercizi escludendo il grano esprimono la solidità del bilancio.

<sup>1)</sup> In questa cifra, badando ai pagamenti fatti all'estero dal Tesoro, il consolidato 5 % lordo da convertirsi enterebbe per circa 750 milioni. Ora, come dicemmo a proposito della conversione libera del prestito di Roma, che riguardava appena il cinquantesimo della massa del nostro consolidato, le domande di rimborso salirono al 37 %, il che non depone certo in favore del nostro credito all'estero sebbene parrebbe non si avesse a temere che i francesi — i maggiori detentori stranieri del nostro consolidato — chiedano il rimborso, per costituirsi una rendita equivalente in titoli nazionali 3 % che valgono 97 lire, rappresentando il nostro consolidato 3,50 un valore ben maggiore; nè ancor meno vi sarebbe da temere degli inglesi con il loro consolidato 2,50 ad 89 circa.

Comunque è bene ricordare quanto avvenne per il prestito di Roma affinché lo Stato non si esponga al rischio di effettuare un grosso rimborso.

tazione al rialzo, e all'interno dalla eliminazione definitiva di ogni remoto pericolo della ricomparsa dell'aggio, che può solo derivare dalla contrazione della circolazione cartacea dello Stato<sup>1)</sup> e dalla ripresa del baratto dei biglietti.

E però la consolidazione della circolazione deve seguire quella della Finanza; la scomparsa del corso forzoso, che può sempre alterare i cambi, la conquista del pareggio, altrimenti ogni rimpatrio di titoli — divenuti mezzo di compensazione internazionale — basterebbe rialzando il cambio, indipendentemente dalla situazione monetaria e finanziaria, ad impedire quella conversione « impeccabile » della rendita, conforme ai dettami della scienza alla quale soltanto l'Italia deve mirare, come quella, che mentre assicura al paese vantaggi economici e finanziari rilevanti non accresce punto l'ammontare del debito, nè la sua pressione tributaria; il che è sempre necessario — sia pure in lieve misura — allorchando essa voglia compiersi sopra titoli quotati sotto la pari od appena alla pari, epperò ad un saggio inferiore a quello corrente sul mercato che unicamente determina i punti teorici di conversione.

Data pertanto l'assenza di talune delle condizioni efficienti ed occasionali esposte, affinchè la conversione possa egualmente com-

---

<sup>1)</sup> Nessuno più avverte ora che la circolazione effettiva dello Stato, che ammonta a 442 milioni (30 settembre 1904), con una copertura metallica di 123 milioni pari al 30 %, è sempre a corso forzoso, dato il cambio favorevole persino nei mesi in cui generalmente rincara; ma lo sarebbe tosto, e con gravi conseguenze per la economia e la finanza, se il cambio, per le vicende continue della bilancia monetaria, scendesse nuovamente sotto la pari.

Da ciò la necessità di eliminare ogni pericolo che potrebbe compromettere la conversione approfittando delle riserve metalliche del Tesoro e delle Banche salite ora (dic. 1904) a un miliardo e settantatre milioni contro una circolazione cartacea complessiva, inconvertibile in valuta metallica di 1.645 milioni.

piersi, si richiedono meccanismi più complicati che geniali che schematicamente accenneremo.

1.° La riduzione graduale dell'interesse, assicurando ai creditori un saggio intermedio fra il saggio nominale e quello della conversione per un certo numero d'anni e il tasso della conversione per gli anni successivi <sup>1)</sup> per ovviare alla disparità momentanea fra il prezzo del denaro corrente sul mercato e il nuovo saggio del consolidato da convertirsi, il che toglierebbe alla operazione ogni carattere prematuro.

Simile *conversione scalare*, o per gradi, o in due tempi, frequente nella pratica sarebbe pure possibile in Italia assicurando al nuovo titolo l'interesse del 3,75 per cento fino al 1911 — epoca del cambio decennale delle cartelle — ed il saggio della conversione (3,50 %) per altri cinque anni, ma ridurrebbe il beneficio dell'operazione a 20 milioni per tutto il primo periodo, onde una perdita di 140 milioni per lo Stato ed i contribuenti ingiustificabile con le necessità finanziarie che nel nostro paese impongono, come vedemmo la conversione, la quale compiuta in un solo tempo darebbe invece al bilancio circa 40 milioni all'anno <sup>2)</sup>.

<sup>1)</sup> Ad esempio in Inghilterra, il Goschen nel 1888 convertiva il 3 % in 2,50 assicurando ai creditori il saggio del  $2\frac{3}{4}$  % fino al 1903 ed il saggio della conversione a cominciare da quest'epoca e per un certo numero d'anni. Senonchè, quando l'interesse scendeva automaticamente al 2,50 lo Stato per provvedere alla guerra del Transvaal fu costretto ad emettere altri 3 miliardi di lire italiane di consolidato al 3 % e  $2\frac{3}{4}$  %, il che ebbe per conseguenza di deprezzare i corsi del consolidato antico che precipitarono perfino ad  $87\frac{3}{8}$ .

Ben giustamente quindi il Raffalovich, a proposito di simili conversioni scalari, scriveva: « On ne peut pas prévoir a quinze ans de distance, ce qui se passera: la modification du premier fonds d'État peut coïncider avec une période de dépression et de crise, alors qu'il faut recourir au crédit, à un taux beaucoup plus onéreux que celui qu'on avait entrevu en pleine baisse du loyer des capitaux au moment de la conversion. Il est très-dangereux de marcher sur le terrain des finances publiques, en se laissant trop guider par des vices didactiques ». — (RAFFALOVICH, op. cit., pag. 4).

<sup>2)</sup> Il sistema venne propugnato dall'on. SORANI nel *Sole* di Milano del 17 novembre 1902.

2.° La garanzia di un lungo periodo di inconvertibilità variabile dai dieci ai venti anni, consigliabile quando il tipo dei titoli è disforme e quindi limitata la massa dei titoli da convertirsi, come era il caso dell'ultimo prestito russo, ma da respingersi per l'Italia data la gran massa del nostro consolidato 5<sup>o</sup>/<sub>100</sub>, alla cui conversione si dovrebbe rinunciare per lungo periodo d'anni sebbene il saggio dell'interesse di poi lo consentisse <sup>1)</sup>, a meno che non si adottasse il principio della discriminazione della massa totale del nostro consolidato esposto e la inconvertibilità di 15 anni si limitasse alla rendita nominativa prima convertita.

3.° La concessione di *premi*, di *coupons supplementari* di *indennità* che determinano: i *premi* l'accaparramento, per opera della speculazione o dei consorzi o dei sindacati bancari di grosse partite dei titoli da convertirsi i quali dopo un effimero rialzo ribassano di prezzo, arrestando così la conversione divenuta in tal modo meno opportuna e accetta per la diffidenza verso l'alta Banca in tal caso sempre sospettata di *tripotages* e di illeciti lucri <sup>2)</sup>; oppure, nel caso delle *cedole supplementari* assottigliano i beneficii

<sup>1)</sup> È l'errore in cui caddero gli Stati Uniti i quali avendo stabilito nel 1874 che il 3<sup>o</sup>/<sub>100</sub> non sarebbe nuovamente convertibile prima del 1906 non poterono in questi ultimi anni effettuare la conversione sebbene il titolo fosse sempre sopra la pari. V. FLORA, *Manuale di Scienza delle Finanze*, 2.<sup>a</sup> ediz., Livorno, Giusti, 1903, p. 487.

<sup>2)</sup> È il sistema accolto in Italia per la conversione delle obbligazioni ferroviarie nel nuovo 3,50. Il Tesoro accordava un premio variabile da 15 a 20 centesimi per ogni cento lire di capitale, che in questo caso si potrebbe giustificare come compenso alla rinuncia del portatore delle obbligazioni di essere rimborsato alla pari, alla scadenza delle obbligazioni medesime.

Tale fu pure il procedimento seguito in Francia dal Rouvier per la conversione più volte citata del 3,50 in 3<sup>o</sup>/<sub>100</sub> nella quale i creditori ottennero, oltre agli arretrati calcolati in base al nuovo 3<sup>o</sup>/<sub>100</sub> dal 16 novembre al 31 dicembre 1902, un premio (*bonification*) di un franco per ogni 3 fr. 50 di rendita convertita, ma equivalente in realtà alla concessione di una rendita 3 <sup>1</sup>/<sub>4</sub> <sup>o</sup>/<sub>100</sub> per quattro anni.

della conversione, specialmente se la massa dei titoli è rilevante <sup>1)</sup>; mentre qualora si ricorresse alla concessione di *indennità* (*soulttes*) la conversione, oltre riuscire poco profittevole per la bassa misura richiesta da queste, correrebbe il rischio di fallire non avendo tutti i creditori i mezzi da pagare il capitale corrispondente alla rendita da ridursi <sup>2)</sup>.

E però sono tutti espedienti poco raccomandabili malgrado il contrario avviso dell'on. Di Broglio il quale nel progetto accennato proponeva di affrettare la conversione del consolidato 5% concedendo ai portatori un premio fino al 3% del capitale, il che avrebbe aumentato il debito di 240 milioni in capitale ossia di milioni 8,40 di rendita annua contro una economia di 40 milioni, senza contare le difficoltà e gli inconvenienti del sistema che si rilevarono nella conversione delle obbligazioni ferroviarie <sup>3)</sup>.

1) Tale forma si impone quando lo Stato non potendo, ad esempio, ridurre improvvisamente l'interesse dal 5% al 4% perchè non consentita ancora dallo stato del mercato, nè volendo continuare a pagare l'interesse di prima perchè eccessivo in relazione a quello, offre l'opzione fra una rendita 5% quotata a 111 o il rimborso o la consegna di un titolo 4% alla pari, ma che riceverebbe per un certo numero di anni un *coupon* supplementare di 50 centesimi.

2) Nella conversione con indennità (*soultte*) lo Stato si astiene dal rimborso, ma vende ai creditori la frazione di reddito riducibile. Se ad esempio un titolo 5% quotato a 111 è esposto ad una conversione in 4,50, lo Stato può rinunciare al rimborso verso consegna da parte dei creditori di una indennità di 5 o 6 lire, cioè inferiore al capitale necessario per ottenere la rendita di 50 centesimi che ai portatori sarebbe sottratta dalla conversione.

3) Fautore dei premi, ai quali neppure l'Italia potrebbe ora rinunciare mancando talune delle condizioni richieste per la conversione impeccabile esposta, è il DE JOHANNIS (op. cit., p. 347), il quale però, a differenza dell'on. DI BROGLIO, vorrebbe che il premio stesso non superasse lire 1,20 per ogni cento lire di capitale, onde una spesa di circa 90 milioni sul capitale di lire 7,506 milioni che rimane dedotti i 492 milioni di titoli appartenenti allo Stato e pei quali non si richiede compenso alcuno. Senonchè, nelle sue conclusioni finali, il chiaro economista sembra non ammetta il premio che per la rendita al portatore (v. p. 355), il che ridurrebbe la spesa a meno della metà.

4.° La emissione del nuovo titolo sotto la pari per compensare con il futuro aumento dei corsi i portatori del titolo convertito della perdita derivante dalla riduzione dell'interesse; espediente che nei riguardi dell'Italia non conviene prendere in esame, almeno fino a quando il 3,50 non scenderà sotto la pari.

Concludendo, sono questi espedienti che rendono sempre possibile la conversione, limitando, specialmente con la concessione dei premi, che spingono i sindacati all'accaparramento dei titoli, la cifra dei rimborsi; ma da respingersi qualora si voglia questa risulti conforme ai dettami della scienza che ogni Stato dovrebbe solamente ascoltare, se non per amore di questa, per l'alto costo di simili combinazioni artificiali, consigliabili soltanto ai paesi che per l'alta pressione tributaria non possono più oltre attendere.

Ma fortunatamente l'Italia non è fra questi.

Senonchè, se queste sono le condizioni della conversione, quali ne saranno gli effetti?

### III.

Gli effetti politici, economici e sociali.

Gli effetti delle conversioni della rendita dei fondi pubblici e privati <sup>1)</sup> si connettono a quelli generali derivanti dal ribasso dell'interesse di cui la conversione è effetto ed in parte causa; inversione di rapporti frequente nel campo dei fenomeni sociali in cui gli effetti rigenerano spesso le cause.



Dal lato *politico* la conversione rafforza il credito dello Stato <sup>2)</sup> guarentigia della sua indipendenza; consente ad esso di realizzare economie da consacrarsi all'ammortamento del debito ed alla ri-

---

<sup>1)</sup> Gli effetti delle conversioni dei fondi di Stato non differiscono dalle conversioni dei prestiti comunali e provinciali, e dei titoli degli Istituti di credito fondiario e delle Società industriali, meno difficili, epperò più frequenti di quelle. Fra queste ricorderemo in Italia la conversione delle cartelle del Credito fondiario dal 4,50 al 4% compiuta nell'ottobre 1902, dalla Banca d'Italia riuscita splendidamente come prova il numero esiguo di cartelle (145) presentate per il rimborso; conversione che valse a sollevare le sorti della proprietà fondiaria soffocata da un enorme debito ipotecario. Le conversioni dei valori privati concorrono poi ad agevolare quelle dei valori pubblici.

<sup>2)</sup> Non bisogna dimenticare a questo proposito che negli ultimi dieci anni (1894-1903) le emissioni dello Stato variarono sempre fra il quarto e la metà della cifra totale dei titoli emessi, come appare dai dati che seguono (gli anni segnati con asterisco son quelli in cui ebbero luogo le maggiori conversioni) rappre-

duzione immediata delle imposte specialmente di quelle che più colpiscono le classi economicamente inferiori <sup>1)</sup>).

Ed è questa la destinazione che dovrebbero ricevere i 39 milioni, che la grande conversione, con una spesa di 3 milioni, assicurerebbe di poi al Tesoro, in Italia dove i salari sono più bassi che altrove, ed i generi di consumo più gravemente tassati, onde il misero tenore di vita delle nostre classi lavoratrici, causa di decadenza fisica e intellettuale — che pure tenendo conto dei fattori etnici e mesologici — non trova riscontro negli altri maggiori paesi europei <sup>2)</sup>).

sentanti le percentuali dell'ammontare dei titoli emessi dallo Stato e dalle imprese industriali individuali o collettive:

Anni	Prestiti di Stato	Titoli industriali
1894 *	57 per cento	43 per cento
1895 *	38 »	62 »
1896	41 »	59 »
1897	24 »	76 »
1898 *	23 »	77 »
1899	23 »	77 »
1900	40 »	60 »
1901	52 »	48 »
1902 *	44 »	56 »
1903 *	31 »	69 »

È evidente che senza un credito altissimo simile rilevante e incessante ricorso al prestito tornerebbe allo Stato impossibile.

<sup>1)</sup> Uno Stato che non avesse nessun vantaggio a ridurre la spesa per il servizio del debito potrebbe servirsi della conversione per ridurre il capitale di questo impegnandosi, ad esempio, quando il corso del 5% fosse a 111, di continuare sempre a pagare ai creditori 5 lire di rendita a condizione che essi si rassegnino a ricevere all'epoca del rimborso non più 100 lire, ma 83,33 per ogni 5 lire di rendita.

Purtroppo di simili Stati non si hanno oggi dei saggi.

<sup>2)</sup> Ciò è vero non solo delle regioni meridionali, come dimostrò insuperabilmente il Nitti, ma altresì delle settentrionali, che contano nella Lombardia e nel Veneto 72 mila pellagrosi ed annualmente 3835 morti di pellagra. Che se, 172 mila operai setaiuoli, 80 mila operai del cotone e 30 mila della lana percepiscono

Ma ciò non sarà possibile se non si avrà il coraggio di contenere le spese, che negli ultimi sei esercizi aumentarono in media di 15 milioni all'anno <sup>1)</sup>, cosicchè non appena la debole progressione delle entrate, di cui è tanta parte, come vedemmo, il prodotto del dazio sul grano, si arrestasse basterebbero meno di tre anni per confiscare il beneficio della riduzione di quei 586 milioni di interessi che il popolo paga ai creditori dello Stato con i sudati guadagni.

\*  
\*

Dal lato *economico*, invece, la conversione determina una nuova distribuzione dei capitali disponibili che abbandonando i valori pubblici a *reddito fisso* degli Stati di primo ordine si volgono, dapprima, ai titoli degli Stati di secondo e terzo ordine, rialzandone così i corsi al livello dei primi, ed infine agli impieghi industriali, ai valori a *reddito variabile* nazionali e stranieri con sommo vantaggio della produzione, il cui lento sviluppo è sempre dovuto alla insufficienza dei capitali e del fondo salari <sup>2)</sup>.

È quello che ora avviene per effetto delle conversioni compiute od annunciate.

I consolidati di primo ordine, quali i fondi inglesi, francesi, prussiani, egiziani, olandesi, danesi dal 1898 ad oggi ribas-

---

salari elevati bisogna pensare che essi sono ben poca cosa di fronte ai 9 milioni e mezzo di lavoratori agricoli che conducono una vita grama e stentata, effetto della bassa alimentazione granaria, di gran lunga inferiore a quella che perfino Catone assegnava al nutrimento dello schiavo adulto e lavoratore.

<sup>1)</sup> Nè tale progressione delle spese accenna ad arrestarsi per effetto delle domande della burocrazia, la quale, date le condizioni economiche del paese e la misura generale dei salari del mercato libero, gli aumenti di stipendi dell'ultimo decennio e le pensioni ad essa assicurate, non può dirsi troppo scarsamente retribuita, sebbene talune categorie di essa, quali i professori universitari, abbiano ancora gli stessi stipendi del 1859!

<sup>2)</sup> L'accresciuta offerta del capitale provoca la industrializzazione della produzione, e quindi la trasformazione del proletariato, il quale è più evoluto, dove è più evoluta l'industria.

sarano più o meno notevolmente, mentre quelli reputati di secondo ordine, quali sarebbero le rendite italiane, argentine, spagnuole, portoghesi, elleniche, turche, ritenute immuni dal pericolo nell'ultimo quinquennio, aumentarono notevolmente così da avvicinarsi, come succede per l'italiana, ai punti di conversione<sup>1)</sup>.

Certamente sul fenomeno influiscono altre cause, quali i sei miliardi di capitale assorbiti dalla guerra sud-africana, la crisi industriale tedesca, le speculazioni dei trusts americani, la mancata produzione aurifera del Transvaal, i temuti conflitti nella Macedonia e quelli scoppiati nell'estremo Oriente, ma l'azione loro, contrariamente all'asserto del Leroy-Beaulieu<sup>2)</sup>, se valse ad aggravare il ribasso dei titoli pubblici reputati di primo ordine, non riuscì punto ad arrestare il rialzo di quelli di secondo e terzo ordine che al pari dei primi non avevano a subire od a temere delle amputazioni di reddito per opera della conversione. La depressione più saliente si nota

1) Corso a Parigi dei fondi pubblici.

DI PRIMO ORDINE			DI SECONDO E TERZO ORDINE		
RENDITA	Dicembre		RENDITA	Dicembre	
	1898	1904		1898	1904
Inglese 2 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> oro 2 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> . . . . .	110,90	88,60	Argentina 5 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1886 . . . . .	455,—	519,—
Francese 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> perp. . . . .	102,65	98,80	» 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1900 . . . . .	455,—	87,87
Tedesca 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> . . . . .	95,51	98,80	Brasiliana 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1889 . . . . .	55,—	82,50
Prussiana 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> . . . . .	96,21	89,80	» 4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1888 . . . . .	57,—	88,—
Egiziana unificata 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> . . . . .	109,90	105,75	Bulgara 5 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1896 . . . . .	425,—	449,50
Olandese 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1896 . . . . .	101,25	96,—	Spagnuola 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> est. . . . .	43,—	90,60
Danese 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1897 . . . . .	98,80	93,50	Greca 5 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1881 . . . . .	194,—	241,—
Svedese 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1895 . . . . .	102,30	100,25	Italiana 5 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> . . . . .	92,50	104,95
Norvegese 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> 1894 . . . . .	104,—	101,—	Portoghese 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> . . . . .	23,90	64,65
Austriaca 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> oro 1896 . . . . .	104,—	101,75	Rumena 5 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1892 . . . . .	101,55	102,50
Ungherese 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> oro . . . . .	103,—	102,75	Serba 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> . . . . .	60,—	80,65
Russa 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1880 . . . . .	103,50	91,90	Turca 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> (*) . . . . .	71,—	88,50
» 4 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1889 . . . . .	102,40	91,75			
» 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1894 . . . . .	101,80	82,80			
Svizzera 3 <sup>0</sup> / <sub>10</sub> 1897 . . . . .	100,50	97,—			

(\*) Il valore della rendita turca per rendere possibile la comparazione si ottenne ragguagliando il corso della rendita 1 <sup>1</sup>/<sub>2</sub> <sup>0</sup>/<sub>10</sub> serie D nel 1898, ora convertita, al saggio attuale del 4 <sup>0</sup>/<sub>10</sub> stabilito dalla unificazione.

<sup>2)</sup> V. *L'Economiste français* del 10 ottobre 1903, p. 498.

infatti nei consolidati inglesi e francesi, ridotti rispettivamente dal  $2\frac{3}{4}$  e 3,50 al 2,50 e 3 %; depressione che spiega gli accresciuti investimenti dei due paesi in divisa estera ed in valori di Stati di secondo e terzo ordine, punto minacciato, come i primi, di conversione perchè tuttora quotati sotto la pari mentre danno un reddito netto superiore al 4 %.

Ma più che in Inghilterra il fenomeno apparve nettamente in Francia dove non venne neutralizzato da altre cause. La conversione del 9 luglio 1902, riducendo del 14 % il reddito dei portatori dell'antico 3,50, costrinse buona parte di questi — dopo aver intascato il premio accennato di lire una per ogni cento lire di capitale — a vendere i titoli loro per rifarsi della perdita subita con investimenti più arrischiati, ma più remunerativi. Si è calcolato che tali vendite rappresentarono circa 700 milioni di capitale che non essendo tosto assorbiti dal contante disponibile, determinarono il ribasso del consolidato.

Contemporaneamente ai titoli a reddito fisso degli Stati di secondo e terzo ordine aumentano i valori a dividendo variabile, le azioni delle imprese minerarie, fondiarie, metallurgiche, elettriche, bancarie, ferroviarie, coloniali, il cui sviluppo richiede di continuo capitali ingenti dai quali si ricavano interessi superiori al 4 % e però al reddito dei titoli degli Stati di primo ordine che danno solo il 3 % non suscettibile inoltre di aumenti di valore come avviene per i primi offerti di solito sotto la pari <sup>1)</sup>.

Dall'aspetto economico pertanto le conversioni pubbliche e private accrescono la clientela della Borsa, agevolando così la concorrenza dei valori industriali a reddito variabile e fisso ai fondi pubblici, provocano l'emigrazione dei capitali <sup>2)</sup> creando ai paesi mutuanti — paesi

<sup>1)</sup> È quello che avviene in Italia in cui il valore di borsa dei titoli mobiliari dal 31 dicembre 1902 alla fine di novembre del 1904 salì, secondo i prezzi di compensazione, da 1,895 milioni a 2,416 sopra un valore nominale di 1,512 milioni.

<sup>2)</sup> Il capitale è un articolo di esportazione e di importazione come il cotone e il grano, ed il suo movimento è segnato dalle oscillazioni del saggio dell'interesse

con dei capitalisti ma senza capitali — una costante eccedenza delle importazioni sulle esportazioni, che rappresenta per molta parte l'interesse dei capitali prestati, ed una più stretta solidarietà internazionale; la fondazione di imprese chimeriche ed all'ultimo di crisi finanziarie profonde che determinano il movimento contrario e quindi il conseguenziale rialzo dei titoli di Stato, occasione per questo di novelle conversioni, di nuovi rimborsi anticipati che riconducono all'ultimo i capitali verso gli impieghi industriali: fenomeno analogo ai ricorsi vichiani, alle oscillazioni sincroniche che Clemente Juglar <sup>1)</sup> rinveniva nei portafogli delle banche e nelle riserve metalliche, nel saggio degli sconti che ad ogni decennio passano dal minimo al massimo e da questo a quello.

Ma gli effetti più importanti sono quelli *sociali* derivanti dalla mutata distribuzione della ricchezza, e tanto più sentiti quanto più la rendita è diffusa fra le varie classi sociali, ossia è *democratizzata*.

Ed è questa la condizione odierna.

I valori mobiliari negoziabili nelle borse europee rappresentanti la mobilitazione della terra, del capitale, delle officine, degli strumenti produttivi, delle macchine, delle ferrovie raggiungono ora una cifra di 562 miliardi, dei quali 342 appartenenti all'Europa; cifra superiore ai 118 miliardi di oro e argento estratti dalla scoperta dell'America in poi dalle viscere della terra, ai 44 miliardi di moneta coniata, ai 14 miliardi della circolazione fiduciaria di tutte

---

nei singoli paesi. Dalla Restaurazione al 1870 i capitali francesi emigrarono; dal 1870 al 1880, furono investiti all'interno per approfittare dell'alto saggio d'interesse effetto della guerra; dal 1880 in poi ripresero ad emigrare, così che la Francia possiede ora 30 miliardi di valori stranieri, con un reddito annuo per interessi non inferiore al miliardo.

<sup>1)</sup> V. *Bulletin de l'Institut International de statistique*, tome XIII, fasc. IV, p. 5, Rome 1903.

le banche europee; ricchezza enorme che rivaleggia con la fortuna immobiliare; capitale colossale che ha facilitato la costituzione delle grandi imprese e dei piccoli patrimoni, mutate le funzioni delle banche, sostituita la moneta, accresciuta l'importanza della Borsa, facilitati i pagamenti e gli scambi internazionali, confusi gl'interessi industriali dei più remoti paesi.

Tale immensa fortuna mobiliare, che ai più sembra addirittura fantastica, ma che pure può decomporre nei suoi più minuti particolari, non poteva certo ripartirsi fra una ristretta *oligarchia*, ma fra milioni di persone che formano addirittura una *democrazia finanziaria*, fra venti milioni di capitalisti europei appartenenti a tutte le classi sociali, secondo i calcoli del Neymark <sup>1)</sup>, che sono pertanto le vittime del ribasso dell'interesse, e però delle conversioni private e pubbliche, che da quello traggono origine.

Le conversioni infatti colpiscono le classi superiori e medie sottraendo loro continue frazioni di reddito; sottrazioni che la diminuzione del valore della moneta — giovevole ai debitori quanto è dannosa ai creditori — e le crescenti imposte sui valori mobiliari concorrono ad aggravare, rendendo ai possessori di questi sempre più difficile la vita oziosa, parassitaria e soprattutto irresponsabile <sup>2)</sup>.

<sup>1)</sup> V. NEYMARK, *Bulletin de l'Institut int. de statistique*, Rome 1903, tome XIII, Troisième livr., p. 114. Nella sola Francia, secondo il NEYMARK, *Une statistique nouvelle sur le morcellement des valeurs mobilières*, Paris 1903, le azioni delle società ferroviarie sono talmente diffuse fra le varie classi della popolazione da togliere ogni valore alla creduta esistenza dei grandi azionisti. Sopra 100 azionisti 75 non possiedono che da 1 a 10 azioni. Nè simile frazionamento della ricchezza mobiliare è diverso per le obbligazioni e i titoli dello Stato posseduti in notevolissima parte da contadini, bottegai, commercianti e piccoli risparmiatori che li sostengono e li difendono.

<sup>2)</sup> « Anciennement dans l'histoire du monde et à quelques exception près, la possession et la détention de toute propriété restaient subordonnées à une certaine activité personnelle loyale ou déloyale, travail, violence ou fraude; mais l'élément capitaliste de la société nouvelle, tant qu'il s'agit de la simple possession de

In Francia, dal 1825 al 1903 nelle otto conversioni compiute si tolsero ai creditori 389 milioni di reddito già falciato, indipendentemente da queste, dalla riduzione dell'interesse per gli impieghi tutti dal 6 al 2,98 per cento; in Italia, non tenendo conto delle conversioni coattive dovute all'aumento dell'imposta sulla ricchezza mobile, la conversione progettata toglierà ai portatori del consolidato 40 milioni di reddito; perdita che si aggiunge a quella non meno notevole derivante dal ribasso dell'interesse dal 6,60 % al 3,81 % subita dal 1875 ad oggi dalla nostra rendita in base alle quotazioni di Parigi <sup>1)</sup>.

E però mentre trenta anni or sono in Francia, come in Italia, un capitale acquisito di centomila lire investito in rendita dava ancora 6000 lire nella prima e 6600 nella seconda, oggi per effetto del ribasso dell'interesse rispettivamente al 2,98 ed al 3,81 per cento la stessa fortuna non arreca più che un reddito di 2980 lire o di 3810, che la moltiplicazione dei capitali, la concorrenza loro e la contrazione del campo d'impiego rende sempre più difficile accrescere. I capitalisti sono stimolati, pertanto, ad abbandonare i titoli di Stato, per prestare all'industria, diventando azionisti di qualche impresa alle cui sorti sono costretti ad interessarsi, per terminare, allorché il profitto di quella decresce <sup>2)</sup>, con la creazione di indu-

---

titres, n'a besoin ni de travail, ni de calcul, ne de force: l'innombrable et invisible propriétaire du monde moderne représente, sous des formes multiples, l'image d'un roi fainéant. L'actionnaire possède *de jure* par la commune acception du droit de propriété; le fardeau des capacités, de la direction et du travail retombe sur d'autres. Il ne travaille ni file; il est mécaniquement rédimé du châtiment de la chute originelle; il récolte dans un monde de péché les avantages palpables du millénium, sans subir aucune de ses restrictions morales». WELLS, *Anticipations*, Paris 1904, p. 89.

<sup>1)</sup> Egualmente avvenne in Inghilterra dove il reddito del consolidato dal 6 %, quale era ai tempi di WALPOLE, venne oggi ridotto al 2,50 %.

<sup>2)</sup> Ad esempio nel quinquennio 1886-1901 il reddito netto del consolidato 5 % riferito al corso di borsa, oscillò fra il 3,99 e il 4,63, risultando in media del

strie loro proprie nelle quali impiegano direttamente i capitali un tempo mutuati ad altri, concorrendo alla loro volta a deprimere il saggio dei profitti industriali e ad arrestare l'aumento della rendita ricardiana. È il processo fatale che il Laffitte, il celebre banchiere della Restaurazione, esprimeva con la nota frase: « le capitaliste a le rôle de l'oisif, sa peine doit être l'économie: il faut ou travailler ou se reduire » e nel quale Erberto Spencer ravvisava uno dei fattori di quella società industriale, destinata a rappresentare la struttura limite della economia collettiva, ed il Wells di quella società nuova, nella quale i produttori coscienti della loro forza sulla quale l'ordine economico riposa, eliminando i capitalisti parassitari, simili ai medievali « rois fainéants » saranno i soli padroni.

Da ciò uno spostamento nelle condizioni economiche delle varie classi, che si ripercuote sulle manifestazioni più disparate della vita sociale, sul lusso, sulla immobilizzazione dei capitali, sullo sviluppo agricolo, sui rapporti fra i debitori ed i creditori, sulla natalità generando effetti molteplici, fra i quali singolarissimo quella crisi della dote che fornì a Marcel Prévost il tema per quelle *Demi-vierges* a cui deve tanta parte della sua fortuna letteraria.

I capitalisti puri, i possessori di fondi pubblici che oziando vivevano modestamente su una fortuna acquisita, non trovando compenso negli investimenti industriali, poichè il ribasso dell'interesse coglie all'ultimo anche questi, rendendo sempre più difficile la formazione di un patrimonio, sono costretti a limitare i loro consumi, a rinunciare alla vita dispendiosa, improduttiva,

---

4,34 %; saggio inferiore di soli 0,81 centesimi al dividendo medio distribuito nello stesso periodo agli azionisti delle strade ferrate del Mediterraneo (5,15) e che può considerarsi come remunerazione industriale che sale però all'1,29 % del capitale nominale in azioni tenendo conto delle riserve. Tale profitto industriale, invero minimo (1,29), valse a sottrarre il capitale ai fondi pubblici che vennero acquistati in parte dai francesi, inglesi e tedeschi.

indipendente di redditeri, a diminuire gli assegni dotali alle figlie, a sopprimere i risparmi consueti; mentre i salariati che ritraggono i loro redditi dal lavoro, per la cresciuta produttività di questo e il ribasso dei prezzi — effetto della riduzione dell'interesse — vedono i redditi loro aumentare di continuo, e con essi il loro tenore di vita, la loro importanza politica e sociale <sup>1)</sup>).

Alla decadenza del capitale corrisponde pertanto l'ascensione del lavoro; fenomeno altamente benefico che sopprimendo il divorzio fra i due fattori produttivi spingerà i capitalisti più arditi ad impiegare direttamente i capitali loro nella produzione, cercando non più l'interesse fisso che il capitalista percepisce oziando, ma il profitto mutevole che l'intraprenditore, nell'agricoltura, nell'industria, nel commercio, ottiene lavorando mentre la falange dei timidi continuerà, come Schopenhauer, a tremare tutta la vita per l'avvenire d'un reddito ancora sicuro ma vieppiù insufficiente.

Non si avrà quindi quello stato stazionario, terrore di Adamo Smith, desiderio di Stuart Mill, ma uno sviluppo più ardente di energie individuali, una crescente estensione di quelle virtù attive che il cristianesimo sacrificava alle passive, una maggiore operosità personale dovuta ai crescenti ostacoli che il ribasso dell'interesse pone alla formazione della fortuna, ed alla differenziazione economica delle classi sociali, che saranno così unite dal vincolo del lavoro ben più saldamente di quello che fossero in passato dall'unico vincolo comune della religione.

La Rivoluzione francese, abbattendo la triplice tirannia religiosa, politica, sociale dell'Antico Regime, preparava l'avvento della democrazia; ma questa non sarà consolidata che dall'azione livellatrice delle ineluttabili leggi economiche, tendenti di continuo

---

<sup>1)</sup> Più che aumento di salari si tratta del livellamento loro, poichè si nota principalmente nelle mercedi dei lavori più umili di ultima categoria; livellamento reso unicamente possibile dallo sviluppo dei fattori tecnici della grande industria moderna, che accrebbero prima quei profitti dei quali i lavoratori si assicurarono poi con gli scioperi, una parte crescente.

a ridurre il numero di coloro che godono senza lavorare a danno degli altri che lavorano senza godere, assicurando con la penosa, quotidiana creazione della ricchezza l'esistenza dell'aggregato sociale.

Ma il mondo del lavoro non dimentichi che se i salari nell'ultimo trentennio sono quasi raddoppiati, ciò è dovuto in gran parte ai valori mobiliari che utilizzando tutti i capitali esistenti, provocando la formazione di nuovi, accentrandoli nello Stato o nelle imprese, rendevano possibile la creazione della grande industria territoriale, edilizia <sup>1)</sup>, manifatturiera, dei rapidi mezzi di comunicazione, la riduzione della rendita e dei profitti, lo sfruttamento dei grandi mercati e delle colonie ed a talune nazioni perfino la conquista della indipendenza politica, ritraendo in cambio di così segnalati servizi un reddito decrescente, che per la contrazione incessante del campo d'impiego negli stessi paesi nuovi, accenna a scendere gradatamente all'uno per cento.

E la storia futura, dominata dalla concezione materialistica, ricorderà un giorno insieme agli altri eventi economici, le conversioni dei debiti pubblici che modificano profondamente i rapporti fra le classi sociali, con la cura stessa con la quale oggi, preda della concezione eroica, rammenta quasi esclusivamente, date, nomi, gesta di principi, di guerrieri, di statisti, che nulla spiegano della struttura economica alla quale appartengono e dalle cui vicende — le sole veramente importanti — vengono erroneamente divelti.

Ma è tempo di concludere.

---

<sup>1)</sup> La stessa rendita edilizia verrà a diminuire, consentendo il ribasso dell'interesse di ottenere i capitali per la costruzione di nuove case a condizioni migliori o di costruire più rapidi mezzi di trasporto che permetteranno agli abitanti di alloggiare non più al centro, ma alla periferia. E così verranno pure colpiti coloro che specialmente nei paesi anglosassoni vivono con la locazione di terreni fabbricabili a società di costruzioni, e che formano una classe variopinta di persone, dispensate dalla necessità del lavoro e da ogni specifico dovere sociale, ben più irresponsabile e indipendente degli stessi capitalisti puri.

### Conclusione.

Se il prestito pubblico, che nella fase odierna della economia capitalistica, caratterizzata dalla riduzione incessante del profitto del capitale produttivo, costituisce, secondo l'espressione del Loria<sup>1)</sup>, una specie di asilo accordato al capitale improduttivo, un Palazzo degli Invalidi, del capitale esuberante, nulla di più naturale che lo Stato cerchi di sostituire ai capitali antichi, raccolti spesso con espedienti servili e finanziariamente dannosi, i capitali nuovi che alle porte del sicuro asilo si affollano<sup>2)</sup> spontaneamente offrendosi a condizioni migliori<sup>3)</sup>.

<sup>1)</sup> V. LORIA, *Analisi della proprietà capitalistica*, Torino 1889, vol. I, p. 538.

<sup>2)</sup> La folla dei capitali che desiderano impiegarsi in fondi pubblici è tale che nel 1902 in Germania per 300 milioni di 3,50, emessi dall'Impero e dalla Prussia, il pubblico sottoscrisse per 15 miliardi. V. RAFFALOVICH, op. cit., p. 4.

<sup>3)</sup> Se il capitale improduttivo non fosse assorbito dallo Stato dovrebbe lottare con il capitale produttivo per strappargli parte del profitto od investirsi nelle imprese più arrischiate e strane che si possano immaginare e che terminano naturalmente con la perdita del capitale investito. Il Bagehot, nella classica sua opera *Lombard Street* (Paris 1874, pagg. 128-131) a proposito del notevole ribasso dell'interesse verificatosi in Inghilterra al principio del Regno di Guglielmo III, ne fornisce un elenco, in talune pagine, riboccanti di umorismo, che non possiamo trattenerci dal riprodurre, anche perchè il significato loro non è senza portata ai nostri giorni in cui la ricerca febbrile dei più lucrosi investimenti, occasionata dalla depressione dell'interesse, accenna a ricominciare :

« L'effet naturel de cet état de choses fut qu'une foule de promoteurs, les uns ingénieux, les autres absurdes, les uns honnêtes, les autres véritables brigands,

ma parlare di  
improduttivo  
che depositato in  
de risparmio, etc.  
transazioni

Da ciò la opportunità della conversione la quale in tali condizioni diviene per lo Stato, che non voglia fare della beneficenza,

s'empresèrent de mettre au jour de nouveaux projets, afin de trouver un emploi à ce capital flottant. En quatre ans, on fonda une foule de compaggies qui, toutes, promettaient imperturbablement des bénéfices considérables à leurs actionnaires: compagnie d'assurances, compagnie pour la fabrication du papier, compagnie pour la fabrication des rubans de taffetas, compagnie pour la pêche des perles, compagnie pour la fabrication des bouteilles de verre, compagnie pour la fabrication de l'alun, compagnie pour les houillères de Blythe, compagnie pour la fabrication des lames de sabre. On fonda une compagnie pour la fabrication des tapisseries; elle devait fournir bientôt de jolies tentures pour les salons des classes moyennes et pour les chambres à coucher des hautes classes. Il y eut une compagnie des cuivres qui se proposait d'explorer les mines de l'Angleterre, et qui faisait espérer que ces mines seraient aussi riches que celles du Potosi. Il y eut une compagnie des plongeurs qui se proposait d'aller chercher, au fond de la mer, les richesses enfouies dans les vaisseaux naufragés, et qui annonçait qu'elle avait fait fabriquer une quantité de machines extraordinaires ressemblant à de véritables cuirasses. Au devant du casque, on voyait un immense oeil de verre semblable à l'oeil d'un cyclope; du sommet partait un tuyau destiné à admettre l'air. On démontrait les opérations sur la Tamise. De beaux messieurs et de belles dames, invités à venir assister aux essais, commençaient par faire un excellent déjeuner, puis s'amusaient beaucoup à voir les plongeurs, revêtus de leur armure, descendre dans l'eau, puis remonter chargés de vieilles ferrailles et de débris de toutes sortes. Il y eut une compagnie des pêcheries de Terre-Neuve qui devait chasser de l'Océan septentrional les baleiniers hollandais. Il y eut une compagnie de tanneurs qui promettait de fournir des cuirs biens supérieurs à tous ceux de la Russie et de la Turquie. Il se forma, sous le titre pompeux de compagnie royale des académies, une société qui entreprit de donner à bas prix une éducation libérale aux jeunes gens. Cette société annonçait, en termes ronflants, que les administrateurs de la compagnie royale des académies s'étaient assurés les services des professeurs les plus distingués dans toutes les branches de la science, et qu'ils étaient sur le point d'émettre vingt mille billets à vingt shillings chacun. Il y aurait une loterie — deux mille lots; les heureux gagnants devaient apprendre, aux frais de la compagnie, le latin, le grec, l'hébreu, le français, l'espagnol, les sections coniques, la trigonométrie, le blason, la vernis-sure en laque, les fortifications, la tenue des livres et l'art de jouer le théorbe.

On avait complètement oublié cette panique quand lord Macaulay en a rappelé le souvenir. Mais, en somme, lors de l'époque de la compagnie de la mer

pagando ai suoi creditori interessi più elevati di quelli che potrebbero ricavare da impieghi equivalenti, un *dovere* imperioso, il

---

du Sud, époque dont le souvenir est encore vivace dans l'esprit de tous, la forme fut exactement la même, bien qu'un peu plus extravagante. A cette époque, on forma des compagnies pour les objets suivants; Compagnie pour repêcher les navires perdus sur la côte irlandaise — compagnie d'assurance pour les chevaux et les bestiaux (deux millions sterling) — compagnie d'assurance pour les pertes provenant du fait des domestiques, — compagnie pour fabriquer de l'eau douce avec de l'eau de mer, — compagnie pour bâtir des hospices pour les bâtards, — compagnie pour construire une flotte destinée à combattre les pirates, — compagnie pour fabriquer de l'huile avec les graines du tournesol, — compagnie pour améliorer les boissons spiritueuses, — compagnie pour assurer la paie des matelots, — compagnie pour extraire l'argent des minerais de plomb, — compagnie pour transformer le mercure en un beau métal malléable, — compagnie pour fabriquer le fer au moyen de la houille, — compagnie destinée à l'importation d'un grand nombre d'ânes d'Espagne, — compagnie pour l'exploitation de la chevelure humaine, — compagnie pour l'engraissement des cochons, — compagnie pour exploiter le mouvement perpétuel. Mais la plus étrange de toutes, fut peut-être une compagnie créée « dans un but qui sera indiqué quand le temps sera venu ». Chaque souscripteur devait déposer deux guinées pour s'assurer la possession d'une action de cent guinées, qu'on lui remettrait en lui révélant la nature des opérations de la compagnie. Cette offre était si tentante, qu'on souscrivit mille actions dans la même matinée, et le promoteur partit dans l'après-midi avec les cinquante et quelques mille francs qu'il avait encaissés. En 1825, on vit se renouveler des spéculations presque aussi folles, et, un peu avant 1866, on fonda des compagnies de nature semblable, quoique pas tout-à-fait aussi extravagantes. Le fait est que les gens qui ont gagné beaucoup d'argent, ne pouvant plus se procurer en quantité suffisante les valeurs où ils placent ordinairement leurs économies, se jettent à corps perdu sur tout ce qui semble promettre de beaux bénéfices; puis, dès qu'ils s'aperçoivent qu'ils peuvent vendre ces promesses de titre avec un grand bénéfice, ils se jettent sur eux de plus en plus. Le premier désir qu'on ait éprouvé, c'est de placer son argent de façon à ce qu'il rapporte un gros intérêt: mais c'est là un désir qui devient bientôt secondaire. On ne pense plus qu'à réaliser des gains considérables en vendant le principal qui devait produire cet intérêt. Aussi longtemps qu'on peut effectuer ces ventes, la fièvre continue; dès qu'elles deviennent impossibles, la débâcle commence ».

cui adempimento, se non solleva più nella dottrina e nella pratica obiezione alcuna, esige però la precedente realizzazione delle condizioni efficienti ed occasionali esposte senza le quali non si potrà mai avere una conversione classica « *impeccabile* » quale ci offrono esempio, per limitarci alla storia finanziaria della Francia, le conversioni del 1852 del Bineau, del 1883 del Tirard, del 1894 del Burdeau, nella quale ultima le domande di rimborso non sorpassarono i 62,695 franchi di rendita sopra 306 milioni di rendite, oggetto della conversione.

Ed è questa la forma che deve proporsi l'Italia, punto importanto se per effettuarla dovrà attendere ancora qualche tempo, poichè la sua esecuzione immediata richiederebbe pur sempre il ricorso a taluni degli espedienti accennati più o meno dannosi al successo materiale e morale della operazione.

Tale l'ammonimento della scienza, di quella scienza che oggi, specialmente nel campo dei fenomeni sociali e politici, è costume condannare in nome del sentimento religioso come voleva Carlyle, o perchè sottrae all'uomo la forza dell'arbitrio come scriveva Federico Nietzsche, ma senza la quale è vana ogni riforma, poichè la logica delle cose, che la scienza riflette, è superiore a quella degli uomini, impotenti a modificare le leggi economiche che trasformano lentamente, senza cataclismi sociali, il capitalista in lavoratore rendendo meno disuguale la ripartizione della ricchezza.

Ma l'attesa sarà breve.

Il riscatto della rendita collocata all'estero, l'aumento degli interessi pagati all'interno che accresce le disponibilità del mercato, il risanamento della circolazione cui intende l'on. Luzzatti, la solida situazione del Tesoro e dell'economia nazionale non tarderanno a provocare il ribasso dell'interesse e ad avvicinare i titoli ai punti di conversione esposti. Ribasso providenziale poichè mentre deprezza ovunque il capitale mobiliare rincara il lavoro; mentre nuoce al *rentier* che consuma, giova all'operaio che produce,

accrescendo, come vedemmo, la resistenza *organica* dell'assetto economico, che a differenza della resistenza poliziesca dello Stato, invocata di continuo da conservatori poco illuminati, può sola togliere al movimento socialista ogni carattere minaccioso per lo sviluppo della individualità umana e del progresso sociale <sup>1)</sup>.

Ed invero non dobbiamo noi scorgere in questa persistente decadenza del capitale mobiliare che le conversioni ovunque affrettano ed in questa graduale ascensione del lavoro, che la riduzione del capitale improduttivo consente, attenuando ovunque le contese e le disparità sociali, una delle ragioni di quella crisi che pervade il socialismo contemporaneo, non più rivoluzionario e dommatico, ma evolutivo e sperimentale; di quel socialismo collettivista che, similmente al pruno dantesco, vedemmo prima

. . . mostrarsi rigido e feroce,  
 Poscia portar la rosa in su la cima?

---

<sup>1)</sup> Lo sviluppo del socialismo è tanto più civile, metodico, graduale quanto più il paese è economicamente progredito. Sarebbe questo in Italia il terreno per una azione temporanea comune del partito radicale, socialmente conservatore, con il partito socialista.









**Biblioteca Storica**



**58478**

SOCIETÀ  
EDITRICE LIBRARIA

Prezzo netto L. 2.10