IL DISAVANZO DEL BILANCIO STATALE IN ITALIA DURANTE LA GUERRA E LA RESISTENZA: ASPETTI DELLA SUA COPERTURA

La conoscenza delle condizioni economiche dell'Italia dalla caduta del fascismo alla Liberazione è tuttora affidata ad una letteratura assai esigua sia sotto il profilo quantitativo che della impostazione dei problemi e della elaborazione dei dati. Mancano rilevazioni sistematiche relative ai principali fenomeni del periodo, studi sulla produzione industriale e agricola, sulla politica fiscale e monetaria, sull'andamento dei prezzi e dei salari. Mancano risposte adeguate al primo e fondamentale interrogativo riguardante i mezzi coi quali la guerra è stata finanziata. Al tema appunto delle spese di guerra è dedicato questo studio. Esso si propone di interpretare i vari fenomeni via via manifestatisi nel settore finanziario e monetario ricercandone le cause negli avvenimenti politico-militari del periodo, precisandone la natura e la consistenza in rapporto alla diversa situazione dell'Italia libera e dell'Italia occupata. Si tratta, certo, di un primo contributo, di una esposizione che incontra sensibili ostacoli nel carattere ora generico, ora frammentario dei dati oggi disponibili. Basti pensare, come osserva Zangirolami, che le statistiche pubblicate in questo dopoguerra considerano l'Italia del 1943-45 come un tutto unico per rendersi ragione delle difficoltà che ancora sussistono. Da ciò il carattere di ipotesi che continua a circondare le ricerche relative, ma anche l'importanza che esse rivestono per il tentativo di far rientrare i fatti economici nella valutazione di quegli anni della nostra storia. Con la pubblicazione di questo studio, e di altri che seguiranno, la rassegna *intende quindi richiamare l'attenzione su questi problemi e collaborare alla loro impostazione in sede storica.*

Il disavanzo del bilancio statale.

E' una caratteristica peculiare di ogni economia di guerra, con i problemi di produzione e di consumi che essa comporta, che sulla finanza pubblica ricadano sforzi sempre maggiori, sia per le erogazioni dirette indispensabili per sostenere il notevole consumo di beni e servizi pubblici, sia per gli impegni che nascono dalla necessità in cui vengono a trovarsi settori vitali del paese. La misura di tale sforzo, per gli anni

della seconda guerra mondiale e per il complesso del nostro paese, è espressa quantitativamente e sinteticamente dall'andamento delle entrate e delle spese del bilancio dello Stato:

Tabella 1. Dati del bilancio di competenza dello Stato: parte effettiva in milioni di lire correnti (le cifre tra parentesi rappresentano la quota percentuale delle spese di ogni esercizio rappresentata dalle entrate e dal disavanzo). Fonte: MINISTERO DEL TESORO, *Il bilancio dello Stato negli esercizi finanziari dal 1942-43 al 1947-48*, pp. 267-68.

	Entrate		*Spese*		*Disavanzo*	
1938-39	27.576	(69,19%)	39.853	—	12.277	(30,81%)
1939-40	32.350	(53,57%)	60.389	—	28.039	(46,43%)
1940-41	34.234	(34,85%)	98.223	—	63.989	(65,15%)
1941-42	41.224	(34,77%)	118.570	—	77.346	(65,23%)
1942-43	50.376	(37,27%)	135.161	—	84.785	(62,73%)
1943-44	47.236	(19,97%)	236.557	—	189.321	(80,03%)
1944-45	64.635	(20,76%)	322.265	—	246.630	(79,24%)
1945-46	160.192	(28,17%)	568.720	—	408.528	(71,83%)

Dai dati riportati si può ricavare che le entrate, che coprivano negli esercizi 1938-39 e 1939-40 rispettivamente più dei due terzi e più della metà delle spese effettive, nei primi tre esercizi di guerra arrivarono a coprire soltanto poco più di un terzo delle spese corrispondenti, scendendo a circa un quinto negli esercizi 1943-44 e 1944-45.

Col proseguire della guerra, quindi, le spese effettive poterono essere coperte in misura sempre minore dalle entrate effettive, a causa della diversa dinamica delle due poste del bilancio. Infatti, nell'esercizio finanziario 1942-43, le entrate effettive si sono accresciute dell'83% rispetto all'esercizio 1938-39, assunto come base, mentre le spese effettive sono più che triplicate e conseguentemente il disavanzo è aumentato di quasi sette volte. Nell'esercizio 1943-44, a causa di un decremento delle entrate e di un balzo in avanti delle spese, tale disavanzo raggiungerà un livello pari a più di quindici volte quello del 1938-39. La tendenza continua nell'esercizio 1944-45 e in quello seguente, anche se accenna ad attenuarsi rispetto ai livelli raggiunti nel 1943-44.

I dati riportati alla Tabella 1 sono espressi in moneta corrente e pertanto, date le notevoli variazioni del valore della moneta intervenute durante la guerra, risultano non perfettamente comparabili. Il tentativo di rendere questi dati omogenei, esprimendoli, ad esempio, in lire 1938 e valendosi dei coefficienti calcolati sulla base dei numeri indici dei prezzi e del costo della vita pubblicati dall'ISTAT [1], è d'altra parte piuttosto arbitrario, per la scarsa attendibilità di indici calcolati per il complesso del paese negli anni dal 1943 al 1945, periodo in cui l'Italia è stata di-

[1] ISTAT, *Sommario di statistiche storiche italiane, 1861-1955*, Roma, 1958.
ISTAT, *Il valore della lira nei primi cento anni dell'unità d'Italia*, Roma, 1961.

visa in due territori, sottoposti a diverse amministrazioni. Oltre a questa divisione territoriale, e ben più importante di essa per indurci a rifiutare come rappresentativo l'indice dei prezzi elaborato dall'ISTAT, sta la constatazione di un processo di disgregazione dei mercati delle merci, conseguente alle vicende belliche. Con la polverizzazione e la difficoltà delle contrattazioni, si avrà la formazione di una miriade di prezzi diversi, che dovrebbero essere analiticamente studiati in ambiti territoriali assai più ristretti che non l'intero territorio nazionale od anche le zone di competenza delle diverse amministrazioni.

E' interessante conoscere i dati analitici relativi alle varie amministrazioni finanziarie che, a causa delle vicende militari, hanno, come è noto, operato negli esercizi 1943-44 e 1944-45. La non perfetta corrispondenza dei dati riportati di seguito con quelli precedenti è causata dalle difficoltà obiettive delle rilevazioni e dal grado di approssimazione che necessariamente le caratterizza. Nel confronto, d'altra parte, si dovrà tener conto che l'estensione territoriale su cui si esercitava il potere dell'una e dell'altra amministrazione si venne gradatamente modificando, riducendosi il territorio della repubblica fascista ed aumentando quello del governo legittimo, mano a mano che le truppe alleate salivano verso il nord, conquistando nuovi territori o ricevendoli dalle forze partigiane di liberazione, e rimettendone quindi l'amministrazione al governo di Roma.

Tabella 2. Entrate e spese accertate di parte effettiva in milioni di lire correnti. Fonte: *Relazione del Governatore della Banca d'Italia all'adunanza generale dei partecipanti sulle operazioni fatte dalla Banca nell'anno 1945*, Roma, 29 marzo 1946, pp. 96 sgg.

1943-44	*Entrate*		*Spese*	*Disavanzo*	
Governo legittimo	3.589	(22,22%)	16.152	— 12.563	(77,78%)
R. S. I.	37.900	(17,77%)	213.167	— 175.267	(82,23%)
A. M. G.	—		12.170 ca.	— 12.170 ca.	
1944-45					
Governo legittimo [2]	21.771	(17,18%)	126.713	— 104.942	(82,82%)
R. S. I.	26.000 ca.	(12,54%)	207.263	— 181.263 ca.	(87,46%)
A. M. G.	—		13.795 ca.	— 13.795 ca.	

Considerando la percentuale delle spese coperte dalle entrate, si nota intanto che non vi è grande differenza fra quelle della R.S.I. e del Governo legittimo, le cui spese comprendono anche quelle relative al Governo militare alleato, che non hanno contropartita di entrate.

Rileviamo che la Repubblica Sociale, che nell'esercizio 1943-44 raccoglieva entrate effettive dieci volte maggiori di quelle del Governo legittimo, sosteneva peraltro spese tredici volte superiori, e concorreva a

[2] L'amministrazione del Governo legittimo si estendeva al 1° luglio 1944 su 22 province ed alla fine dell'esercizio su 49.

formare il disavanzo per l'87,64% (la restante parte era data per il 6,28% dalla gestione del Governo legittimo e per il 6,08% dalla gestione extrabilancio dell'Amministrazione militare alleata).

Nell'esercizio 1944-45 la percentuale del disavanzo imputabile alla R.S.I. è scesa al 60,42%, mentre è aumentata al 34,98% quella del Governo legittimo.

Notiamo che la diminuzione del peso relativo del deficit da attribuire alla R.S.I. non va di pari passo con la diminuzione del territorio, per le spese che la R.S.I. deve sostenere in conseguenza della guerra e del salasso finanziario imposto dall'occupazione tedesca.

Dall'esercizio 1943-44 all'esercizio 1944-45 le spese effettive della Repubblica Sociale diminuiscono soltanto del 2,77%. Le entrate, che pure diminuiscono del 31,4%, si mantengono superiori a quelle relative all'amministrazione del Governo legittimo, e ciò è dovuto al fatto che le regioni settentrionali rimaste fino all'ultimo sotto amministrazione nazifascista avevano un gettito fiscale maggiore di quelle del Centro-Sud.

In totale, nei due esercizi 1943-44 e 1944-45, il deficit del bilancio statale, considerando le tre amministrazioni operanti, è ammontato a circa 500 miliardi. Per circa 38 miliardi questo deficit è stato coperto dagli avanzi del « movimento di capitali » (cioè principalmente dal maggior valore delle accensioni sulle estinzioni di prestiti pubblici); per il rimanente, data la difficoltà del collocamento di prestiti pubblici a medio e lungo termine, si è fatto ricorso al debito pubblico fluttuante, in particolare alle anticipazioni al Tesoro da parte della Banca d'Italia, con emissione di moneta [3].

Per non dilungarci oltre su questi dati generali e giungere subito al tema che più particolarmente ci interessa, cioè quello relativo al debito pubblico ed alla circolazione monetaria nel periodo in esame, ometteremo l'analisi delle voci che compongono le entrate e spese dello Stato di cui abbiamo precedentemente trattato. Riteniamo tuttavia opportuno soffermarci su una soltanto delle componenti delle spese, cioè le spese eccezionali, le quali più di ogni altra voce danno la misura dello sforzo sostenuto dalla finanza pubblica in conseguenza dello stato di guerra. In esse, così chiamate perchè non più destinate a riprodursi quando sia cessata la causa che le ha generate, rientrano le erogazioni, riguardanti sia amministrazioni militari che civili, per forniture, prestazioni e servizi resi da privati o da enti e, in generale, le erogazioni connesse con fatti

[3] Tale processo, da noi studiato nell'ambito dell'economia italiana, è tipico di un'economia di guerra.

Afferma, infatti, il Bertolino: « Anzitutto la guerra, specialmente se lunga, modifica l'ordine finanziario dello Stato. A sopperire alle sue esigenze non bastano più i normali tributi, anche se aumentati di numero o nelle quote; ... non bastano i prestiti pubblici ... E allora si ricorre, nelle forme più o meno esplicite, alla immediata creazione di quelle masse di mezzi di acquisto che non si possono ottenere tempestivamente attraverso l'uso degli accennati strumenti tributari... Mediante l'emissione di carta moneta lo Stato, senza disturbare direttamente nessuno, riesce ad acquistare tanta parte dei beni prodotti » (A. BERTOLINO, *Economia del dopoguerra*, Firenze, 1948, p. 27).

militari e politici del periodo di guerra. L'incidenza percentuale di tali spese eccezionali sul totale delle spese effettive è stata la seguente:

Tabella 3. Andamento delle spese eccezionali e loro confronto col totale delle spese effettive e col disavanzo effettivo.

	Spese eccezionali	*Spese effettive*	*Disavanzo effettivo*	*Spese eccezionali / Spese effettive*
1942-43	86.709	135.161	84.785	64,1%
1943-44	173.627	236.557	189.321	73,2%
1944-45	238.655	311.265	246.630	76,7%
1945-46	330.790	568.720	408.528	58,2%

Come si vede, le spese eccezionali hanno rappresentato sempre una percentuale elevatissima delle spese effettive. Dalla disaggregazione di questa categoria per i vari ministeri, si rileva che non solo i ministeri della Guerra, della Marina e dell'Areonautica [4] vi partecipano, ma anche altri dicasteri, in particolare quello delle Finanze, la cui importanza, nel 1943-44 e nel 1944-45, aumenta sensibilmente rispetto ai tre ministeri bellici.

L'incidenza percentuale, infatti, delle spese eccezionali attribuite al ministero delle Finanze passa dal 6,2% del totale nell'esercizio 1942-43 al 52,4% nel 1943-44, mentre i tre ministeri bellici passano dal 78,4% al 33,4% negli stessi esercizi.

Per l'esercizio 1944-45 possediamo i dati relativi alla gestione del Governo legittimo e della repubblica fascista. Nella prima i ministeri bellici assommano il 33,2% delle spese eccezionali, il ministero del Tesoro il 22,2% (soprattutto per sovvenzioni straordinarie ad Aziende autonome dello Stato), il ministero dell'Agricoltura e Foreste il 17,4% (dovute in gran parte a spese per l'alimentazione) ed infine il ministero dei Lavori Pubblici il 13,5% per spese determinate dai danni di guerra. In tale gestione, il ministero delle Finanze non incideva che in misura minima sul totale delle spese eccezionali.

La situazione per quanto riguarda la Repubblica di Salò, cui si attribuiscono spese eccezionali per 140.302 milioni sul totale di 238.655 milioni di spese dell'esercizio considerato (pari al 58,8%), vedeva i ministeri bellici partecipare per il 15,5% e il ministero delle Finanze per il 74%. Questa incidenza del ministero delle Finanze va spiegata con il contributo ottenuto dal Governo germanico per le spese di guerra in Italia [5], che è ammontato a 81.000 milioni di lire nel 1943-44 (pari al

[4] I tre ministeri vennero unificati nel dopoguerra, assumendo il nome di ministero della Difesa.

[5] Sulle trattative per definire l'ammontare di questo contributo e sulle preoccupazioni che si nutrivano negli ambienti finanziari e politici della stessa R. S. I., cfr. *Sui rapporti economico-finanziari italo-tedeschi. Relazione del 12.XII.1944 del Ministro delle Finanze della R. S. I. G. Pellegrini a Mussolini*, in « Il Movimento di Liberazione in Italia », luglio 1952, n. 19, pp. 48-59.

Cfr. anche F. W. Deakin, *Storia della Repubblica di Salò*, Torino, 1963, p. 728; E. Collotti, *L'amministrazione tedesca dell'Italia occupata. 1943-1945*, Milano, 1963, p. 149.

46,7% del totale delle spese eccezionali di quell'esercizio) ed a 93.750 milioni di lire nell'esercizio 1944-45 (pari al 66,8% delle spese eccezionali della R.S.I. ed al 39,3% del totale delle spese eccezionali). A ciò vanno aggiunti 700 milioni nell'esercizio 1943-44 e 2.285 milioni nel 1944-45, attribuiti al ministero dell'Interno per spese relative all'alloggiamento delle truppe tedesche in Italia.

Abbiamo in tal modo la riprova che il governo della repubblica fascista si ridusse sempre più a strumento passivo nelle mani dei tedeschi soddisfacendone le crescenti esigenze finanziarie.

Anche per il Governo legittimo le spese di guerra si erano venute assottigliando, poichè anche nel Centro-Sud lo scontro diretto era sostenuto dalle truppe alleate anglo-americane, le cui spese venivano finanziate mediante emissione diretta di moneta di occupazione.

L'andamento del debito pubblico e della circolazione.

Come abbiamo constatato, le entrate di parte effettiva, frutto dell'azione fiscale dello Stato, sono venute progressivamente assumendo una parte sempre meno importante nel finanziamento delle spese di parte effettiva. Si verificava di fatto che, « la pressione fiscale, sebbene spinta quasi al limite, offriva un gettito tributario inadeguato a fronteggiare la crescente spesa pubblica; e poichè i tentativi fatti per incrementare tale gettito, anche per via di imposizioni eccezionali, non ebbero effetti notevoli, il disavanzo andò sempre più aumentando » [6].

Si dovette ricorrere agli strumenti caratteristici della finanza straordinaria:

a) contrazione dei prestiti, soprattutto a medio e breve termine [7];

b) emissione di biglietti.

Più precisamente, assieme allo strumento tecnico dei residui passivi [8], il Tesoro, per il finanziamento del disavanzo, è ricorso alle seguenti fonti:

[6] *Rapporto della Commissione economica presentato all'Assemblea Costituente,* vol. III, *Problemi monetari e commercio estero,* Roma, 1946, pp. 9 sgg.

[7] Tra i prestiti a cui un paese può ricorrere per finanziare una guerra bisogna annoverare anche quelli ottenuti dall'estero, cioè dai suoi alleati. Senonchè, nel caso dell'Italia durante la seconda guerra mondiale « un elemento positivo, a favore della situazione patrimoniale del paese, è costituito dall'assenza di debiti verso l'estero. Nella passata guerra si fecero ascendere a 11,5 miliardi di lire oro i prestiti ottenuti dagli alleati, con i quali si potè fronteggiare circa un terzo delle spese totali del conflitto a carico dell'Italia » (*Il problema bancario al momento della crisi e per un periodo trimestrale o semestrale successivo, con particolare riguardo alla circolazione monetaria e di banca ed alla politica del credito e del risparmio,* documento conservato in ISML, Archivio della CCE, c. 1).

[8] Per residui attivi e passivi si intendono quote di entrate e di uscite, facenti parte del bilancio di competenza dello Stato, che si rimandano, per impossibilità di riscossione e di pagamento, al futuro e che si ereditano dal passato. La eccedenza dei residui passivi su quelli attivi che si rimandano al futuro rappresenta un modo di finanziamento del disavanzo del bilancio dello Stato, poichè rimanda al futuro oneri di competenza di esercizi precedenti, e pertanto costituisce un debito ancora latente.

a) eccedenza dei debiti di nuova contrazione, soprattutto con emissione di Buoni del Tesoro poliennali, sui rimborsi di debiti antichi (cioè l'avanzo della categoria movimento di capitali);

b) fondo di cassa (solo nell'esercizio 1942-43);

c) Buoni del Tesoro ordinari;

d) conti correnti fruttiferi della Cassa depositi e prestiti, degli Istituti di previdenza da questa amministrati, del Banco di Napoli e di altri Istituti;

e) anticipazioni straordinarie da parte della Banca d'Italia.

Nella Tabella A dell'Appendice abbiamo riportato i dati relativi alle voci precedenti per gli esercizi dal 1939-40 al 1945. Constatiamo che il disavanzo di parte effettiva è stato coperto in misura sempre minore con il ricorso al mercato monetario e finanziario e sempre più mediante le anticipazioni della Banca d'Italia. Infatti, la copertura mediante interventi sul mercato finanziario e monetario passa dall'88,4% del disavanzo nell'esercizio 1939-40, al 78,3% nel 1940-41 ed al massimo del 94,6% nel 1941-42, per poi scendere al 64,2% nel 1942-43 ed al 33,5% complessivamente negli esercizi 1943-44 e 1944-45.

Nell'ambito del debito pubblico, dunque, per effetto delle vicende politiche e militari, avviene una profonda modificazione. Di tale modificazione ci possiamo rendere conto con precisione confrontando i dati delle Tabelle B e C dell'Appendice, che riguardano l'ammontare totale del debito pubblico distinto per categorie e l'incidenza percentuale delle varie componenti. Osserviamo intanto che il debito consolidato rimane costante dal 1938 al 1945 e, pertanto, la sua incidenza percentuale sul totale decresce rapidamente. Ma, ciò che è più importante, notiamo che aumenta l'incidenza del debito fluttuante rispetto a quello redimibile (rappresentato soprattutto da Buoni del Tesoro poliennali) e a quello consolidato; in secondo luogo, all'interno del debito fluttuante aumenta il peso delle anticipazioni della Banca d'Italia rispetto ai Buoni del Tesoro ordinari.

Afferma l'Einaudi nella sua relazione all'Assemblea della Banca d'Italia per l'anno 1945: « Se a queste eccedenze dei pagamenti sugli incassi [del bilancio dello Stato] si fosse dovuto provvedere con i biglietti sarebbe stato il diluvio universale. Fortunatamente, anche durante tali esercizi, Tesoro e Banca poterono fare affidamento il primo soprattutto sui Buoni del Tesoro quinquennali ed annuali, la seconda massimamente sui depositi delle banche, cosicchè la circolazione aumentò nel sessennio invece che per 630 miliardi solo per 269 ossia per il 43%. La proporzione fu del 30% nel 1939-40, del 13% nel 1940-41, del 26% nel 1941-42 e del 50% nel biennio della guerra guerreggiata sul territorio italiano 1943-44 e 1944-45. Fu il risparmio degli italiani a salvare il paese dall'estrema rovina della lira » [9].

[9] *Relazione del governatore della Banca d'Italia per l'anno 1945*, cit., p. 102.

Tuttavia, non dovette essere costante ed unanime l'adesione dei risparmiatori alla politica dei prestiti del regime, se lo stesso Einaudi osservava più avanti: « Il governo fascista, per la contraddizione che non consente propria dei governi totalitari, invano aveva tentato di procacciarsi un bastevole volontario concorso dei risparmiatori. Non potendo fare appello alla fiducia, quel governo aveva tentato di imporsi con la coazione » [10]. Ed infatti, il regime intervenne con provvedimenti legislativi per dirottare il risparmio dall'investimento in valori azionari, rendendo tale forma di investimento assai difficile e talora quasi impossibile.

Oltre a tali interventi, che avevano lo scopo di rendere bene accetti i prestiti pubblici ad un mercato già abbondantemente ricco di circolante per l'impossibilità di trovare convenienti investimenti data la situazione produttiva e commerciale conseguente alla guerra, lo Stato poteva contare su di un sistema bancario accentrato, con alla testa l'Istituto di emissione [11].

Nel 1942 erano stati emessi due provvedimenti assai limitativi del mercato azionario, precisamente quello relativo alla nominatività obbligatoria dei titoli di società commerciali e quello che imponeva agli acquirenti di azioni quotate in Borsa di investire in Buoni del Tesoro (serie speciale 3%, nominativi e non trasferibili) una somma uguale a quella investita nell'acquisto. L'importanza di quest'ultimo provvedimento ai fini della politica finanziaria del governo consisteva soprattutto nel fatto che, essendo applicabile ai titoli di nuove società ed agli aumenti di capitale di società per azioni, rendeva assai difficile l'afflusso di nuovo risparmio verso gli investimenti industriali.

Di conseguenza, questo risparmio avrebbe dovuto rivolgersi verso il comparto dei titoli pubblici. L'effetto dei provvedimenti, però, non fu quello sperato: il corso dei titoli privati salì lo stesso (secondo un indice calcolato sulle quotazioni delle principali azioni trattate alla Borsa di Milano, si rileva dal 1941 alla fine del 1942 un incremento dei corsi del 61,7%), ed invece di creare un clima di fiducia verso i titoli pubblici si diede un'ulteriore spinta al fenomeno della tesaurizzazione ed all'investimento in beni *rifugio*, come i preziosi ed altri articoli di lusso.

Nell'aprile del 1943 si adottarono allora altre disposizioni, quali la soppressione dell'obbligo dell'investimento in Buoni del Tesoro 3%, la soppressione dell'imposta del 20% sul plus-valore che colpiva la negoziazione dei titoli e la riduzione dal 25 al 15% dell'imposta cedolare. In seguito a queste misure, il mercato azionario riacquistò un certo tono, ma gli avvenimenti politico-militari del 25 luglio e dell'8 settembre provocarono una depressione del listino che si protrasse sino alla fine dell'anno. Nel dicembre, in conseguenza del ferreo regime di occupazione

[10] *Relazione del governatore della Banca d'Italia per l'anno 1943*, Roma, 1945, p. 26.

[11] Tale accentramento era stato portato a termine con la legge bancaria del 1936, che aveva sancito la prevalenza della Banca d'Italia su tutte le altre banche. Sull'argomento cfr. G. LANZARONE, *Il sistema bancario italiano*, Torino, 1948.

instaurato dalle truppe tedesche e della costituzione del nuovo governo fascista, i corsi delle azioni, sempre sensibili al ritorno *dell'ordine*, manifestarono una certa ripresa. E' da rilevare però che per tutto il 1943 il volume degli affari trattati nelle borse si mantenne molto basso.

Nella Tabella D dell'Appendice abbiamo riportato gli indici dei corsi secchi dei principali titoli azionari fino al dicembre del 1943. Questi indici confermano il generale aumento nell'aprile, mese in cui furono emanati i provvedimenti di allentamento dei vincoli del mercato azionario; la depressione che, iniziata nel luglio, era destinata a durare fino a novembre; ed infine la generale ripresa di dicembre, che porta l'indice del totale ad un livello quasi doppo rispetto a quello di gennaio. « L'aumento, pur essendo stato il più delle volte nominale, poichè ad esso non sempre corrispose una effettiva contrattazione e pur non essendo il risultato di una valutazione della capacità di rendimento, attuale e in prospettiva, delle società emittenti, rispondeva ad una reazione istintiva degli investitori contro una politica che voleva creare la fiducia nei titoli di Stato con la coazione invece che con la dimostrazione della bontà degli investimenti perseguiti dal Governo » [12].

Dalla metà del 1944, con la liberazione di Roma, e fino alla metà del 1945, le borse del Nord e del Centro-Sud rimasero separate. Nel primo semestre del 1944 i corsi continuarono la loro ascesa, riflettendo la tendenza agli investimenti in beni reali o in titoli rappresentativi degli stessi. Dopo la liberazione di Roma e la chiusura della Borsa per disposizioni del comando alleato, i corsi a Roma furono costantemente più bassi di quelli registrati al Nord e vi si adeguarono solo dopo la liberazione. Alla Borsa di Milano, dopo una prima flessione nel gennaio 1944 causata dallo spauracchio delle annunciate riforme della R.S.I. [13], i titoli privati continuarono la loro ascesa fino alla fine dell'anno. Si ebbe quindi una flessione, temporanea ma sensibile, in corrispondenza con la liberazione di Roma e con lo sbarco in Normandia. Nel 1945, sia prima che dopo la liberazione, si ebbe una generale flessione delle quotazioni dei titoli azionari: all'inizio essa fu « dovuta alla previsione di una rapida fine del conflitto ed alla conseguente tendenza a realizzare investimenti precedentemente fatti nel timore di una totale svalutazione della moneta » e, dopo la liberazione, « alle sfavorevoli condizioni di ordine generale in cui si svolge e si prevede che potrà svolgersi l'attività industriale nei riguardi degli approvvigionamenti, degli scambi, dei rapporti tra l'impresa e la mano d'opera, e, conseguentemente, dell'equilibrio interno delle imprese » [14].

[12] *Relazione del governatore della Banca d'Italia per l'anno 1943*, cit., p. 32.

[13] Si tratta dell'annuncio dei provvedimenti di *socializzazione* di talune imprese. Su tali misure e sulla risposta della classe operaia cfr. F. W. DEAKIN, *Storia della Repubblica di Salò*, cit., pp. 653 sgg; G. VACCARINO, *Il movimento operaio a Torino nei primi mesi della crisi italiana luglio 1943 - marzo 1944*, in « Il movimento di liberazione in Italia », n. 20, settembre 1952, pp. 24 sgg.

[14] *Relazione del Governatore della Banca d'Italia per l'anno 1945*, cit., p. 112.

Tutto ciò appare dai dati relativi alla Borsa di Milano per gli anni 1940 e 1945, che riproduciamo nella tabella E dell'Appendice [15].

Nel settore dei titoli a reddito fisso, nel primo semestre del 1943 i corsi variarono di poco, mentre invece si flessero sensibilmente nei mesi estivi. Nel complesso, il mercato ebbe lo stesso andamento di quello dei titoli di Stato, di cui diremo più avanti. Nella tabella F dell'Appendice abbiamo riportato il corso medio secco di alcune obbligazioni, con dati mensili per gli anni 1943-44 e 1945.

Per quanto riguarda i titoli del debito pubblico si può osservare che dopo una ascesa nel primo semestre del 1943, anche tale comparto risentì

[15] Riportiamo inoltre le affermazioni di F. Catalano: « Per quanto riguarda, infine, l'andamento della Borsa di Milano, si possono fare alcune considerazioni abbastanza interessanti: dopo essere stata stazionaria negli ultimi mesi del '43, settembre - ottobre - novembre, subì un brusco rialzo nel dicembre, rialzo che, però, fu solo momentaneo perchè fra il gennaio ed il febbraio, in concomitanza con l'attacco alleato sul fronte di Anzio e quando parve che la liberazione di Roma fosse ormai imminente e il C.L.N. della capitale investiva dei poteri di ' governo straordinario del Nord ' il C.L.N. di Milano, i titoli crollarono. Poi, svanito il pericolo e stabilizzatosi il fronte, ripresero a salire fino alla fine di maggio, ma nel giugno le ripercussioni della liberazione di Roma si fecero di nuovo sentire negativamente ed il ribasso si accentuò in agosto, dopo la liberazione di Firenze, e solo verso la fine di settembre tornarono a salire con un moto continuo e regolare che si protrasse sino alla fine del dicembre raggiungendo un massimo mai toccato prima di allora in quegli ultimi anni. Tutto questo starebbe a dimostrare che la Borsa reagiva negativamente quando sembravano annunciarsi decisive avanzate alleate e si riprendeva, invece, quando la situazione si stabilizzava e il fronte si arrestava consentendo al governo fascista di rafforzarsi » (F. CATALANO, *Italia,* in *Aspetti sociali ed economici della Resistenza in Europa,* Milano, 1967, pp. 83-136).

Sulla tendenza della quota quale si presentava nel gennaio del 1945, abbiamo utilmente consultato un documento compreso fra le Carte Merzagora e di cui diamo di seguito i passi più significativi: « Alla fine di gennaio la situazione di borsa si presenta sotto il medesimo aspetto del giugno scorso. Come allora, usciti da una fase di netto e sensibilissimo rialzo, ci si trova di fronte ad un improvviso capovolgimento di tendenza, il quale, oltre ad imporre un marcato rallentamento nella intensità degli scambi, ha tolto alla quota azionaria buona parte del guadagno prima conseguito... Nel mese di gennaio si è avuta quindi una reazione di ribasso, netta e violenta nella prima fase, più composta e graduale in seguito, ma tale da incidere fortemente sui maggiori guadagni conseguiti dai titoli di più largo mercato. Nei rapporti di quotazione rileviamo come, dai compensi a fine dicembre a quelli di gennaio, la quota azionaria sia scesa, nella media, di oltre il 19%. In valore relativo quindi si è perduto circa il 60% di quanto si era guadagnato nel rialzo dal novembre al dicembre... Alla fine di dicembre l'euforia rialzista aveva preso molti operatori anche improvvisati e non poche posizioni di recente acquisizione risultavano in mani poco stabili. Di qui una necessità di alleggerire gli impegni e quindi il conseguente aggravarsi di uno stato di incertezza che già traeva lo spunto da quella situazione generale. Anche dopo i riporti di gennaio il mercato si è dimostrato piuttosto pesante. Si può presumere che ancora vi siano delle partite da liquidare mentre il denaro si mantiene riluttante ad intervenire, quasi a dimostrazione di quella mancanza di idee chiare che caratterizza quanti guardano all'avvenire del nostro paese. Si osservi che di fronte alla riluttanza piuttosto diffusa di assumere nuovi impegni, rimane tuttavia la ferma decisione di quanti posseggono valori mobiliari a non disfarsene e ciò perchè una chiarificazione della situazione non è improbabile, nè, altrimenti, si saprebbe come impiegare il liquido ricavato da tali realizzi ». (*Il mercato valori nel gennaio del 1945,* documento in ISML, Archivio della CCE, c. 5).

degli avvenimenti del luglio 1943, soprattutto nel settore dei Buoni del Tesoro pluriennali, e manifestò una consistente flessione. Dopo l'armistizio del settembre, intervennero però fattori di carattere politico ed economico che diedero un impulso positivo al listino dei titoli di Stato. In parte tali elementi sono stati già ricordati, quando si è parlato dell'andamento dei titoli azionari. Essi sono caratterizzati:

a) dalla stabilizzazione della situazione politica, dopo l'armistizio e la costituzione della R.S.I.;

b) dalla crescente inflazione;

c) dalla mancata emissione durante il secondo semestre del 1943 di Buoni del Tesoro ordinari.

La ripresa delle quotazioni si mantenne costante alla Borsa di Roma fino al giugno del 1944, sostenuta soprattutto dal risparmio che non trovava in altri beni un rifugio più sicuro. Dopo la chiusura forzata, la Borsa di Roma segnò un regresso dei titoli di Stato, cui seguì ben presto un movimento ascendente, con due arresti per l'emissione del cosidetto prestito Soleri nelle regioni centro-meridionali e per la sua estensione al Nord, operazioni effettuate rispettivamente nei mesi di marzo e di luglio-agosto del 1945.

A Milano si registrò un'ascesa quasi continua durante il 1944, mentre nel gennaio 1945 iniziò una fase di regresso protrattasi fino alla liberazione del Nord ed alla unificazione dei mercati dei valori [16]. Per i dati, rimandiamo alla Tabella G dell'Appendice. Confrontando l'andamento dei corsi dei titoli di Stato con quello dei titoli azionari, notiamo che, fino al 1944, mentre questi ultimi si adeguano al mutato valore della moneta, i primi invece, anche nei momenti di maggior rialzo, sono ben lontani dal seguire il ritmo della svalutazione. Dobbiamo, però, tener conto delle difficoltà, di cui abbiamo parlato, frapposte alle negoziazioni di titoli azionari; della propaganda che presentava la sottoscrizione dei titoli di Stato come un modo per contribuire alle spese di guerra, e quindi come un dovere patriottico; del diverso grado di competenza che si richiede per acquistare azioni piuttosto che titoli pubblici.

Ampia, d'altra parte, è stata la partecipazione alla sottoscrizione di titoli di Stato da parte dell'Istituto di emissione e del sistema bancario nel suo complesso [17].

[16] « Il reddito fisso, costretto ad un'attività più ridotta ed irregolare, per riflesso delle incertezze che hanno diminuito il mercato azionario, ha subito nel complesso una sensibile riduzione di prezzo dai massimi segnati nel mese di dicembre. Punte di massimo che erano invero eccezionali; specie per i Buoni del Tesoro, le Rendite e i Prestiti Redimibili, fatti oggetto principale di quella intensissima corrente di acquisti che aveva caratterizzato l'attività del mercato nelle ultime settimane dell'anno scorso » (*Il mercato valori nel gennaio 1945*, documento citato in ISML, Archivio CCE, c. 5).

[17] I titoli di Stato detenuti presso le aziende di credito ammontavano a 60.906 milioni di lire nel 1943, 87.100 milioni nel 1944 e 133.551 nel 1945. Osserva il De Pietri Tonelli: « Le variazioni percentuali in aumento degli importi dei titoli pubblici posseduti dalle banche, sono sempre più forti delle variazioni degli importi del debito pubblico nazionale (Consolidato, Redimibile e Fluttuante), in tutti

Dobbiamo anche tener conto dell'andamento estremamente variabile, perchè influenzato da molteplici fattori, dei corsi delle azioni e considerare che, nel 1945, mentre l'inflazione progrediva sensibilmente, l'indice generale dei corsi delle azioni presentava una costante flessione [18].

A causa dello stato di guerra e delle restrizioni che abbiamo viste, le emissioni più importanti si ebbero nel campo dei fondi pubblici. Consideriamo le condizioni delle emissioni di Buoni poliennali dal 1940, confrontando il gettito delle stesse con l'ammontare della circolazione e dei depositi fiduciari:

Tabella 4. Emissioni di BTP in milioni di lire correnti. Fonte: *Relazione del Governatore della Banca d'Italia per l'anno 1945*, cit., pp. 105-107.

Anno		*Ammontare*	*Prezzo emissione*	*Gettito effettivo*		*Gettito effettivo in contanti e cedole*	
				Totale	*In contanti e cedole*	*circolante*	*depositi*
Febb.	1940 (N. 5%)	28.000	97,50	15.600 11.700 [19]	10.200	44%	17%
Febb.	1941 (N. 5%)	19.000	97,50	18.525	14.985	47%	20%
Settemb.	1941 (N. 5%)	21.000	97,50	20.475	20.475	52%	24%
Aprile	1942 (N. 5%)	25.000	97,50	24.375	24.375	48%	24%
Settemb.	1942 (N. 4%)	25.000	92,00	23.000	17.796	30%	16%
Giugno	1943 (Q. 5%)	12.000	97,00	11.640	11.640	13%	8%
Maggio	1945 (Q. 5%)	33.000	97,50	32.175	104.432	28%	34%
Agosto	1945	73.000	99,00	72.270			

gli anni del periodo considerato, tolto il '45, a significare la parte crescente avuta dalle aziende di credito nell'assunzione dei titoli di debito pubblico » (A. DE PIETRI TONELLI, *Le banche italiane nel decennio 1938-1947*, in « Rivista Bancaria », marzo-aprile 1949, p. 12).

[18] Ci sia permesso citare un lungo passo esplicativo del fenomeno per quanto riguarda proprio l'anno 1945: « Se agli inizi — vale a dire nei primi due o tre mesi del 1945 — l'andamento decrescente dei corsi trovava facilmente spiegazione nel fatto che tutti sentivano vicino la fine della guerra, fine che poteva anche significare la distruzione di buona parte degli impianti industriali dell'Italia settentrionale e che avrebbe certo apportato l'arresto di tutte quelle particolari attività connesse con la congiuntura bellica, più difficile è l'interpretazione degli avvenimenti nel periodo successivo alla liberazione... Fra le cause tecniche che possono aver influito sul ribasso vanno ricordate le molte offerte di titoli da parte di persone che desideravano avere un patrimonio liquido al fine di meglio occultarlo, cui si aggiunsero poi anche quelle di molte aziende, che avevano investito largamente in titoli in periodi in cui era impossibile trovare merci e materie prime. La difficile ripresa dell'attività economica, il blocco dei licenziamenti, la necessità di ricostruire le scorte depauperate dal conflitto, l'ingente ammontare di capitale circolante richiesto per finanziare i nuovi cicli produttivi, sono stati tutti elementi che hanno provocato un'affluenza continua di vendite. La borsa ha risentito però principalmente delle difficoltà della situazione industriale e delle incertezze di carattere politico che si imperniavano sui timori di nazionalizzazioni delle imprese » (I. S. E., Istituto per gli Studi di Economia, *Annuario della congiuntura economica italiana 1938-1947*, Firenze, 1949, pp. 84-85).

[19] Sottoscritti dalla Cassa Depositi e Prestiti.

L'emissione del settembre 1942 venne effettuata ad un saggio di interesse inferiore a quello normale, e ciò fu in parte compensato da una diminuzione del prezzo di emissione, fissato al 92% del valore nominale. Da notare, inoltre, per questa emissione, che un quarto circa del gettito effettivo venne coperto non da contanti e da cedole, ma dalla conversione di altri titoli pubblici.

L'incidenza percentuale del totale del gettito effettivo sulla circolazione e sull'ammontare dei depositi fiduciari va diminuendo dopo il 1941 e tocca il suo minimo con l'emissione del giugno 1943, che rappresenta il 13% della circolazione e l'8% dei depositi.

Dal giugno 1943 al maggio 1945 la situazione politico-militare non consentì l'emissione di Buoni del Tesoro poliennali. In tale periodo, pertanto, assunse grande importanza l'emissione netta di Buoni del Tesoro ordinari: « seguendo una tradizione ormai pacifica fra noi dopo la guerra libica, in virtù della quale il buono ordinario, originariamente creato allo scopo di eliminare gli scarti temporanei fra incassi e pagamenti in un bilancio in pareggio, si è convertito in tutti i paesi del mondo in un mezzo di procacciamento permanente di fondi per il Tesoro [20]. La consistenza, infatti, dei Buoni del Tesoro ordinari aumentava da 49,2 miliardi al 30 settembre 1943 a 157,7 miliardi al 30 giugno 1945. Per quanto riguarda il collocamento, mentre nelle regioni del Centro-Nord esso avveniva direttamente presso le banche private ed il pubblico, nell'Italia occupata, invece, la maggior parte dei buoni (circa 60 miliardi di lire su un totale di circa 75 miliardi emessi) vennero collocati presso l'Istituto di emissione. Dal luglio al dicembre 1945 l'emissione netta è aumentata gradatamente, raggiungendo nell'intero semestre i 20,7 miliardi di lire.

Nella seconda metà del 1945, il Governo democratico emise un prestito di Buoni del Tesoro Quinquennali 5%, che prese il nome dal ministro del Tesoro Soleri e che ebbe favorevole collocamento. Nell'aprile-maggio la sottoscrizione si attuò nelle regioni del Centro-Sud; poi, nel luglio-agosto, venne estesa a quelle del Nord. La prima sottoscrizione fu fatta ad un prezzo di emissione di 97,50 e, tenuto conto del premio di rimborso e della quota premi, il rendimento effettivo dei Buoni era del 6,17%. Esteso al Nord, il prestito mantenne le sue caratteristiche, salvo il prezzo di emissione, che venne fissato a 99 in ragione soprattutto del miglioramento dei corsi dei titoli di Stato. Il rendimento, pertanto, comprensivo di tutti gli elementi ricordati, scese al 5,80% [21].

Il pubblico sottoscrisse l'82% del prestito (cifra che possiamo raffrontare con il 63% e il 66% delle due emissioni del 1942), di cui il 60% con proprie disponibilità di cassa (contro il 42% ed il 60% dei due prestiti precedenti) e per il rimanente ricorrendo alle disponibilità presso gli

[20] Cfr. *Relazione del Governatore della Banca d'Italia per l'anno 1943*, cit., p. 25.

[21] I rendimenti, tenuto conto dei premi di rimborso e della quota premi, delle emissioni di Buoni del Tesoro poliennali di cui alla Tabella 4, sono stati del 5,92% per le prime quattro; del 5,72% per quella del settembre 1942; del 5,99% e del 5,80% per le ultime tre.

istituti di credito. Il ricorso all'Istituto di emissione (per mezzo di operazioni di risconto e di anticipazioni oppure con prelevamenti di depositi presso di esso) costituì soltanto il 24% del gettito effettivo (40% e 41% per i prestiti del 1942). Dal complesso di questi dati, si può concludere che il prestito del 1945 raccolse sul mercato un maggior afflusso di denaro fresco rispetto ai prestiti precedenti. Confrontando, inoltre, il contributo delle varie regioni al gettito globale, si rileva che le regioni settentrionali hanno contribuito nella misura del 66% (il 44% ed il 45% nei due prestiti precedenti). Le cause di questa maggiore partecipazione delle regioni settentrionali vanno ricercate soprattutto nei seguenti fattori:

a) nella maggiore disponibilità di denaro, per la scarsa partecipazione dei risparmiatori di queste regioni alle emissioni di Buoni del Tesoro ordinari sotto la dominazione tedesca;

b) nella minore partecipazione della città di Roma e del Lazio, a causa dello spostamento al Nord delle sedi centrali di molti enti ed istituti.

Nonostante il prevalere delle emissioni di titoli di Stato, si ebbero nel periodo considerato anche emissioni di enti diversi.

L'Istituto mobiliare italiano ha presentato il seguente andamento, per quanto riguarda le obbligazioni in circolazione a fine esercizio:

Tabella 5. Obbligazioni in circolazione dell'I.M.I. (ammontare a fine anno in milioni di lire correnti).

	Obbligazioni in circolazione	*Differenze*
1939-40	1.132,9	——
1940-41	1.621,3	+ 488,4
1941-42	2.529,0	+ 907,7
1942-43	3.716,3	+ 1.187,3
1943-44	4.128,2	+ 411,9
1944-45	3.698,9	— 429,3
1945-46	5.440,1	+ 1.741,2

Le differenze esprimono l'eccedenza delle obbligazioni emesse su quelle rimborsate, se positive, e, per quanto riguarda l'esercizio 1944-45, nel quale non vi furono nuove emissioni, il valore delle obbligazioni rimborsate. Nei due esercizi che particolarmente ci interessano, cioè il 1943-44 e il 1944-45, le differenze si elidono quasi completamente, e pertanto possiamo affermare che nel complesso l'intervento dell'Istituto mobiliare sul mercato dei capitali è stato irrilevante.

Il Consorzio di credito per le Opere Pubbliche (costituito con lo scopo di concedere mutui a lungo termine per l'esecuzione di opere pubbliche, garantiti dalla concessione di annualità a carico dello Stato o da delegazioni di tributi rilasciate da Provincie, Comuni ecc.) venne invitato alla fine del 1944 a provvedere alla concessione di mutui a favore degli

enti locali per il pareggio dei loro bilanci, e intervenne sul mercato finanziario nel modo seguente:

Tabella 6. Obbligazioni in circolazione del Consorzio di Credito per le OO. PP. (ammontare a fine anno in milioni di lire correnti).

	Obbligazioni in circolazione	*Differenze*
1940	5.792,8	—
1941	5.548,6	— 244,2
1942	—	—
1943	6.474,5	+ 925,9
1944	6.295,3	— 179,2
1945	7.365,5	+ 1.070,2

L'Istituto di credito per le Opere di pubblica utilità emise nel corso del 1944 obbligazioni per 300 milioni a saldo del mutuo concesso alla Edison, e per altri 250 del tipo ordinario 6%. Nel 1945 emise obbligazioni per 1.225 milioni di lire. Tenuto conto dei rimborsi, si ha l'andamento seguente:

Tabella 7. Obbligazioni in circolazione dell'Istituto di credito per le Opere di pubblica utilità (ammontare a fine anno in milioni di lire correnti).

	Obbligazioni in circolazione	*Differenze*
1940	1.036,7	—
1941	988,8	— 48,9
1942	—	—
1943	1.294,1	+ 305,3
1944	1.720,8	+ 426,7
1945	2.858,4	+ 1.137,6

Rimane infine da considerare tra gli enti di carattere pubblico che, in quanto tali, soggiacciono più o meno all'influenza dello Stato, il Consorzio per sovvenzioni su valori industriali. Per quest'ultimo ente, però, non possiamo limitarci a considerare l'ammontare del suo intervento sul mercato dei capitali con emissione di buoni fruttiferi, ma dobbiamo anche metterne in luce la funzione che, allontanandosi da quella originaria di intervento sul mercato dei valori industriali per consentire sovvenzioni cambiarie contro pegno di titoli industriali, fu essenzialmente quella di coprire spese statali nel periodo precedente la seconda guerra mondiale e più ancora nel corso di essa. Secondo quanto afferma il Baffi « i fascisti lo avevano utilizzato per scopi più svariati di finanziamento inflazionistico, non escluso lo sconto, a favore delle amministrazioni statali, di titoli rappresentativi di spese ordinarie, quali i sussidi ai richiamati, le sovvenzioni agli enti locali » [22]. Tecnicamente ciò avveniva mediante autorizzazione ai creditori dello Stato a scontare i crediti presso il Consorzio il quale,

[22] Cfr. P. BAFFI, *Studi sulla moneta,* Milano, 1964, p. 179.

per tali operazioni speciali, si finanziava esclusivamente con il risconto presso la Banca d'Italia. Ecco dunque l'andamento delle due poste:

Tabella 8. Operazioni del Consorzio per sovvenzioni su valori industriali (a fine anno in milioni di lire correnti).

	Buoni fruttiferi emessi	*Cambiali riscontate presso la Banca d'Italia*
1940	441,1	3.434,4
1941	439,6	6.405,8
1942	—	—
1943	939,7	42.549,8
1944	402,7	42.115,0
1945	414,1	42.115,9

Come si vede, il governo si servì del Consorzio per accedere indirettamente alla Banca centrale, e mascherare così in parte la sua politica monetaria. Preclusa la possibilità di far fronte alle ingenti spese di guerra mediante il ricorso allo strumento tributario [23], si ricorse ai prestiti, passando però da emissioni pluriennali a prestiti a minor termine, ed alla emissione di moneta.

Quest'ultimo mezzo, cioè la creazione di liquidità sul mercato, serviva sia per il finanziamento diretto delle opere pubbliche, sia per poter collocare i prestiti. L'emissione di moneta presenta vari vantaggi sugli altri modi di finanziamento della spesa dello Stato:

a) non ha bisogno di accertamenti e di riscossioni, nè può essere evasa, come le imposte [24];

b) è di più facile attuazione rispetto al collocamento dei prestiti pubblici;

c) non comporta il pagamento di interessi.

A fronte di questi vantaggi, un gravissimo pericolo: l'inflazione.

Come abbiamo visto, citando un brano significativo del governatore della Banca d'Italia Einaudi per l'anno 1945, l'Istituto di emissione ha potuto in parte contare, per le anticipazioni che ha dovuto concedere al Tesoro, sui depositi ricevuti dalle altre banche.

[23] Osserva il Southard: « La struttura fiscale italiana era male adatta a sopportare i pesanti carichi imposti dalla guerra, basata com'era su di un paese relativamente povero con un basso reddito nazionale, un arcaico sistema di tassazione, una inadeguata politica del debito pubblico, e una banca centrale che non mobilitava effettivamente le risorse bancarie del paese » (F. SOUTHARD, *The Finances of European Liberation*, The Carnegie Endowment for International Peace, New York, 1946, p. 61).

[24] Afferma il Borgatta: « L'inflazione è, fra tutte le forme di finanziamento, quella che può fornire allo Stato le somme di cui ha bisogno con la maggiore rapidità e sufficienza; imposte e prestiti richiedono attese più o meno lunghe ed incontrano limiti quantitativi che non vincolano invece l'allargamento della circolazione e del credito ». (G. BORGATTA, *La finanza della guerra e del dopoguerra*, Milano, 1954, p. 593).

Nel triennio 1943-45, infatti, i depositi in conto corrente della Banca d'Italia, che comprendono per la maggior parte disponibilità affluite all'Istituto da parte delle aziende di credito, hanno presentato i seguenti valori (in milioni di lire correnti):

31 dicembre 1943	17.385,05	—
31 dicembre 1944	24.642,60	+ 41,75%
31 dicembre 1945	46.865,30	+ 90,18%

Le percentuali segnate rappresentano gli incrementi registrati in un anno sui depositi precedenti, laddove l'incremento complessivo dal 1943 al 1945 è stato del 169,57%. Dal dicembre 1939 al dicembre 1943 si era avuto, d'altra parte, un incremento da 1.268 milioni a più di 17 miliardi, cioè di circa tredici volte.

A ciò si aggiungono i valori relativi ai conti correnti vincolati degli enti previsti dalla legge bancaria che, istituiti alla fine del 1942, vennero estesi, nel luglio del 1943, anche agli istituti di previdenza e di assicurazione: (in milioni di lire correnti)

31 dicembre 1943	18.524,9	—
31 dicembre 1944	81.897,4	+ 342,09%
31 dicembre 1945	120.174,8	+ 46,74%

L'incremento dal 1943 al 1945 è stato del 548,72%.

In totale, dunque, l'Istituto di emissione ha potuto usufruire di depositi, soprattutto da parte del sistema bancario, per i seguenti valori: (in milioni di lire correnti)

31 dicembre 1943	35.909,9
31 dicembre 1944	106.540,0
31 dicembre 1945	167.040,1

Tuttavia, il deficit del bilancio dello Stato, attraverso le anticipazioni dell'Istituto di emissione chiamate a coprirlo assieme ai prestiti del debito pubblico, ha provocato l'aumento della circolazione monetaria. Nella Tabella H dell'Appendice abbiamo riportato i dati relativi a tutto il paese dal dicembre 1938 al dicembre 1945. I biglietti della Banca d'Italia aumentarono dalla fine del 1938 alla fine del 1945 di più di quindici volte, con un incremento massimo del 114% nel 1943 rispetto all'anno precedente. I biglietti di Stato, invece, aumentarono soltanto di circa quattro volte nello stesso periodo e questo limitato incremento può essere spiegato dal fatto che i biglietti di Stato sono delle banconote di piccolo taglio (1, 2, 5, 10 lire) e, pertanto, durante un periodo di forte svalutazione del potere di acquisto della moneta, essi vengono usati molto meno nelle transazioni, rispetto ai biglietti di più grosso taglio, cioè alle banconote dell'Istituto di emissione.

Notiamo, infatti, che mentre alla fine degli anni 1938 e 1939 l'ammontare dei biglietti di Stato corrispondeva a circa un decimo dei bi-

glietti della Banca d'Italia, alla fine del 1945 non rappresentava più che il 2,5% di tale ammontare.

Il totale dei biglietti in circolazione, comprese le am-lire, aumentò dalla fine del 1938 alla fine del 1945 di più di diciotto volte, con un incremento di più del doppio nel corso del 1943.

E' interessante, a questo punto, calcolare l'incidenza percentuale degli aumenti delle singole categorie sull'aumento del totale della moneta in circolazione. I calcoli suddetti sono esposti nella Tabella I dell'Appendice.

Dal 1939 al 1945 i biglietti in circolazione aumentarono complessivamente di 368.586 milioni di lire. Di questi più del 75% è attribuibile ai biglietti della Banca d'Italia, poco più del 23%, ma concentrato negli ultimi tre anni, alle emissioni del Governo militare alleato, e l'1,5% ai biglietti di Stato. L'aumento, in tutte le categorie, fu assai rilevante negli ultimi tre anni: infatti, del ricordato aumento di 368.586 milioni di lire, ben 310.620 milioni, cioè l'84,3%, sono da imputarsi agli anni dal 1943 al 1945 [25].

Dopo aver tracciato l'andamento della circolazione monetaria dal 1939 al 1945, per seguire in dettaglio il fenomeno esaminiamo i dati relativi all'andamento dei biglietti dell'Istituto di emissione, in circolazione a fine mese per gli anni 1943, 1944 e 1945.

Si tratta anche in questo caso di dati aggregati per tutto il paese, e che pertanto non consentono confronti fra il Nord ed il Centro-Sud, nè, per conseguenza, una distinzione precisa della parte da attribuire alle autorità monetarie del Governo legittimo e della Repubblica fascista. Pensiamo tuttavia che questi dati possano servirci per un esame dell'andamento globale, riservandoci più avanti di esaminare dei dati annuali disaggregati territorialmente.

I dati elaborati sono riportati nella Tabella L dell'Appendice. Poichè essi si riferiscono all'ammontare della circolazione alla fine dei mesi segnati, le percentuali che abbiamo calcolate confrontando ogni cifra con la precedente rappresentano l'incremento (se positivo) o il decremento della circolazione stessa nel mese a cui si riferiscono.

Si può constatare così che l'aumento della circolazione è stato maggiore nel 1943 che nei due anni successivi: in quell'anno, infatti, la percentuale di aumento mensile non è mai scesa al di sotto del 3%, ed ha

[25] Non soltanto in Italia, ovviamente, la guerra porta ad un incremento della moneta in circolazione, ma anche nella maggior parte degli altri paesi belligeranti e non. Nella tabella che segue diamo gli indici delle circolazioni monetarie in alcuni paesi (base: 1° semestre 1939 = 100):

	Dicembre 1939	1940	1941	1942	1943	*Settembre* 1944	*Giugno* 1945
Italia	128	164	254	380	750	1400	1988
Giappone	163	205	256	306	439	588	1050
Germania	147	174	237	295	399	498	621
India	124	128	181	305	444	497	616
U. S. A.	111	127	163	225	298	345	380
U. K.	112	126	154	189	223	237	258

Fonte: *14ª Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali.*

toccato punte del 15,5% nel luglio e del 13,1% nel settembre. Queste punte possono essere attribuite alle cause che, nella sua qualità di governatore della Banca d'Italia, indicava l'Einaudi: « Un forte perturbamento si manifestò nel successivo mese di luglio, in relazione alle vicende politiche e militari che determinarono l'accentuarsi del fenomeno del tesoreggiamento, segnatamente nelle regioni meridionali. Nel corso del mese si ebbe, infatti, un aumento della circolazione di oltre 14 miliardi, che insieme agli 8 miliardi del successivo mese di agosto, formano un totale di oltre 22 miliardi, [cifra] considerevolmente superiore all'espansione dell'intero semestre precedente. Nell'Italia centro-settentrionale le vicende di settembre, determinando un anormale ricorso del pubblico alle disponibilità possedute presso le aziende di credito, addussero ad un ulteriore accrescimento della circolazione per 15 miliardi... Le limitazioni deliberate nell'ottobre dal comitato dei ministri della cosidetta repubblica [di Salò] in materia di prelevamento dai depositi e dai conti correnti, contennero l'esodo di valuta dalle banche mentre si andavano temperando le manifestazioni di panico, al cui nascere non era stata del tutto estranea l'apparizione dei marchi di occupazione, poi ritirati » [26]. Le aziende di credito, cioè, premute dai loro clienti, fecero fronte al rimborso dei depositi mobilitando le loro riserve presso l'Istituto di emissione, il quale soddisfaceva a queste nuove richieste aumentando la circolazione [27].

[26] *Relazione del Governatore della Banca d'Italia per l'anno 1943*, cit., pp. 70-71. I marchi di occupazione (Reichskreditkassenscheine) vennero introdotti nei territori italiani occupati dalle truppe tedesche verso la fine del settembre 1943 (v. la notizia relativa sul *Gazzettino di Venezia* del 26 IX 1943). Essi circolavano al pari della lira italiana e come essa servivano nelle operazioni di pagamento. Il cambio era stabilito nella misura di 1 marco per 10 lire. Il giorno 22 ottobre dello stesso anno, il *Gazzettino* riportava la seguente notizia: « Il governo fascista repubblicano e il governo del Reich hanno concluso un accordo che fissa particolari direttive economiche e finanziarie, attinenti all'attuale stato di guerra in Italia. Nell'ambito di questi accordi si dispone che la corresponsione del soldo alle truppe tedesche sul suolo italiano sarà fatto esclusivamente in lire. Contemporaneamente è stato ordinato che gli assegni circolari emessi dalle Forze armate tedesche in Italia non saranno più accettati a partire dal 26 ottobre come mezzo di pagamento. Il ritiro di detti assegni ancora in circolazione avverrà ad opera della Banca d'Italia, tramite gli Istituti di Credito ». La validità venne poi prorogata al 31 ottobre ed il cambio al 31 novembre. Osserva il Collotti: « Per quanto concerne la questione del marco di occupazione, si tratta di uno dei pochi casi in cui l'intervento del governo della Repubblica sociale riuscì ad ottenere dai tedeschi la revoca di una misura troppo apertamente lesiva della sovranità italiana; di fronte alle voci di un ritiro del marco di occupazione, all'inizio di ottobre '43 fu confermata la validità del corso legale della valuta germanica, pur ammettendosi che erano in corso pratiche per il suo ritiro dalla circolazione » (E. COLLOTTI, *L'amministrazione tedesca dell'Italia occupata 1943-45*, cit.

[27] L'Istituto, infatti, non tratteneva l'intero ammontare di tali depositi vincolati sotto forma di biglietti ma, per trovare compenso all'onere degli interessi corrisposti su di essi, provvide ad investire gradualmente in Buoni del Tesoro ordinari parte delle disponibilità provenienti da questi conti. Alla fine del 1943 questo investimento era di 8 miliardi (su 20,5 circa di depositi vincolati). Per il 1944, bisogna distinguere tra i territori sottoposti alla giurisdizione del governo legittimo e degli alleati (dove, con una convenzione, il Tesoro si era assunto l'onere degli interessi corrisposti dalla Banca d'Italia) e i territori del Nord, in cui venivano effettuati nuovi investimenti in titoli per 22 miliardi di lire.

Confrontando, infatti, l'andamento dei depositi in conto corrente vincolati presso la Banca d'Italia, che comprendono per la maggior parte i fondi delle aziende di credito, si hanno i seguenti dati:

Tabella 8. Depositi in conto corrente vincolati presso l'Istituto di emissione, a fine mese (in milioni di lire correnti).

1943	*ammontare*	*variazioni %*
giugno	11.231	—
luglio	8.979	— 10,05%
agosto	9.409	+ 4,79%
settembre	6.423	— 31,74%
ottobre	7.456	+ 16,07%
novembre	11.711	+ 57,08%

Nel 1944 l'incremento mensile della circolazione non raggiunse i livelli registrati nel 1943, ma oscillò tra un minimo del 2,4% nel gennaio ed un massimo del 4,8% nel settembre. Si trattò, in ogni caso, di un incremento continuo, seppur con ritmo diverso, che fece aumentare la circolazione, come già abbiamo visto, del 58,74% dal dicembre 1943 al dicembre 1944. Una limitazione tecnica all'aumento della circolazione sorse, nei primi mesi dell'anno, dalle difficoltà di fabbricazione dei biglietti. Inoltre, gli anglo-americani continuavano ad emettere nel Sud le loro lire militari, con cui finanziavano le spese d'occupazione.

Nei primi mesi del 1945, pur continuando l'incremento, si registrano saggi minori degli anni precedenti sino ad arrivare ad un decremento assoluto e percentuale, dal giugno all'agosto, di più di 8 miliardi di lire (pari al 2,9% dell'ammontare della circolazione alla fine del mese di maggio). Questo decremento è indubbiamente da attribuirsi al prestito Soleri.

Per poter seguire l'andamento della circolazione monetaria nelle due zone delimitate dalla linea del fronte abbiamo cercato di calcolare, in mancanza di dati analitici mensili, le consistenze ad alcune date particolarmente indicative del periodo 1943-1945.

Ci siamo serviti, a tale scopo, delle cifre riportate nella più volte citata *Relazione del governatore della Banca d'Italia per l'anno 1945*, cifre in buona parte concordanti con quelle del Rapporto presentato dalla Commissione economica all'Assemblea Costituente. Al 31 agosto 1943, quando le truppe anglo-americane avevano ormai occupato l'intera Sicilia e si apprestavano a sbarcare sul continente, la circolazione dei biglietti della Banca d'Italia ammontava a 113.615 milioni di lire. A questi bisogna aggiungere 2.109 milioni emessi dall'A.M.G., di cui però 44 milioni giacenti nelle casse della Banca d'Italia, così che la circolazione netta di am-lire si riduceva a 2.065 milioni. Tale ammontare costituiva l'1,9% dell'intera circolazione. Dalla fine di agosto alla fine di dicembre, periodo nel quale le armate alleate avevano risalito la penisola fino alla linea Sangro-Garigliano (la cosidetta linea « Gustav »), si erano avute le seguenti variazioni:

a) nei territori sotto occupazione germanica erano stati fabbricati biglietti per 21.593 milioni di lire e i depositi presso le filiali della Banca d'Italia erano diminuiti di 20.643 milioni, producendo un aumento complessivo della circolazione di 42.236 milioni; *b*) nei territori liberati non si era proceduto a fabbricazione di biglietti, le casse erano diminuite di 781 milioni e, pertanto, quest'ultima cifra rappresentava anche l'aumento della circolazione.

Dei 43.017 milioni che rappresentavano l'aumento dei biglietti della Banca d'Italia, il 98% era da imputare alle autorità monetarie del Nord ed il 2% a quelle del Sud.

In conseguenza di questo aumento, la circolazione ammontava alla fine di dicembre del 1943 a 156.632 milioni di lire. Ad essi bisogna aggiungere 19.937 milioni di am-lire che, al netto di 2.082 milioni depositati nelle casse della Banca d'Italia, si riducono a 17.855, pari all'11,4% della circolazione della Banca d'Italia.

Fino al 31 maggio 1944, con le truppe alleate che si avvicinano a Roma, si verificano le seguenti variazioni:

a) nei territori sotto occupazione germanica vennero fabbricati biglietti per 29.040 milioni di lire, le casse aumentarono di 399 milioni e quindi l'incremento della circolazione fu di 28.641 milioni; *b*) nei territori liberati non si ebbe alcuna fabbricazione di biglietti, si registrò invece un aumento delle casse per 1.856 milioni ed una corrispondente diminuzione della circolazione. In conseguenza di tale diminuzione nei territori sottoposti all'amministrazione del Governo legittimo (pari al 6,9% dell'aumento della circolazione), l'aumento al Centro-Nord fu del 106,9% rispetto all'aumento totale della circolazione, pari a 26.785 milioni. La circolazione globale arrivò a 183.417 milioni, a cui si aggiungono 32.627 milioni di am-lire (pari a 35.556 milioni meno 2.929 milioni nelle casse della Banca d'Italia), corrispondenti al 17,8%, che portano la circolazione netta totale dei biglietti a 216.044 milioni di lire.

Dal 31 maggio al 31 dicembre 1944, nei territori sotto occupazione germanica, che si erano nel frattempo ridotti alle regioni poste a nord della « linea gotica », i biglietti fabbricati ammontarono a 57.885 milioni di lire, mentre le casse diminuirono di 1.749 milioni e, pertanto, la circolazione aumentò di 59.634 milioni.

Nei territori liberati, amministrati dal Governo legittimo, si fabbricarono biglietti per 5.256 milioni di lire, se ne bruciarono per 3 milioni, le casse diminuirono di 340 milioni e, a causa di tutte queste operazioni, la circolazione aumentò di 5.539 milioni di lire. In totale si ebbe un aumento della circolazione di 65.217 milioni (cui il Nord concorse per il 91%), che portò il totale a 248.644 milioni. Le am-lire ammontarono a 65.425 milioni lordi, di cui 1.584 milioni nelle casse della Banca d'Italia. L'aggiunta netta alla circolazione fu di 63.841 milioni, pari al 25,7%, e porta tale circolazione a 312.845 milioni di lire.

Dal 31 dicembre 1944 al 30 aprile 1945, data della liberazione dell'Italia del Nord, furono fabbricati nei territori occupati dai tedeschi bi-

glietti per 29.307 milioni di lire, le casse aumentarono la loro consistenza di 943 milioni, e quindi la circolazione aumentò di 28.364 milioni.

Nei territori liberati si procedette alla fabbricazione di 10.393 milioni di biglietti, se ne bruciarono 250 milioni e le casse registrarono un incremento di 3.220 milioni, dando luogo, pertanto, ad un aumento della circolazione per 6.923 milioni. La moneta in circolazione aumentò dunque, nel periodo considerato, di 35.287 milioni, imputabili per l'80% all'amministrazione nazi-fascista e per il restante 20% al governo di Roma. Le am-lire raggiunsero, al 30 aprile 1945, i 79.296 milioni di lire, di cui 3.266 milioni nelle casse della Banca d'Italia, contribuendo quindi ad incrementare la moneta circolante di 76.730 milioni e portandola a 360.661 milioni di lire complessivi. Le am-lire rappresentavano il 27% dei biglietti della Banca d'Italia.

Al 31 dicembre 1945, quando tutta l'alta Italia, eccetto la Venezia Giulia e la Provincia di Udine, venne consegnata al Governo italiano e cessò l'attività delle Commissioni finanziarie alleate, la circolazione dei biglietti della Banca d'Italia era ancora aumentata a 296.021 milioni; le am-lire a 102.849 milioni, di cui 16.821 nelle casse dell'Istituto di emissione, e quindi al netto a 86.028 milioni, pari al 29% dei biglietti della Banca d'Italia; conseguentemente la circolazione netta totale ammontava a 382.049 milioni.

Per non includere due volte nel computo dei dati l'ammontare delle am-lire giacenti nelle casse dell'Istituto di emissione, abbiamo diminuito di un ugual valore l'ammontare totale di am-lire alle varie date considerate. Avremmo potuto anche ridurre di un ugual valore l'ammontare della circolazione dei biglietti della Banca d'Italia, ottenendo i dati della circolazione da attribuirsi effettivamente all'Istituto di emissione.

Questo secondo metodo è stato seguito per compilare la tabella che segue, nella quale le variazioni dell'ammontare dei biglietti in circolazione ricevono la loro precisa attribuzione:

Tabella 9. Attribuzioni delle variazioni della circolazione in milioni di lire correnti. Fonte: *Relazione del governatore della Banca d'Italia per l'anno 1945*, cit., p. 70.

	a	*b*	*c*	*d*	*e*	*f*
I	+ 158.875	+ 11.441	+ 3.222	+ 8.219	+ 77.887	+ 244.981
II	—	+ 12.090	+ 13.555	— 1.465	+ 22.853	+ 21.382
III	+ 158.875	+ 23.531	+ 16.777	+ 6.754	+ 100.740	+ 266.369

e per gli stessi periodi

	g	*h*	*i*
I	64,9%	3,3%	31,8%
II	—	— 6,8%	106,8%
III	59,7%	2,5%	37,8%

a) variazione nella circolazione dei biglietti della Banca d'Italia nei territori sotto occupazione germanica;

b) variazione nella circolazione dei biglietti della Banca d'Italia nei territori liberati;

c) am-lire nelle casse della Banca d'Italia;

d) totale sub *b*) al netto dell'aumento delle casse della Banca d'Italia;
e) variazioni nella consistenza delle am-lire emesse;
f) aumento complessivo della circolazione di biglietti della Banca d'Italia ed am-lire;
g) incidenza nella composizione dell'aumento in percentuale del totale dei biglietti della Banca d'Italia nei territori sotto occupazione germanica;
h) idem nei territori liberati;
i) idem per le am-lire.
I periodo dall'agosto 1943 all'aprile 1945;
II periodo dal luglio 1945 al dicembre 1945;
III periodo dall'agosto 1943 al dicembre 1945.

Dai dati surriportati discende una considerazione conclusiva autorevolmente confermata dall'Einaudi: « ... la responsabilità di gran lunga maggiore dell'aumento dei mezzi di pagamento verificatosi dopo l'armistizio in Italia spetta al tedesco ed ai suoi sostenitori neo fascisti e la parte minore al governo legittimo italiano » [28].

SERGIO ZANGIROLAMI.

APPENDICE

Tabella A. Ricorso del Tesoro al mercato monetario. Movimento degli esercizi in milioni di lire. Fonte: *Relazione del governatore della Banca d'Italia per l'anno 1945*, cit., pp. 98-99.

	1939-40	*'40-41*	*'41-42*	*'42-43*	*'43-44 '44-45*	*Luglio settem. 1945*
Movimento di capitali	22.350	14.393	46.519	29.382	30.973	70.887
BTO	3.771	17.609	9.841	9.663	103.898	7.336
c/c fruttiferi	— 8.833	13.005	9.117	16.793	37.780	– 10.318
Altri debiti e crediti di Tesoreria	617	3.662	4.237	— 2.050	—41.709	7.027
Ricorso totale del Tesoro al mercato monetario e finanziario (1)	17.905	48.700	69.714	53.758	130.942	74.932
Disavanzo di parte effettiva (2)	20.251	62.229	73.707	83.692	390.889	35.070
Differenza (2) - (1)	2.346	13.529	3.993	29.934	259.947	—39.862
Anticipazioni della Banca d'Italia	5.988	13.972	9.980	24.950	270.804	——
Fondo di cassa	3.642	443	5.987	— 4.984	10.857	39.862

[28] *Relazione del governatore della Banca d'Italia per l'anno 1945*, cit., p. 73.

Tabella B. Consistenza del debito pubblico interno (in miliardi di lire). Fonte: *Rapporto della Commissione economica al Ministero della Costituente,* vol. III, p. 42, Allegato 2.

	31 XII 1938	*30 VI 1943*	*30 VI 1944*	*30 VI 1945*	*31 XII 1945*
Consolidato	52,9	52,9 (—)	52,9 (—)	52,9 (—)	53 (—)
Redimibile	49,3	178,1 (+ 261,26%)	176,0 (— 2,1 %)	206,3 (+ 15,84%)	279 (+ 35,24%)
R. T. P.	20,1	134,4 (+ 568,66%)	—	163,3 (+ 21,50%)	236 (+ 44,52%)
Biglietti di Stato	1,9	5,9 (+ 210,53%)	6,5 (+ 10,2 %)	7,3 (+ 12,30%)	7 (—)
Fluttuante	36,0	168,9 (+ 369,17%)	201,3 (+ 19,2 %)	581,4 (+ 188,82%)	616 (+ 5,95%)
B. T. O.	11,0	54,5 (+ 393,45%)	61,9 (+ 13,6 %)	157,7 (+ 154,76%)	179 (+ 13,51%)
Anticipazioni della Banca d'Italia	3,0	59,9 (+1896,67%)	79,9 (+ 33,38%)	330,7 (+ 313,89%)	344 (+ 4,02%)
c/c fruttiferi	22,0	54,5 (+ 147,73%)	59,5 (+ 9,17%)	93,0 (+ 56,30%)	93 (—)
Totale	140,1	405,8 (+ 189,65%)	436,7 (+ 7,61%)	847,9 (+ 94,16%)	955 (+ 12,63%)

Tabella C. Incidenza percentuale delle varie componenti del debito pubblico sul totale.

	31 XII 1938	*30 VI 1943*	*30 VI 1944*	*30 VI 1945*	*31 XII 1945*
Consolidato	37,76%	13,04%	12,11%	6,23%	5,55%
Redimibile	35,18%	43,89%	40,30%	24,33%	29,21%
B. T. P.	14,35%	33,12%	——	19,26%	24,71%
Biglietti di Stato	1,36%	1,45%	1,49%	0,85%	0,73%
Fluttuante	25,70%	41,62%	46,10%	68,60%	64,50%
B. T. O.	7,85%	13,43%	14,17%	18,60%	18,74%
Anticipazioni della Banca d'Italia	2,14%	14,76%	18,30%	39,00%	36,03%
c/c fruttiferi	15,70%	13,43%	13,63%	10,96%	9,74%
Totale generale	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabella D. Indici dei corsi secchi dei principali valori azionari. Fonte: *Relazione del governatore della Banca d'Italia per l'anno 1943*, cit., p. 121, Tav. XI.

	Finanziari assicurativi	Tessili	Minerari Metallurgici	Elettrici	Chimici	Immobiliari	Diversi	Totale	
1938	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
1939	141,3	147,3	147,1	131,5	125,0	116,2	134,9	136,1	
1940	145,3	164,2	159,9	157,1	142,4	140,7	163,5	155,2	
1941	168,0	251,4	182,1	205,4	168,5	213,4	201,2	195,4	
1942	174,5	266,2	194,7	254,6	193,5	252,9	272,1	228,2	
1943	176,1	268,3	187,4	270,5	182,7	236,7	258,2	231,6	Gennaio
	172,7	263,6	184,1	250,0	171,2	235,2	277,6	221,7	Febbraio
	173,8	268,8	189,7	274,9	185,5	242,6	296,1	236,1	Marzo
	268,1	419,0	323,2	478,5	301,6	351,0	463,4	394,4	Aprile
	275,6	404,1	296,5	430,4	310,7	342,5	419,0	367,9	Maggio
	313,0	446,3	310,5	496,3	324,5	386,2	456,2	409,0	Giugno
	308,6	420,6	274,6	507,6	328,8	440,6	464,2	403,8	Luglio
	306,1	356,4	234,4	425,6	321,8	420,0	458,9	357,0	Agosto
	213,7	367,8	210,6	430,6	259,2	372,3	468,2	348,3	Settembre
	268,2	355,4	190,7	420,1	296,3	383,6	477,8	336,7	Ottobre
	264,2	321,6	180,7	326,3	255,9	505,4	342,9	284,2	Novembre
	378,3	496,0	289,2	561,5	365,3	586,0	534,3	454,9	Dicembre

Tabella E. Indici dei corsi secchi dei principali valori azionari alla Borsa di Milano (1938 = 100).

		Finanziari assicurativi	Tessili	Metallurgici Meccanici	Elettrici	Chimici	Immobiliari	Diversi	Totale
1944	G	432,4	538,2	271,7	618,9	388,2	715,6	576,9	491,4
	F	369,3	514,1	254,0	463,4	349,1	669,3	500,9	407,5
	M	369,9	603,1	297,5	503,3	390,6	663,0	622,1	451,3
	A	511,3	848,1	401,9	681,2	563,4	946,5	867,6	620,6
	M	655,2	1273,9	620,4	872,8	793,4	1135,7	1183,4	843,7
	G	723,4	1249,9	576,7	954,8	830,9	1257,2	1159,0	877,2
	L	677,2	993,7	505,8	852,0	799,8	1186,2	1001,5	780,1
	A	648,1	938,0	478,6	830,7	728,7	1177,4	853,8	741,3
	S	558,3	919,2	411,7	737,2	698,8	1089,6	842,5	670,5
	O	641,5	1235,1	494,7	893,0	776,4	1217,2	1047,2	809,0
	N	679,5	1232,5	511,3	911,3	755,9	1191,6	1108,4	826,4
	D	921,4	1629,2	772,0	1247,1	1082,7	1828,2	1273,8	1135,7
1945	G	767,3	1293,1	612,0	879,4	859,1	1774,6	1126,4	917,0
	F	801,5	1155,4	578,6	972,5	864,3	1556,5	1085,5	893,1
	M	786,4	1222,0	592,0	974,5	833,8	1551,5	1105,9	888,3
	A	780,0	1221,0	557,6	948,3	804,4	1520,6	1111,7	876,6
	M	—	—	—	—	—	—	—	— (1)
	G	716,4	1114,2	545,9	859,7	796,7	1431,2	1075,3	831,4
	L	483,0	888,4	393,6	652,0	552,7	972,6	791,3	601,6
	A	486,5	1012,3	374,9	600,0	608,5	889,8	769,6	589,3
	S	485,7	1049,7	407,6	576,3	605,3	857,2	796,2	591,4
	O	577,7	1233,1	479,1	717,4	700,0	987,4	994,0	713,5
	N	524,2	1151,1	554,0	640,2	668,0	989,6	896,4	655,3
	D	467,7	1014,2	433,6	567,0	594,0	896,8	784,2	587,8

(1) Borsa chiusa.

Tabella F. Corso medio secco di alcune obbligazioni (1). Fonte: *Relazione del governatore della Banca d'Italia per l'anno 1943*, cit., p. 120; *per l'anno 1945*, cit., pp. 206-207.

		Cons. IRI 4,5% (2)		*Cons. città di Roma (2)*		*IMI VII emiss.*	
1938		459,21		465,61		—	
1939		452,56		460,97		—	
1940		461,69		461,69		961,86	
1941		476,80		472,04		961,78	
1942		486,88		483,27		968,13	
1943	G	492,93		492,03		980,22	
	F	494,55		487,10		981,09	
	M	495,03		489,82		981,86	
	A	464,21		492,14		982,17	
	M	494,06		490,86		982,38	
	G	491,93		386,94		982,25	
	L	476,95		467,12		956,98	
	A	421,30		408,20		926,20	
	S	442,05		430,63		932,79	
	O	416,00		440,00		880,00	
	N	442,00		386,00		890,00	
	D	444,00		430,00		948,00	
1944	G	472,00	463,00	444,00	456,00	958,00	952,00
	F	490,00	486,00	472,00	483,00	984,00	983,00
	M	496,00	494,00	484,00	483,00	996,00	992,00
	A	500,00	500,00	500,00	502,00	1006,00	1006,00
	M	500,00	498,00	500,00	498,00	1002,00	998,00
	G	528,00	—	528,00	—	1038,00	—
	L	512,00	— (3)	520,00	— (3)	1022,00	— (3)
	A	500,00	475,00	514,00	460,00	1028,00	925,00
	S	516,00	472,00	510,00	461,00	1028,00	942,00
	O	532,00	471,00	520,00	469,00	1034,00	978,00
	N	528,00	476,00	530,00	479,00	1052,00	977,00
	D	538,00	486,00	550,00	487,00	1100,00	978,00
1945	G	534,00	480,00	540,00	470,00	1062,00	972,00
	F	534,00	488,00	530,00	472,00	1054,00	972,00
	M	536,00	480,00	534,00	472,00	1056,00	968,00
	A	538,00	480,00	532,00	462,00	1090,00	950,00
	M	—	484,00	—	462,00	—	948,00
	G	— (3)	494,00	— (3)	415,00	— (3)	990,00
	L	486,43	492,72	484,00	479,72	988,00	993,00
	A	495,55	492,38	472,18	475,00	997,00	991,13
	S	495,89	493,44	471,58	472,84	997,60	992,63
	O	495,21	493,77	467,67	468,62	996,42	993,50
	N	493,22	493,17	468,17	466,70	997,18	996,82
	D	491,64	492,62	472,74	470,90	998,67	996,43

(1) Per i mesi di ottobre, novembre e dicembre 1943 sono stati presi i prezzi di compenso della Borsa di Milano.

(2) Serie speciali emesse dal Consorzio di Credito per le OO. PP.

(3) La Borsa di Roma rimase chiusa dal 6 giugno al 31 luglio del 1944; quella di Milano dal 26 aprile al 17 giugno del 1945.

Tabella G. Indici del valore di una lira di rendita (*) (dicembre 1938 = 100).
Fonti: *Relazione del governatore della Banca d'Italia per l'anno 1943*, cit., p. 121; *per l'anno 1945*, cit., p. 210.

		Consolidati (1)	*Redimibili* (2)	*B. T.* (3)	*Totale titoli di Stato*
1938		100,0	100,6	110,1	102,1
1939		98,2	98,2	92,5	97,9
1940		98,5	100,7	97,0	98,9
1941		100,1	104,4	102,1	100,9
1942		102,4	112,3	99,4	100,7
1943	G	100,4	112,5	98,4	99,1
	F	97,1	108,9	90,3	93,0
	M	98,4	110,4	91,2	93,3
	A	96,3	108,0	86,8	89,6
	M	97,5	109,8	86,1	89,5
	G	98,2	110,7	86,7	90,1
	L	91,6	102,5	67,2	73,7
	A	78,6	84,1	48,2	55,4
	S	74,6	78,7	42,2	49,4
	O	66,8	67,8	34,2	42,3
	N	74,5	79,9	48,8	54,6
	D	88,3	92,5	57,5	65,1

		Milano	Roma	M	R	M	R	M	R
1944	G	84,90	37,52	91,68	94,74	53,45	59,68	60,51	66,26
	F	100,00	93,10	112,97	105,26	84,80	70,63	89,03	76,51
	M	97,32	97,12	110,65	110,66	78,88	77,93	83,56	83,18
	A	105,67	103,05	122,45	118,68	96,71	91,33	99,45	94,61
	M	104,45	104,65	120,27	123,01	91,48	92,08	95,10	95,94
	G	109,76	—	132,35	—	104,89	—	106,67	—
	L	111,80	—	131,07	—	106,49	—	108,15	—
	A	112,50	103,25	129,50	115,63	108,35	80,52	109,46	86,49
	S	110,88	103,65	125,29	116,13	108,77	82,18	109,24	88,03
	O	111,57	104,85	131,39	118,42	117,72	90,29	115,74	94,44
	N	114,65	105,67	137,75	119,21	146,84	93,16	134,65	96,80
	D	127,66	107,14	165,14	118,94	266,98	94,10	198,54	97,66
1945	G	118,94	107,57	150,84	120,27	163,16	92,08	146,63	96,28
	F	115,38	108,22	140,62	122,73	159,89	94,10	142,41	98,19
	M	115,14	108,22	141,73	121,90	151,63	91,03	137,72	95,77
	A	111,34	106,09	137,40	118,94	145,69	88,29	132,68	93,31
	M	—	106,51	—	118,42	—	88,57	—	93,47
	G	—	109,09	—	124,42	—	95,22	—	99,09
	L	107,78		123,85		99,64		102,06	
	A	105,67		121,08		96,04		98,91	
	S	106,72		121,62		97,89		100,37	
	O	107,14		121,35		100,90		101,12	
	N	107,78		121,90		102,01		102,06	
	D	108,65		123,01		106,69		105,84	

(*) Per le quotazioni ufficiali si ha la media del periodo. Per le quotazioni alla Borsa di Milano i prezzi di compenso. Per le quotazioni alla Borsa di Roma la media del periodo.

(1) Rendita 5%; rendita 3,5% 1906; rendita 3,5% 1902; rendita 3% lordo.

(2) Redimibile 3,5% 1934; redimibile 5% 1936; obbligazioni Venezia 3,5%; Ferrovie italiane 3%.

(3) Tutti i Buoni del Tesoro del periodo.

Tabella H. Biglietti in circolazione (a fine anno, in milioni di lire correnti). Fonte: *Relazione del governatore della Banca d'Italia per l'anno 1945*, cit., p. 194, Tav. IV.

	Banca d'Italia		*Biglietti di Stato*		*Am-lire*		*Totale*	
1938	18.955	100	1.856	100	—	—	20.811	100
1939	24.432	129	2.448	132	—	—	26.880	129
1940	31.306	165	2.898	156	—	—	34.204	164
1941	49.609	262	4.150	224	—	—	53.759	258
1942	73.320	387	5.457	295	—	—	78.777	379
1943	156.632	826	6.337	341	17.855	100	180.824	869
1944	248.644	1312	6.500	350	63.841	358	318.985	1533
1945	296.021	1562	7.348	396	86.028	482	389.397	1871

Tabella I. Incrementi dei biglietti in circolazione (di un anno sul precedente; in milioni di lire correnti).

1939	+ 5.477 (90,2%)	+ 592 (9,8%)		+ 6.069 (100%)
1940	+ 6.874 (93,8%)	+ 450 (6,2%)		+ 7.324 (100%)
1941	+ 18.303 (93,8%)	+ 1.252 (6,5%)		+ 19.555 (100%)
1942	+ 23.711 (94,7%)	+ 1.307 (5,3%)		+ 25.018 (100%)
1943	+ 83.312 (81,6%)	+ 880 (0,9%)	+ 17.855 (17,5%)	+ 102.047 (100%)
1944	+ 92.012 (66,6%)	+ 163 (0,1%)	+ 45.986 (33,3%)	+ 138.161 (100%)
1945	+ 47.377 (67,3%)	+ 848 (1,2%)	+ 22.187 (31,5%)	+ 70.412 (100%)
	+ 277.066 (75,2%)	+ 5.492 (1,5%)	+ 86.028 (23,3%)	+ 368.586 (100%)

Tabella L. Biglietti in circolazione a fine mese (in milioni di lire correnti) e loro variazioni percentuali mensili. Fonte (per i valori assoluti): *Relazione del governatore della Banca d'Italia per l'anno 1945*, cit., p. 249.

	Ammontare			*Variazioni*		
	1943	1944	1945	1943	1944	1945
G	76.563	160.335	257.770	—	+ 2,36%	+ 3,67%
F	79.595	166.696	267.309	+ 3,96%	+ 3,97%	+ 3,70%
M	82.088	171.382	277.302	+ 3,13%	+ 2,81%	+ 3,74%
A	84.561	176.042	283.931	+ 3,01%	+ 2,72%	+ 2,39%
M	87.600	183.416	288.769	+ 3,59%	+ 4,19%	+ 1,70%
G	91.402	192.454	288.588	+ 4,34%	+ 4,93%	— 0,06%
L	105.698	201.058	286.090	+ 15,54%	+ 4,47%	— 0,87%
A	113.615	208.757	280.372	+ 7,58%	+ 3,83%	— 2,00%
S	128.443	219.140	283.182	+ 13,05%	+ 4,97%	+ 1,00%
O	138.326	228.585	286.587	+ 7,69%	+ 4,31%	+ 1,20%
N	145.291	237.671	289.409	+ 5,04%	+ 3,97%	+ 0,98%
D	156.632	248.644	296.021	+ 7,81%	+ 4,62%	+ 2,28%