

Bilancia dei pagamenti, movimenti dei capitali e equilibrio interno nei primi cinquant'anni del regno d'Italia *

GIUSEPPE TATTARA

L'Italia nel periodo che va dall'unità del regno alla prima guerra mondiale trasse vantaggio dall'impiego di ingenti risorse finanziarie disponibili in Inghilterra e in altri paesi europei più sviluppati per edificare le infrastrutture e impiantare le industrie su cui basare il proprio sviluppo. La partecipazione italiana alla crescita del mercato mondiale dei capitali presentò molti tratti comuni ad altri paesi che stavano procedendo in quegli anni sulla strada dell'industrializzazione e alcune caratteristiche specifiche che si possono ricondurre al regime del cambio della lira. Infatti la maggior parte dei paesi europei operò in questi anni in *gold standard*, cioè a cambio fisso sull'oro, mentre l'Italia mantenne la parità legale con l'oro solo durante un breve lasso di tempo. Per buona parte del periodo la lira fluttuò nei riguardi delle monete convertibili in metallo.

La prima sezione del lavoro descrive brevemente l'operare del meccanismo di aggiustamento dei conti con l'estero di un paese in regime di cambi fissi secondo la teoria del portafoglio, la seconda traccia un breve quadro della storia del nostro paese, con riguardo ai

□ Università degli Studi di Venezia, Dipartimento di Scienze Economiche, Venezia.

* Una precedente versione di questo lavoro è stata discussa a una riunione del gruppo CNR "Teoria economica e realismo delle ipotesi" a Venezia e desidero ringraziare tutti i partecipanti.

Ringrazio Stefano Fenoaltea, Marina Storaci e un anonimo *referee* per i suggerimenti che mi hanno fatto pervenire.

Ringrazio il Ministero per l'Università e la Ricerca Scientifica e il CNR (contributi nn. 9104059 e 9201979) per aver finanziato questa ricerca.

problemi della circolazione e del cambio. La terza analizza il nesso tra cambio e movimenti dei capitali. La quarta tratta dei riflessi degli squilibri della bilancia dei pagamenti sui prezzi. Alla fine, nell'ultima sezione, si cerca di trarre alcune conclusioni sull'importanza e la specificità del caso italiano.

1. Il meccanismo di aggiustamento secondo la teoria del portafoglio

Per partire è opportuno prendere a riferimento il più noto e il più semplice dei modelli teorici, quello del *price-specie* e illustrare a partire da questa base le caratteristiche della teoria del portafoglio su cui è centrato il nostro lavoro.¹ Una breve descrizione del modello classico consente di illustrare le diverse ipotesi sulle quali è costruito il meccanismo di aggiustamento che viene messo in atto ogniqualvolta un paese registra una massiccia entrata o uscita di capitali in regime di cambio fisso.

Ipotizziamo un'economia dove vi siano solo una merce e l'oro, che è l'unica attività del sistema. Assumiamo di essere in presenza di un eccesso di domanda nel mercato delle merci, originato da una ragione qualsiasi, come può essere una carestia. Per la legge di Walras all'eccesso di domanda nel mercato dei beni deve corrispondere un eccesso di offerta di metallo

$$Y - E = O^d - O^o < 0 \quad (1)$$

dove Y è il prodotto, E la spesa, O^d e O^o rispettivamente la domanda e l'offerta di oro.

Scriviamo ora l'identità

$$B = X - M = Y - E \quad (2)$$

dove B è il saldo della bilancia delle merci, X le esportazioni, M le importazioni.

Sostituendo si ha

$$B = O^d - O^o = X_m \quad (3)$$

¹ Le differenze tra il modello classico e quello di portafoglio, nella nostra interpretazione, non riguardano gli elementi essenziali, ma i meccanismi che di volta in volta vengono ipotizzati per spiegare l'aggiustamento a una situazione di squilibrio.

dove X_m è l'eccesso di domanda/offerta di metallo. Quindi un deficit della bilancia delle merci comporta un eccesso di offerta di oro, infatti se $B < 0$, $X_m < 0$ e $O^d < O^o$. Nello stesso modo si può ragionare partendo da un aumento esogeno dello stock di oro, viceversa nel caso di una riduzione dello stock di oro o di un surplus della bilancia delle merci.

Un eccesso di offerta di oro segnala l'esistenza di uno squilibrio nel mercato del metallo che si associa a un aumento della domanda nel mercato delle merci; crescono i prezzi di queste in relazione all'oro e l'oro viene esportato attraverso un deficit della bilancia commerciale.

In presenza di libertà nei movimenti dei capitali, tuttavia, saranno questi e non le merci a giocare il ruolo principale nel processo di aggiustamento. Possiamo allora estendere il modello a considerare una terza merce, un titolo finanziario, in modo da ampliare la varietà dei meccanismi di aggiustamento e estenderla ai capitali. Ora i residenti hanno uno stock di merci, uno di oro e uno di titoli finanziari. Partiamo dall'assumere un aumento dell'offerta di capitale e valutiamo i suoi effetti sul mercato interno; aumenta il prezzo dell'oro e delle merci e si riduce quello dei titoli, l'interesse.² I residenti sono spinti a importare merci e oro mentre coloro che risiedono all'estero hanno convenienza a importare titoli finanziari dal paese dove il capitale è più abbondante e meno caro. Per il primo paese le importazioni di merci e oro sono eguali in valore alle esportazioni di capitale ed è ora il saldo della bilancia dei pagamenti, nella parte relativa al conto corrente e ai capitali, che eguaglia i movimenti di oro. I capitali in uscita non sono altro che acquisti da parte dell'estero di titoli del primo paese che vengono attirati dagli alti tassi d'interesse, ma alla fine il movimento stesso dei capitali contribuisce al livellamento dei rendimenti.

Per riassumere, l'equilibrio della bilancia dei pagamenti può essere visto egualmente bene come il risultato di un processo di aggiustamento che si verifica nel mercato delle merci, dell'oro o della moneta e delle attività finanziarie dato che in un semplice modello a due merci non esiste che un prezzo relativo, così che quando questo aumenta in un mercato cade nell'altro e l'aggiustamento segue. Il

² Dire che l'interesse è basso, a seguito di un aumento dell'offerta, è come dire che il prezzo dei titoli è alto, dato che interesse e prezzo dei titoli sono in rapporto di reciprocità.

capitale viene visto come una merce specifica il cui rendimento varia inversamente al variare del suo prezzo, l'interesse.³

I capitali a lungo termine non costituiscono parte integrante del processo di aggiustamento secondo la teoria classica: spesso compaiono tra gli elementi esogeni di questo modello;⁴ i capitali a breve invece facilitano l'aggiustamento e si muovono in risposta ai differenziali internazionali tra gli interessi. Ad esempio una fuoriuscita di oro conduce a una restrizione creditizia e a un aumento dei tassi d'interesse interni; ne segue un'entrata di capitali a breve che riduce l'entità del deficit commerciale richiesto per ritornare all'equilibrio.⁵

La teoria classica presenta un'apparente coerenza con la teoria microeconomica dell'ottimizzazione delle decisioni finanziarie, in quanto assume che il singolo, con date informazioni e una data percezione del rischio, investa là dove l'interesse è superiore e che a livello aggregato i capitali si spostino in relazione alle differenze tra gli interessi. Ma si tratta di coerenza di facciata; è vero infatti che quanto vale per il singolo non vale per il sistema nel suo complesso. Quando i possessori di ricchezza cambiano la composizione del loro portafoglio passando da investimenti in titoli a basso interesse a investimenti in titoli ad alto interesse, si ha un eccesso di offerta di titoli che rendono meno e un eccesso di domanda di titoli che rendono di più, e i tassi d'interesse muteranno fino a che i possessori di ricchezza saranno disposti a detenere tutti i titoli esistenti. Questo cambiamento avverrà in modo molto rapido, e i tassi d'interesse rilevati nel mercato esprimeranno un equilibrio tra diversi investimenti finanziari con vario grado di rischio. I tassi vengono deter-

³ Questa impostazione del processo di equilibrio della bilancia dei pagamenti è usualmente derivata dal modello monetarista, procedura che non è tuttavia necessaria. Ciò che necessita è un modello di aggiustamento degli stock.

Il modello monetarista richiede invece l'osservanza di ipotesi strette sulla domanda e sull'offerta di moneta. Vedi Whitman 1975, ripreso in Eichengreen 1985.

⁴ Dick e Floyd 1992, p. 11.

⁵ Su questa base Viner studiò attentamente l'esperienza del Canada dall'inizio del secolo allo scoppio della guerra, quando questo paese sperimentò un massiccio ingresso di capitali a lungo termine. Consideriamo, a titolo di esemplificazione, il caso generale di un'avvenuta vendita di obbligazioni canadesi a Londra: ne seguì un'entrata di capitali che diede luogo a un aumento dell'offerta di moneta mentre parte della valuta venne depositata nelle riserve "libere" che le banche canadesi usavano detenere a Londra e New York e che convertivano in oro quando lo ritenevano opportuno per la condotta dei loro affari. Le riserve erano "un titolo" sull'oro e il tutto avvenne senza percepibili movimenti di oro ma all'interno di un quadro che mantenne immutate tutte le caratteristiche del meccanismo classico "specie flow". L'aumento dell'offerta di moneta diede luogo a un aumento dei prezzi, delle importazioni e della domanda di valuta. Si vedano Dick e Floyd 1992, cap. 2.

minati simultaneamente all'allocazione dei capitali tra paesi e tassi d'interesse elevati esprimono la percezione di un elevato livello di rischio da parte degli investitori internazionali. Non rappresentano un incentivo a investire; al contrario, spesso si accompagnano a un deflusso dei capitali.

È utile anteporre alla descrizione della teoria alcuni cenni sulla relazione che riguarda il modello di portafoglio. Dato che il modello postula che il capitale sia perfettamente mobile tra due paesi, la relazione tra i due tassi d'interesse, nazionale e estero, è

$$i = i^* + E(S) + rp$$

dove $E(S)$ è il tasso di variazione atteso del cambio e rp il premio per il rischio necessario per indurre a detenere il titolo estero. In *gold standard*, cioè con cambi fissi, si può assumere $E(S) = 0$ e quindi la differenza tra i tassi d'interesse è essenzialmente una misura del "rischio paese" che comprende il rischio che il debito non venga pagato, che cambi la normativa giuridica o quella fiscale e così via. L'offerta di moneta, come in tutti i modelli a cambi fissi e libertà dei capitali, è endogena al modello.

L'effetto di una nuova emissione da parte di un paese della periferia sul mercato mondiale dei capitali determina alcune variazioni nell'allocazione desiderata del portafoglio, dato che a seguito della nuova emissione l'allocazione iniziale non è più in equilibrio. Il tasso dell'interesse che si forma sul mercato internazionale varierà e la differenza tra il tasso relativo ai titoli considerati di tutto riposo (che nei nostri anni sono i titoli del tesoro inglese) e quelli di nuova emissione sarà relativamente alta se il rischio relativo ai nuovi titoli è percepito dagli investitori istituzionali come elevato, bassa in caso contrario. L'entrata di capitali nel paese che emette il prestito darà luogo a un aumento dell'offerta di moneta e a una riduzione del tasso d'interesse; probabilmente a seguito dell'abbassamento dell'interesse aumenterà la domanda di moneta, vi sarà un aumento della domanda per i titoli esteri e una riduzione della domanda per i titoli nazionali. La fase più importante (o quantomeno quella iniziale) dell'aggiustamento avverrà nei quattro mercati degli stock: la moneta nazionale e estera e i titoli nazionali e esteri.

L'aggiustamento della bilancia dei pagamenti avverrà in primo luogo attraverso transazioni tra capitali monetari e non monetari, senza movimenti nella bilancia commerciale, che potranno eventualmente seguire in un secondo tempo. Il nuovo ridotto livello del tasso

d'interesse potrà tuttavia condurre a effetti positivi sull'investimento e sul reddito all'interno del paese; verrà stimolato l'investimento interno e, se non si è in piena occupazione, aumenteranno il reddito e successivamente la domanda, attraverso un aumento dei prezzi delle merci non commerciate; infatti se il paese è piccolo il prezzo dei beni commerciati sarà fissato sul mercato mondiale. L'effetto nel mercato delle merci contribuirà all'aggiustamento attraverso un deficit del conto corrente della bilancia dei pagamenti e tuttavia sarà molto lento proprio per la diversa rapidità di risposta che distingue il mercato dei capitali da quello delle merci; sul livello dei prezzi si rifletteranno nello stesso tempo altre influenze come variazioni nella tecnologia, nella velocità di crescita della produzione nei due settori dei beni commerciati e non commerciati, nella struttura concorrenziale dei mercati e altri ancora e l'effetto finale non sarà sempre chiaro.

Sul processo di aggiustamento e sul suo realismo proprio nell'ambito di un modello di portafoglio sono intervenuti McCloskey e Zecher (1976 e 1984) riproponendo l'idea, tipicamente monetarista, che la legge del livellamento dei rendimenti tra mercati finanziari valga istantaneamente; essi difendono con forza anche la legge della parità dei poteri di acquisto, sembra tuttavia avendo in mente un legame tra diversi paesi alquanto meno rigido di quello postulato per i capitali.⁶

La letteratura sulla parità dei poteri d'acquisto è, d'altro canto, scarsamente concludente. Wagner, assieme ad altri esponenti della scuola tedesca dell'800, riteneva che i prezzi delle merci fossero molto lenti nel bilanciare gli squilibri nei conti con l'estero e che differenze nei prezzi continuassero a permanere anche nel lungo periodo a causa delle imperfezioni nei mercati, senza per ciò determinare un'uscita o un'entrata di merci; egli ipotizzava invece che fosse importante l'aggiustamento attraverso le variazioni nei tassi d'interesse e i conseguenti movimenti dei capitali.⁷ Whale riteneva invece che si potessero riscontrare differenze sistematiche tra i tassi d'interesse praticati nei diversi paesi e che fossero i movimenti dei capitali che seguivano a incaricarsi di bilanciare i conti con l'estero; egli pensava che i prezzi delle merci fossero livellati tra i diversi paesi e quindi non sarebbero state le importazioni e le esportazioni a riportare l'equilibrio nella bilancia dei pagamenti, una volta che un paese se ne fosse allon-

⁶ Dick e Floyd 1992, p. 3.

⁷ Citato in Bernholz 1982.

tanato.⁸ L'evidenza empirica in questo campo è comunque sempre molto discutibile e controversa. Secondo Bloomfield (1959, pp. 35-37) e Triffin (1964, p. 4) gli anni del *gold standard* si caratterizzano per un "parallelismo di fondo" nei movimenti dei prezzi e nei movimenti dei tassi d'interesse tra paesi facenti parte della stessa sfera d'influenza, tale da rendere difficile qualsiasi spiegazione che fondi un meccanismo di aggiustamento nei conti con l'estero proprio sulle divergenze tra i prezzi e tra gli interessi nei diversi paesi.

Un altro ordine di problemi riguarda il meccanismo di causa-effetto sottostante la teoria, rispetto al quale la lettura di alcune identità non può dire molto. Ad esempio, dato che un deficit nel saldo delle merci equivale a un eccesso della spesa sulla produzione, non segue che il deficit sia causato dalla decisione di spendere in eccesso al reddito, per esempio per via di un'espansione dell'oro o della moneta in circolazione. Può essere che vi sia stato un crollo dei raccolti o un deterioramento della competitività o che altri elementi ancora abbiano causato una riduzione del prodotto. Inoltre, ogniqualvolta si registra un ingresso di capitali in un paese si ha per definizione una carenza di risparmio rispetto agli investimenti, ma non è detto che l'ingresso dei capitali sia causato da una decisione d'investire che non trova un'adeguata offerta di risparmio. Lo squilibrio può essere dovuto a una caduta dei risparmi interni o a un aumento di quelli esteri, oppure semplicemente essere la conseguenza della chiusura di prospettive d'investimento in altri paesi.

Il modello di portafoglio è quindi costruito su una lettura delle identità che derivano dai conti con l'estero di un paese, e punta su una specifica interconnessione fra i mercati fondata sull'aggiustamento rapido dei capitali; proprio su quest'ultimo punto si possono impostare eventuali tentativi di verifica.

⁸ Whale 1937. Ford (1960) e Scammell (1965) hanno poi richiamato l'attenzione nel fatto che meccanismi equilibratori possono anche essere il reddito, la spesa, la distribuzione e altri ancora.

2. Lo sviluppo economico italiano e la sua connessione con il mercato mondiale dei capitali nella seconda metà degli anni Sessanta

Alla costituzione del Regno operavano nel nostro paese le banche di emissione dei preesistenti stati: la Banca Nazionale, la Banca Romana, la Banca Nazionale Toscana e i Banchi Meridionali.⁹ Il sistema monetario adottato era entrato in vigore con la riforma del 1862 e veniva detto "sistema bimetallico piemontese", anche se in realtà era il sistema francese; l'unità di conto era la lira, fatta di 5 grammi di argento, e era stabilita una relazione fissa tra il contenuto di argento e di oro delle diverse monete che circolavano sul mercato in base al rapporto 15,5:1, proprio del sistema bimetallico francese.¹⁰ Questa scelta era motivata dall'importanza del mercato francese, come fornitore di merci, come sbocco delle nostre esportazioni e come mercato dei capitali. In Italia potevano circolare liberamente sia l'oro che l'argento e monete diverse dalla lira e di fatto circolavano le monete dei vecchi stati e varie monete estere.

Il mercato finanziario italiano registrò, fin dai primi anni del regno, la presenza diretta dello stato che vi svolse sempre un ruolo di intermediazione.¹¹ L'Italia difettò, dall'inizio, di istituzioni in grado di intermediare tra le risorse nazionali e gli industriali; questo ruolo venne svolto dallo stato, che o si indebitava sul mercato nazionale e internazionale e poi costruiva direttamente le opere di infrastruttura e le industrie, oppure prestava le risorse alle banche, le quali a loro

⁹ Martello e Montanari 1874, cap. 1.

¹⁰ Questo non era in realtà un rapporto di mercato nemmeno all'introduzione del sistema; le monete d'argento tendevano di conseguenza a scomparire dalla circolazione, come successe con la fuga delle monete divisionali, tanto che l'Italia in questi anni fu di fatto in *gold standard*.

Per evitare la fuga dell'argento, il cui valore in termini di oro sul mercato internazionale era superiore a quello postulato dallo schema bimetallico italiano, lo stato smise di coniare monete d'argento, gli scudi, e ridusse il titolo delle monete divisionali a 835/1000, riportando di fatto il rapporto di conversione a un valore prossimo a quello del mercato. Con la costituzione della Lega Latina questo titolo venne reso uniforme tra i paesi aderenti; le divisionali italiane tuttavia continuarono a uscire dall'Italia per sopprimere alla cronica mancanza di monete negli altri stati. Si vedano Roccas 1990, p. 8 e Stringher 1882, pp. 88 segg.

¹¹ de Cecco 1989.

volta le prestavano alle imprese.¹² La stragrande parte del debito italiano era formata dal debito pubblico e larga parte di questo veniva emessa nei mercati esteri, specialmente a Parigi, ed era rappresentata dalla Rendita Italiana; in essa spesso si investivano capitali di origine italiana detenuti oltr'alpe.

Durante questi anni non vi erano impedimenti allo spostamento dei capitali tra i paesi; il mercato di Parigi era uno dei principali mercati dei capitali e finanziava abitualmente prestiti emessi dai governi di paesi europei.¹³ Non era difficile operare sul mercato di Parigi; spesso investimenti nella Rendita in quella piazza erano fatti da operatori nazionali per i quali la Rendita all'estero presentava diversi elementi interessanti, tali da farla apparire un ottimo sostituto dell'investimento interno in tempi d'incertezza del cambio.

Negli anni Sessanta la Rendita veniva emessa in media a 65 lire, quindi molto sotto la pari; di conseguenza il rendimento per i sottoscrittori risultava elevato sul mercato internazionale dove si collocava tra i titoli relativamente rischiosi emessi dai paesi emergenti.¹⁴ secondo Luzzatto (1968, p. 44) la percentuale della Rendita collocata in Francia nei primi anni Sessanta era compresa tra il 33 e il 37% del totale emesso.

Si stima che l'ingresso dei capitali dovuto al debito pubblico detenuto all'estero nei primi sei anni del regno fosse di circa 1.200 milioni, cui si debbono aggiungere circa 400 milioni di entrate per afflusso di capitale privato.

L'indebitamento dell'Italia raggiunse livelli molto alti, risentendo del peso dovuto ai nuovi compiti che si era assunto lo stato e alla necessità di costituire un livello minimo d'infrastrutture per lo sviluppo del paese a fronte delle condizioni ancora molto arretrate in cui versava l'amministrazione finanziaria. Nei primi anni Sessanta solo il 50% delle spese dello stato era coperto dalle entrate fiscali e il deficit del bilancio si accrebbe fino a toccare il 6% del reddito nazionale;¹⁵ il Regno d'Italia presentava dunque alcuni dei caratteri

¹² de Cecco 1989 e anche 1986. Nello stesso senso si era espresso Di Nardi, esplicitando tuttavia un rapporto di causalità un po' diverso. Per Di Nardi (1953, p. 284), era lo stato che fin dall'inizio aveva fatto concorrenza alle banche, aveva mantenuto l'interesse a un alto livello e aveva frenato lo sviluppo del sistema finanziario.

¹³ Fishlow 1985.

¹⁴ La Rendita era un titolo con un alto rendimento e un corso molto oscillante e rappresentava un investimento altamente speculativo; vedi de Cecco 1989.

¹⁵ Istituto centrale di statistica 1957.

tipici di un paese all'inizio del processo d'industrializzazione, che doveva far fronte a profonde riforme di struttura. In questa situazione il deficit del bilancio dello stato non poteva che venire finanziato attraverso il debito pubblico.

I conti con l'estero dell'Italia non erano in buone condizioni, sia a causa del deficit commerciale che rappresentava circa il 4,5% del prodotto nazionale del paese, sia per il pagamento degli interessi all'estero legati al debito.

La precarietà connessa al dover dipendere da fonti esterne di finanziamento emerse con tutta evidenza nel 1866. La situazione del bilancio dello stato precipitò in quell'anno, a causa delle spese che seguirono l'entrata in guerra contro l'Austria-Ungheria, e il corso della Rendita cadde rendendo una nuova emissione oltremodo costosa, tanto che non era possibile ipotizzarla (Figura 4).¹⁶ Si registrarono uscite di oro che peggiorarono la situazione delle riserve per due ordini di motivi: l'aumentato rischio che gli investitori internazionali attribuivano al paese e che li induceva a ritirare i propri capitali e, almeno all'inizio, la possibilità di ottenere profitti comperando il titolo all'estero per poi cercarlo di rivenderlo in Italia, dato che il mercato di Parigi aveva anticipato il ribasso dei corsi rispetto a Roma.¹⁷

Nella primavera del 1866 venne approvata una legge che diede pieni poteri al governo in campo finanziario: subito il governo emise un decreto che sanciva la concessione di un prestito al Tesoro da parte della Banca Nazionale, a bassissimo interesse, e in contropartita decretò il "corso forzoso" per i biglietti della stessa Banca e introdusse la circolazione fiduciaria per i biglietti emessi dalle altre banche.¹⁸ Il privilegio del corso forzoso attribuì una posizione egemonica alla Banca Nazionale che essa mantenne e rafforzò nel tempo.

La dichiarazione d'inconvertibilità fu, come è facile immaginare, seguita dal deprezzamento della lira e dalla fuga di oro verso altri

¹⁶ L'interesse annuale sulla Rendita raggiunse quasi il 10%; si veda Fenoaltea 1988, Tavola 4.1.

¹⁷ Di Nardi 1953, pp. 62 e 82 e anche "Esposizione storica sulle vicende e gli effetti del corso forzoso in Italia di A. Romanelli per conto del Ministro delle Finanze e del Ministro dell'Agricoltura, Industria e Commercio, 15.3.1875", doc. 123 in de Cecco 1992b.

¹⁸ Questa interpretazione non è condivisa da Di Nardi (1953, p. 123). Egli ritiene che il vero motivo sia stata la necessità di consentire alla Banca Nazionale di rifinanziare alcune banche che erano state colpite da una crisi di fiducia dei risparmiatori, senza per questo incidere sul finanziamento all'economia. In senso contrario a esso si esprime Luzzatto 1968, cap. 3.

paesi con il conseguente crollo delle riserve metalliche a valori minimi (Figura 1). Con l'introduzione del corso forzoso tuttavia non si rinunciò a esercitare un controllo sulla circolazione; la legge imponeva una riserva proporzionale per le banche di emissione pari a 1/3 sull'ammontare della circolazione,¹⁹ escludendo dal computo delle attività quelle nei riguardi del Tesoro.

La decisione di abolire la convertibilità fu considerata già dall'inizio come transitoria²⁰ e, sotto la spinta dei crescenti bisogni del Tesoro, la Banca Nazionale fu autorizzata a stampare carta moneta. Dal 1869 il Ministro Sella firmò ben quattro convenzioni sulla base delle quali la Banca finanziava il Tesoro e riceveva il permesso di ampliare la circolazione.²¹ La circolazione per conto dello stato continuò a crescere fino al 1874, nonostante le riserve si fossero drasticamente ridotte. La figura 1 rappresenta bene il divario crescente tra riserve e circolazione in questi anni.

Solo verso la metà degli anni Settanta il bilancio dello stato venne posto sotto controllo e restò in pareggio per circa una decina d'anni, fino a quando l'Italia non intraprese la campagna d'Africa. Durante questo periodo, come è ovvio, la circolazione "per i bisogni dello stato" si ridusse, ma la circolazione complessiva continuò ad aumentare con un ritmo costante (Figura 1).²² L'inflazione crebbe molto rapidamente, il cambio fu lasciato deprezzare mantenendo tuttavia la competitività del paese in termini reali. La moneta metallica venne tesoreggiata o esportata.²³

¹⁹ Il regime delle riserve era quello dello stato piemontese; vedi Martello e Montanari 1874, pp. 10-11.

²⁰ Venne nominata una commissione per studiare il problema del ritorno a un regime metallico e due anni dopo venne promulgata una legge che limitava l'ammontare dell'emissione da parte della Banca Nazionale mediante l'imposizione di un ammontare prefissato. Ben presto tuttavia il divieto venne aggirato.

²¹ Di Nardi 1953, pp. 138-145. L'aumento della circolazione in questione deve essere attribuito al fabbisogno dello stato e avveniva appunto al di fuori della cifra calcolata per le riserve.

Di Nardi (*ibid.*, pp. 150-160) nota anche che in alcune occasioni la Banca Nazionale fu autorizzata a calcolare i vaglia postali del Tesoro come parte delle riserve. L'obbligo di riserva era dunque interpretato dal Tesoro in modo alquanto flessibile, sottraendovi di fatto la circolazione emessa per suo conto.

²² Di Nardi 1953, p. 149.

²³ Lo stato tentò l'espedito della doppia circolazione, quella "per conto dello stato" e quella "normale o per conto del commercio", cercando di limitare la circolazione dovuta al Tesoro e garantire allo stesso tempo il pubblico. Si sviluppò un sistema misto alquanto complesso, che unificò la posizione degli istituti di emissione, che emettevano ora tutti carta fiduciaria, dato che solo il Tesoro emetteva biglietti a corso forzoso, ma che non durò a lungo. Su questo punto rimandiamo a Di Nardi 1953, pp. 187 segg.

Durante questo periodo la Banca Nazionale non operò mai attraverso variazioni del tasso d'interesse nel tentativo di controllare i flussi dei capitali. La ragione è semplice; se le banche non avevano l'obbligo della convertibilità e la politica del credito rimaneva espansiva non vi era alcun motivo per usare il tasso di sconto, il cui scopo principale era quello di proteggere le riserve metalliche.²⁴ In questa situazione si formava anzi un fronte comune tra banca e governo che spingeva al ribasso e non al rialzo il tasso di sconto.²⁵

La caduta dei prezzi alla fine degli anni Settanta, la riduzione del deficit commerciale, il pareggio del bilancio, la ripresa delle quotazioni della Rendita a Parigi spianarono la strada al ritorno alla convertibilità della lira. Nel 1880 venne introdotta una legge che consentiva al governo di indebitarsi all'estero e ottenere l'oro con cui ripagare il proprio debito nei confronti delle banche di emissione. Il prestito venne emesso a Londra nel 1881 e sottoscritto non senza qualche problema; alla fine gli investitori vennero trovati sempre sulla piazza di Parigi.²⁶ La convertibilità della lira venne ripresa nell'aprile del 1883.²⁷

In questo secondo periodo di regime bimetallico la lira risultò convertibile in argento e non in oro.²⁸ La legge attribuiva infatti alle banche la possibilità di convertire le lire sia in oro che in argento, con un rapporto tra i due metalli che era sempre fermo a 15,5 a 1, ma nel frattempo l'argento si era deprezzato²⁹ e il rapporto di mercato era passato a 18,5 a 1, così che la convertibilità fu solo in argento. Diventava conveniente esportare oro ai paesi in *gold standard*, comprare argento sul mercato internazionale e poi cambiarlo in lire carta.

²⁴ Il Ministero del Tesoro doveva pagare l'interesse sullo stock cumulato del debito, che era elevato nonostante il bilancio fosse ormai in pareggio. Sulla divergenza tra le stime del bilancio dello stato e quelle relative alle variazioni del debito statale, vedi Fratianni e Spinelli 1991, pp. 59-60.

²⁵ Il tasso di sconto diventava invece importante quando le riserve si avvicinavano al limite legale, ma ciò non accadde mai durante questo periodo; vedi Di Nardi 1953, p. 185.

²⁶ de Cecco 1992b, pp. 36-37, anche se al collocamento partecipò poi la Deutsche Bank e con questo cominciò a manifestarsi un crescente interessamento della Germania all'Italia, che diventerà sempre più importante.

Il mercato francese era depresso durante gli anni Settanta e recuperò solamente nella seconda parte degli anni Ottanta. Si veda Lévy-Leboyer 1977.

²⁷ La lira si convertiva alla pari già dall'autunno del 1880.

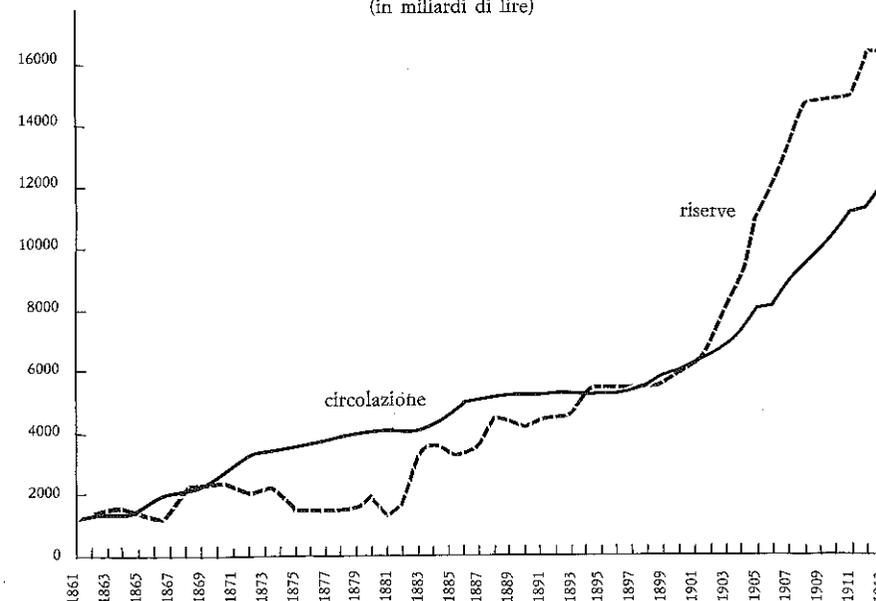
²⁸ Memoria anonima 1892, doc. 163 in de Cecco 1992b.

²⁹ de Cecco 1992a. Varie furono le cause, fra esse la scoperta di nuove miniere e la decisione della Germania di adottare il *gold standard*; cfr. sopra, nota 10.

L'uscita di oro fece deprezzare la lira sul mercato dei cambi mentre le banche molte volte rifiutavano di convertire argento in carta temendo ulteriori deprezzamenti del metallo e ponendo fine al regime di convertibilità.³⁰

FIGURA 1

LA CIRCOLAZIONE MONETARIA IN ITALIA E LE RISERVE UFFICIALI DELLE BANCHE DI EMISSIONE (in miliardi di lire)



Fonte: Fratianni e Spinelli 1991, cap. 2. Le riserve sono moltiplicate per un fattore di 10, per comodità grafica.

Il 1887 segnò l'inizio di un brusco rivolgimento sul mercato interno e su quello internazionale.³¹ La guerra commerciale con la Francia, con il conseguente crollo delle nostre esportazioni in quel paese, e i pagamenti per interessi sul debito estero pesarono sul conto corrente della bilancia dei pagamenti e ridussero le riserve delle

³⁰ Luzzatto 1968, p. 159 e Fratianni e Spinelli 1982, p. 415. Sulla situazione pesava anche l'ingente quantità di monete d'argento italiane all'estero di cui si chiedeva ora la convertibilità; su questo cfr. Stringher 1882, pp. 100 segg.

³¹ Stringher 1894.

banche di emissione. Il mercato nazionale fu gravemente colpito dal ribasso dei prezzi dei cereali che portò alla crisi dell'agricoltura e alla crisi edilizia che doveva in breve trascinarsi con sé l'intero sistema bancario.

Nei primi decenni del regno lo sviluppo demografico aveva coinciso con il declino della popolazione rurale e con l'aumento di quella urbana; crebbe la domanda di abitazioni e conseguentemente il livello della rendita edilizia e aumentarono le opere per le infrastrutture di base, principalmente nei trasporti e nelle comunicazioni, con la costruzione della rete ferroviaria.

Dopo il 1870 la città di Roma, capitale promessa del regno, fu teatro di una prima estesa speculazione edilizia che vide implicate alcune banche importanti come la Banca Tiberina e il Banco Sconto e Sete oltre a due grandi istituti mobiliari, la Banca Generale e la Società Generale di Credito Mobiliare. La crisi edilizia, che si accompagnò a quella di alcune grandi imprese metallurgiche, si estese a tutto il sistema bancario, fino a coinvolgere gli stessi istituti di emissione, dalla Banca Nazionale al Banco di Napoli, alla Banca Romana e alla Banca Nazionale di Toscana: all'aumento dei crediti a lunga scadenza degli istituti di emissione era infatti corrisposto un continuo peggioramento della qualità e un aumento delle loro sofferenze³² che sarebbe culminato, dopo complesse e travagliate vicende, nello scandalo e successivo fallimento della Banca Romana nei primi mesi del 1893.

Era stato in più occasioni lo stesso governo a prendere l'iniziativa dei salvataggi delle banche in difficoltà e a renderli possibili autorizzando le singole banche, ma soprattutto erano stati la Banca Nazionale e il Banco di Napoli a eccedere i limiti fissati dalla legge all'emissione di biglietti fiduciari, così che il tasso di copertura della circolazione si era ridotto drasticamente.³³

Nell'estate di quello stesso anno venne promulgata una legge per riordinare l'emissione. La Banca Nazionale e altre banche minori vennero unificate in una nuova banca di emissione, la Banca d'Italia che, assieme al Banco di Napoli e al Banco di Sicilia, conservava il diritto di emettere moneta.³⁴ Venne aumentato il coefficiente di riserva, venne consentito di mettere a riserva attività fruttifere sul-

³² Di Nardi 1953, p. 417 e De Mattia 1994, pp. 44-46.

³³ Luzzatto 1968, p. 193.

³⁴ Sulla preminenza della Banca d'Italia sulle altre banche di emissione, cfr. Ciocca 1978, p. 181.

l'estero³⁵ e si ripropose la convertibilità della lira, anche se i provvedimenti applicativi vennero sempre rinviati, fino a non farne più nulla. La lira, come abbiamo visto, aveva iniziato a deprezzarsi fin dal 1884, subito dopo la seconda dichiarazione di convertibilità; le banche di fatto non convertivano più la carta in metallo e così nel 1894 la lira venne dichiarata non convertibile e rimase tale in corso forzoso fino al crollo del *gold standard*.³⁶

Il secondo periodo d'inconvertibilità dal 1894 al 1913 fu caratterizzato da una rapida crescita del reddito. L'Italia condivise il periodo di veloce sviluppo in corso a livello mondiale.³⁷ Il bilancio dello stato fu riportato in pareggio, gli investimenti aumentarono rapidamente, la circolazione crebbe in modo relativamente lento e costante e il saldo corrente si mantenne in surplus per tutto il periodo giovandosi delle rimesse degli emigrati e delle spese dei turisti e consentendo l'importazione delle materie prime e dei manufatti necessari al processo d'industrializzazione del paese, senza incorrere in vincoli valutari.

TABELLA 1

RISERVE UFFICIALI DI DIVERSI PAESI ALLA FINE DEL 1913
(in milioni di dollari al cambio del 1913)

	Totale	Valuta estera in % del totale
Austria Ungheria (Banca cent) (Tesoro)	319.2 } 4.8 }	6.4
Francia (Banca di Francia)	805.6	
Germania (Reichsbank)	394.2	15.1
Italia (3 banche d'emissione) (Tesoro)	324.8 } 99.8 }	13.2
Olanda (Banca d'Olanda) (Tesoro)	71.2 } 0.1 }	
Regno Unito (Banca d'Inghilterra)	164.9	0.0
Russia (banca centrale) (Tesoro)	903.5 } 219.5 }	28.0
Svezia (Banca di Svezia) (Uff. naz. del debito)	63.0 } 9.1 }	
Svizzera (Banca nazionale)	45.7	20.7

Fonte: Lindert 1969, Tavola 1.

³⁵ A partire dalla legge di riforma del 1893; prima venne ammesso il 7% in valuta, poi la quota salì al 15%. Tale percentuale variò frequentemente nel tempo. Vedi la n. 2 al doc. 173 in de Cecco 1992b, e anche Ferraris 1901, p. 362.

³⁶ Fu convertibile di fatto - alla pari - negli anni centrali del periodo.

³⁷ Possiamo distinguere un primo periodo, che durò 13 anni, di crescita notevole sostenuta, un intervallo con la crisi degli anni Novanta, e una successiva più lenta ripresa.

All'inizio del secolo le riserve ufficiali italiane aumentarono di molto e superarono in valore assoluto quelle delle altre banche centrali di paesi europei importanti, come il Regno Unito, la Germania e l'Austria-Ungheria, garantendo alla Banca d'Italia notevole capacità d'intervento nel mercato delle valute: le nostre riserve erano inferiori solo a quelle della Russia e della Francia.³⁸ La Banca d'Italia iniziò in questi anni una pratica del tasso di sconto,³⁹ che si richiama esplicitamente a quella seguita dalla Banca d'Inghilterra, senza che i risultati tuttavia fossero sempre evidenti.⁴⁰ Ad ogni modo le riserve erano così grandi e la bilancia corrente tanto positiva che uscite temporanee di capitali, come quelle avvenute durante la crisi finanziaria internazionale del 1904,⁴¹ non posero alcun problema alla politica monetaria; la politica del credito trovava in esse "un cuscinetto" capace di ammortizzare ogni afflusso o deflusso di metallo dovuto a ripercussioni della situazione mondiale, una posizione che richiama alle politiche attuate dalla Banca di Francia, dalla Reichsbank, dalla Banca di Russia più che dalla Banca d'Inghilterra.⁴² Così nel Novecento l'Italia, con un cambio stabile e alte riserve, in un clima internazionale favorevole, divenne esportatrice netta di capitali, e divenne finalmente parte di quel sistema di "rapidi aggiustamenti di portafoglio" che viene di solito considerato uno degli elementi distintivi del *gold standard*.⁴³

³⁸ Stringher (a quel tempo direttore generale della Banca d'Italia) a Luzzatti, Ministro del Tesoro, 18.4.1906, dove Stringher rivendica la libertà della banca di gestire in modo elastico gli impieghi sull'estero in modo da poter intervenire con efficacia sul mercato dei cambi al momento del bisogno. Doc. 202 in de Cecco 1992b.

³⁹ Il tasso di favore e non il tasso ufficiale che continua a mostrarsi rigido; vedi Fratianni e Spinelli 1991, pp. 235 segg.

⁴⁰ La politica dello sconto venne di frequente caldeggiata dalla Banca Commerciale Italiana. Si vedano le numerose lettere di Joel (direttore generale della Commerciale) a Stringher e la lettera di Joel a Luzzatti, in de Cecco 1992b, docc. 182-190.

Si può leggere tuttavia il pensiero molto cauto di Stringher nel doc. 190, Lettera di Stringher a Joel, Roma 13.2.1904, p. 907, dove si sottolinea l'inopportunità di usare lo sconto in situazioni di crisi nazionale e passare invece a un intervento diretto nel mercato dei cambi.

In favore della politica dello sconto cfr. anche Ferraris 1901, pp. 366 segg.

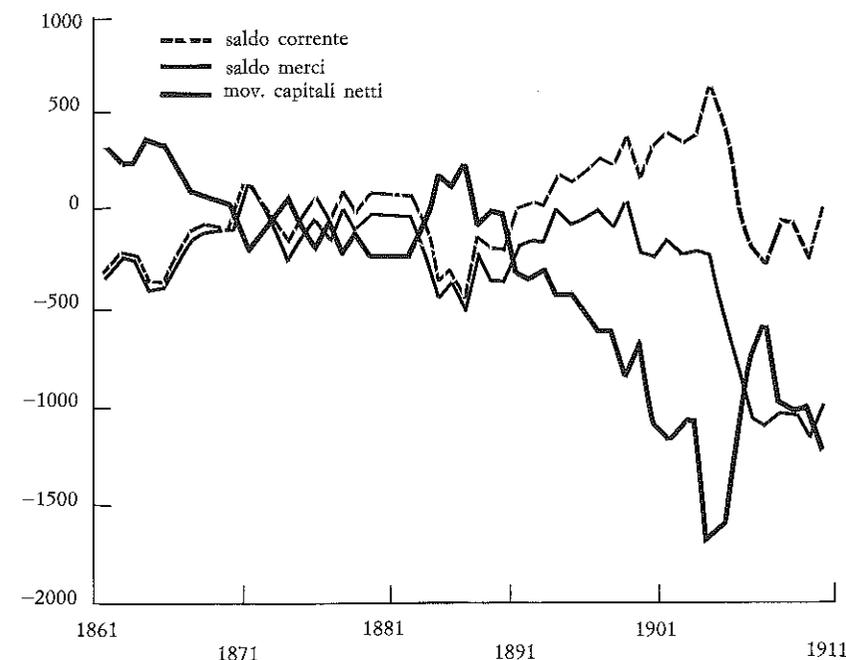
⁴¹ Ad esempio la lettera di Dalforno (direttore della sede di Milano della Banca d'Italia) a Stringher, 3.2.1904, doc. 181 e anche i tre documenti successivi in de Cecco 1992b.

⁴² Sulla Banca di Francia si veda White 1933, p. 198; sulla situazione generale si vedano Drummond 1987 e Triffin 1964, pp. 7 segg.

⁴³ Ricordatoci di recente da Dick e Floyd nel loro studio sul Canada (1992).

FIGURA 2

SALDO DELLA BILANCIA CORRENTE DELL'ITALIA, DELLA BILANCIA MERCI
E DEI MOVIMENTI NETTI DEI CAPITALI
(in milioni di lire)



Fonti: Istat (1957) e Tattara (1994) per i movimenti dei capitali.

3. Il tasso di cambio della lira, le importazioni e le esportazioni e i movimenti dei capitali

Anche se durante quasi tutto questo tempo la lira non fu legata all'oro che per una decina d'anni, non sarebbe corretto parlare di un cambio "completamente fluttuante". Il cambio della lira era limitato nell'apprezzamento dal punto superiore dell'oro, mentre poteva fluttuare al ribasso al di sotto del punto inferiore, come successe in tutte le occasioni in cui si abbandonò la convertibilità; era quindi semi-fisso.

Un cambio fluttuante nel senso proprio del termine varia in modo da mantenere l'equilibrio interno ed esterno del paese, e

dipende, tra le altre cose, dal ritmo con cui procede la creazione di moneta all'interno: la politica monetaria è esogena e il cambio è la variabile di aggiustamento. Un qualsiasi shock negativo darà luogo a un deprezzamento del cambio e a conseguenti variazioni nei prezzi delle merci e/o dell'interesse, a seconda che si ipotizzi l'aggiustamento attraverso movimenti dei capitali o delle merci o in entrambi i mercati.

Con cambi fissi e libertà nei movimenti dei capitali l'offerta di moneta è endogena al sistema. L'equilibrio sarà raggiunto, secondo la teoria del portafoglio, attraverso movimenti nei mercati della moneta e dei capitali finanziari, senza toccare le variabili reali del modello. I prezzi e i mercati delle merci entreranno eventualmente in gioco in presenza di controlli sui flussi finanziari.

Un modello del tasso di cambio basato sull'ipotesi di una parità della lira con l'oro sostanzialmente fissa e sull'idea che scostamenti dalla posizione di equilibrio venissero equilibrati sul mercato delle merci, un modello quindi fondato sulla teoria della parità dei poteri di acquisto, è stato recentemente sottoposto a verifica da parte di Fratianni e Spinelli, prendendo in esame il cambio bilaterale della lira con il franco francese per il periodo che va dal 1861 al 1913. Gli autori hanno trovato che la parità dei poteri di acquisto non è in grado di spiegare in modo adeguato i movimenti del tasso di cambio ma, nonostante ciò, hanno preferito continuare a considerare questa teoria come riferimento esplicito per il loro modello; per fare questo hanno costruito un indicatore di "rischio paese" che non includono nella stima del modello, ma che potrebbe secondo loro aiutare a spiegare le deviazioni del tasso di cambio dalla parità tra i prezzi relativi.⁴⁴

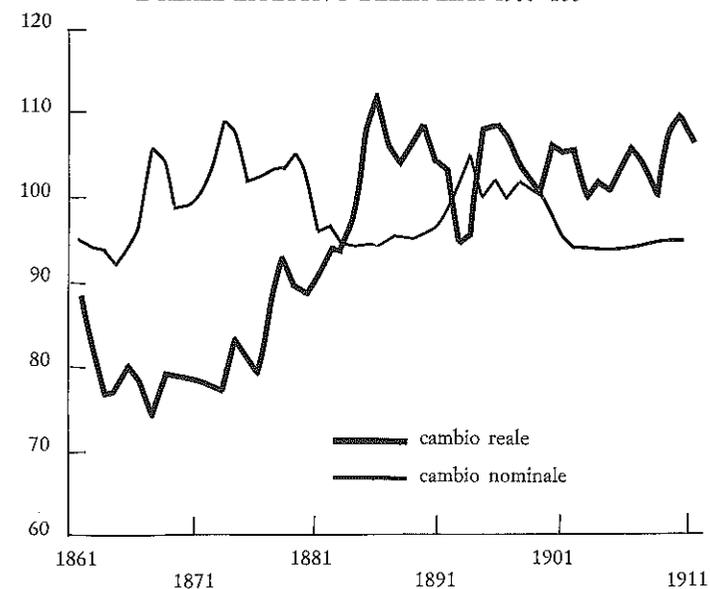
La figura 3 presenta spostamenti anche sensibili del tasso reale di cambio dall'unità e mette bene in luce l'assenza di correlazione tra il cambio e i prezzi relativi durante questi anni. Da essa si vede anche come il tasso di cambio effettivo reale della lira abbia cominciato ad apprezzarsi dopo il 1873, al tendere al ribasso del livello generale dei prezzi nei paesi del *gold standard*. Il calo dei prezzi risultò meno ripido in Italia che negli altri paesi, specialmente in Germania e negli Stati Uniti, e ciò determinò un apprezzamento del cambio effettivo reale della lira. Il tasso di cambio reale effettivo, anche se calcolato sulla base d'indicatori relativi ai prezzi alquanto approssimati, mostra nei vent'anni iniziali del periodo uno scostamento dall'unità notevole

⁴⁴ Fratianni e Spinelli 1984.

e stabile, dell'ordine del 20%, che indica un processo di adeguamento attraverso il sistema dei prezzi relativi estremamente lento e viscoso. Certo in questi anni il costo dei trasporti mutò,⁴⁵ l'Italia impose delle tariffe sulle proprie importazioni, la produttività nei due settori delle produzioni dei beni commerciati e non commerciati cambiò in modo difforme e la deviazione del cambio reale dall'unità non può stupire più di tanto. Tutto ciò comunque rafforza l'idea che l'arbitraggio tra le merci non abbia potuto costituire un meccanismo mediante il quale si potesse giungere alla formazione di un cambio di equilibrio.

FIGURA 3

NUMERI INDICI DEL TASSO DI CAMBIO NOMINALE EFFETTIVO
E REALE EFFETTIVO DELLA LIRA 1900=100



Fonte: Ciocca e Utilizzi (1990). Il cambio è qui definito come lire per unità di valuta estera e il cambio reale è misurato dal reciproco del cambio nominale per il rapporto tra prezzi esteri e prezzi interi.

Un approccio differente al problema della determinazione del cambio si basa sulle preoccupazioni ripetutamente espresse da diversi studiosi italiani, contemporanei e non, sullo stato della bilancia dei pagamenti e sulla sua dipendenza ciclica da variazioni autonome nell'offerta e dai grandi movimenti dei capitali che segnarono il paese

⁴⁵ Sylla 1984.

durante tutto quel periodo, mentre la ripercussione sul livello dei prezzi sembra sia stata parziale e ritardata. Il senatore Boccardo per esempio sottolineava come «l'influenza della circolazione sul cambio fosse piccola in relazione ad altre cause di variazione, come l'abbondanza dei raccolti, gli acquisti o le vendite di oro [...] la solidità della banca di emissione [...] delle finanze pubbliche».⁴⁶ Ancora più numerosi però sono gli studiosi che hanno esaminato l'incidenza sul cambio dei movimenti dei capitali, specialmente tra l'Italia e la Francia; pensiamo tra gli altri a Stringher, a Benini, Ferraris e a Flora.⁴⁷ La recente pubblicazione di un volume di documenti d'archivio su questo periodo nella collana storica della Banca d'Italia ha messo in evidenza scritti particolarmente interessanti proprio su questo tema.⁴⁸

In un contesto di variabilità, pur contenuta, del cambio e in presenza di libertà nei movimenti dei capitali, uno shock esogeno portava comunque a ripercussioni nell'economia reale perché, come notava Stringher, il livello dell'attività dipendeva comunque dal livello del cambio, specialmente a causa del fatto che i salari non si adeguavano prontamente agli aumenti dei prezzi.⁴⁹

Il cambio poteva variare a causa di modificazioni nell'equilibrio di portafoglio degli operatori per due ordini di motivi almeno: la Rendita a Parigi era quotata in lire oro e il suo interesse era anch'esso pagato in oro.⁵⁰ Cominciamo da questo secondo punto: ricorda Romanelli, nell'esposizione fatta alla Camera per conto del Ministro delle Finanze e del Ministro dell'Agricoltura, Industria e Commercio, che non appena venne dichiarato il corso forzoso, nel 1866, e il cambio della lira si deprezzò, risultò conveniente per coloro che avevano Rendita in Italia spostare i propri titoli a Parigi e incassare l'interesse in oro, cambiarlo in lire al cambio deprezzato e reimportare le lire.⁵¹ Benini notò poi che lo stesso fenomeno si ripeteva nel 1885 con «la continua esportazione di cedole italiane attratte dal beneficio dei cambi».⁵² Stringher si espresse in modo analogo con

⁴⁶ Boccardo (1879, pp. 52-73) critica la visione ricardiana della teoria quantitativa della moneta, propria del Bullion Committee.

⁴⁷ Flora 1896 è il più esplicito. Poi Benini 1894, Ferraris 1898, 1899 e 1901 e anche Stringher in vari passaggi del suo articolo del 1894.

⁴⁸ de Cecco 1992b.

⁴⁹ Stringher 1894, p. 32 e Luzzatto 1968, pp. 129 e 160.

⁵⁰ "Esposizione storica delle vicende e degli effetti del corso forzoso in Italia" di A. Romanelli per conto del Ministro delle Finanze e del Ministro dell'Agricoltura, Industria e Commercio, 15.3.1875 in de Cecco 1992b, doc. 123, p. 633.

⁵¹ Ivi.

⁵² Benini 1894, pp. 313-314.

riferimento agli stessi anni.⁵³ Questa operazione tendeva a stabilizzare il tasso di cambio, in quanto per realizzare il guadagno gli interessi riscossi in oro dovevano venire cambiati in lire, e ciò avveniva quando il cambio era deprezzato.

Pur con grande cautela, sulla base di indicatori indiretti, possiamo stimare che all'inizio del periodo fosse detenuto all'estero poco più di un terzo della Rendita Italiana emessa, quota che passò al 40% negli anni Ottanta, alla fine del primo periodo di inconvertibilità, per raggiungere e superare il 50% nei primi anni Novanta, con la lira in regime metallico ma anche con fondate e diffuse previsioni di una sua svalutazione. La quota estera declinò drasticamente solo con l'imposizione rigorosa dell'"affidavit" per stabilirsi, a partire dal 1894, a livelli inferiori al 10%.⁵⁴

Quando la lira valeva meno di prima la Rendita era temporaneamente più a buon mercato a Roma, rispetto alla sua quotazione a Parigi, dove il prezzo era relativamente cresciuto; gli speculatori dunque vendevano titoli a Parigi per comperarli a Roma, traendone un profitto. Queste esportazioni di titoli – importazioni di capitale – trovavano la loro ragione d'essere nel deprezzamento iniziale del cambio, che in breve tuttavia si rifletteva in un divario crescente nei corsi dei titoli nei due mercati.⁵⁵ La ragione dell'aumento durante gli anni Ottanta si spiega con il fatto che in questo periodo la convertibilità della lira fu in argento e che questo metallo perdeva di valore rispetto all'oro, per cui detenere Rendita all'estero non era che un modo per esportare oro e importare argento, di cui poi chiedere la conversione in lire, cercando di massimizzare il profitto.

Si verificarono anche situazioni favorevoli all'arbitraggio interlocale tra i due mercati, dovute al fatto che, nel breve andare, Parigi e Roma percepirono con diversa attenzione alcuni elementi di rischio relativi alle vicende politiche italiane. Prendiamo infatti in esame una diversa situazione, quella che si verificò nel 1865, in occasione della

⁵³ Stringher parla di «straordinaria esportazione all'estero delle cedole di titoli esistenti in Italia e appartenenti a Italiani» sempre in riferimento ai secondi anni Ottanta; vedi Stringher 1894, p. 27.

⁵⁴ Si tratta di stime sulla base della quota di interessi pagata all'estero; vedi Zamagni 1988.

⁵⁵ L'arbitraggio era a volte organizzato direttamente dal Tesoro con l'intento di stabilizzare il cambio e poteva riguardare anche altri tipi di titoli, ad esempio obbligazioni delle ferrovie e altri mercati, come quello di Berlino. Vedi Benini (1894) e Memoria di Cantoni, direttore generale del Tesoro, per Luzzatti, doc. 154 in de Cecco 1992b.

guerra contro l'Austria-Ungheria, simile per questo aspetto a quanto si verificò nel 1892, in occasione dello scandalo e del fallimento della Banca Romana. In entrambi i casi la borsa di Parigi manifestò incertezza riguardo alla situazione italiana, con una caduta dei corsi della Rendita, decisamente prima che ciò avesse luogo in Italia.⁵⁶ Gli speculatori comperarono quindi la Rendita a Parigi per poi rivenderla a Roma, dove il corso non era caduto di altrettanto. La conseguente importazione di titoli – esportazione di capitali – tendeva ad anticipare il deprezzamento della lira e aveva, in questo senso, un effetto destabilizzante.⁵⁷ Molti italiani furono spinti a riacquistare il loro vecchio debito pubblico tanto che gli investimenti finanziari italiani all'estero si ridussero a circa 500 milioni, meno del 10% del debito pubblico italiano complessivo, un valore molto esiguo, circa 1/6 di quello del decennio precedente, anche se sempre doppio del saldo merci medio annuo del periodo.

Le possibilità di arbitraggio cambiarono negli anni Novanta e diversi elementi possono spiegare l'emergere della nuova situazione. L'"affidavit",⁵⁸ che fu a varie riprese introdotto e ritirato nel decennio che va dal 1894 al 1904, rese estremamente incerta la possibilità di effettuare spostamenti di titoli tra il mercato nazionale e quello estero allo scopo di poter esigere il pagamento degli interessi in oro. Il mercato di Parigi perse d'importanza a livello internazionale; il rischio paese era più ridotto, la quotazione della Rendita meno oscillante e il differenziale d'interesse richiesto per spostare il titolo tra i mercati era inferiore; i mercati erano in altre parole più integrati e questo avvicinava i corsi della Rendita a Roma e a Parigi.

⁵⁶ Sull'anticipo sulle variazioni dei corsi all'estero come causa di speculazione sulla rendita si può vedere Ferraris 1898, p. 163. Egli nota che «l'estero è più timoroso e diffidente» del mercato nazionale.

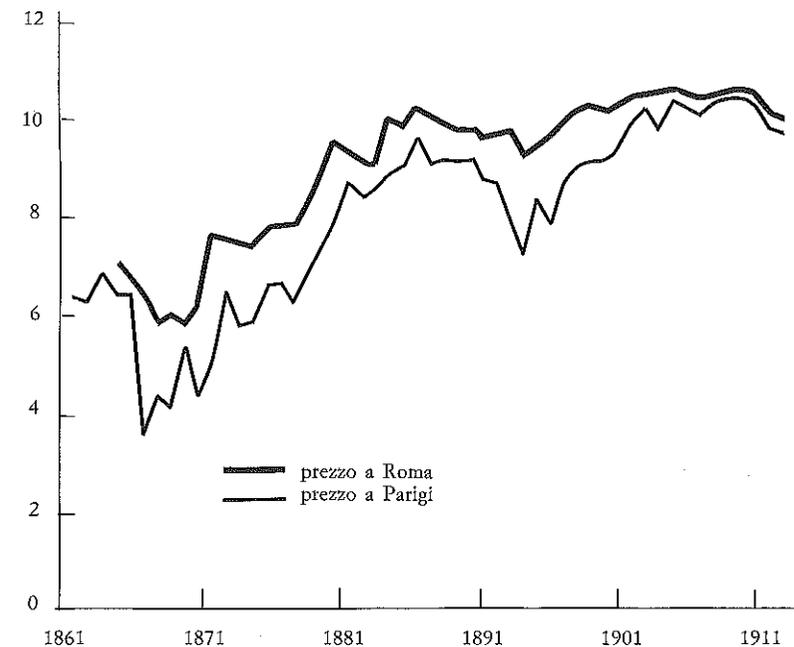
Cfr. anche la lettera da Grillo (direttore generale della Banca Nazionale e poi della Banca d'Italia) a Luzzatti, 31.7.1891, doc. 155, quella da Grillo a Imelmann (della casa Bleichroder), 22.5.1891, doc. 153 e le varie lettere da Grillo a Fournier (agente di borsa a Parigi) di cui si può leggere quella del 21.11.1891, doc. 159 in de Cecco 1992b.

⁵⁷ Varie situazioni lungo l'arco degli anni 1892-95 sono descritte puntualmente da Flora 1896, pp. 7 segg.

⁵⁸ Una dichiarazione giurata che il prenditore doveva effettuare all'atto del pagamento delle cedole affermando che queste venivano pagate a un cittadino non italiano.

FIGURA 4

PREZZI DELLA RENDITA A ROMA (MASSIMO ANNUO)
E A PARIGI (MINIMO ANNUO)



Fonti: Istat (anni vari) e Gille 1968.

La figura 4 rappresenta il corso della Rendita nei due mercati, il valore minimo a Parigi e quello massimo a Roma. Le quotazioni a Parigi erano sempre inferiori a quelle di Roma, e quindi il titolo rendeva un punto o un punto e mezzo di più a Parigi. Data la possibilità di arbitraggio e l'identità del titolo, d'altra parte, il rendimento a Parigi non poteva superare il limite posto dal rendimento a Roma, cui vanno aggiunti i costi di trasporto e tolto l'eventuale vantaggio che poteva derivare all'investitore italiano dal collocare i propri capitali in Francia; questa differenza poteva essere dovuta a svariati motivi, tra i quali l'attesa di una svalutazione della lira, ma anche il timore di essere discriminato in termini fiscali o giuridici in senso negativo rispetto all'investitore che operava sul mercato nazionale. Quando la situazione italiana si appesantiva, si accresceva il timore degli investitori di poter essere oggetto di provvedimenti discriminatori – maggiori e più fondati erano i timori che venisse imposto nuovamente l'"affidavit" – e quindi i corsi a Parigi e a Roma

divergevano e i capitali si dirigevano all'estero; quando il rischio era minore i corsi si avvicinavano e i capitali tornavano al mercato italiano.

La figura 5 dà una prima indicazione dell'eccezionale sincronia tra il tasso di cambio e una misura del rischio sulla Rendita, calcolato nei due modi: in base alla differenza dei corsi e, come si fa usualmente, in base al differenziale tra i tassi d'interesse. La correlazione è notevole almeno fino alla crisi dei mercati finanziari internazionali del 1903-04. È evidente dalla figura che il cambio si deprezzava quando aumentava il rischio paese, mentre si apprezzava quando questo si riduceva; ciò avveniva attraverso il legame tra i mercati finanziari che era ben più forte di ogni legame ipotizzabile nei mercati delle merci.⁵⁹

Vi era dunque una correlazione negativa tra rendimento e movimenti dei capitali, fondata sul significato del rendimento come indicatore di rischio, e una correlazione, anch'essa negativa, tra rischio e cambio che conferma l'interpretazione precedente.

La lettura dei saggi e dei documenti che ho richiamato sembra affermare in modo inequivocabile che nella maggior parte dei casi a determinare il cambio era il corso della Rendita.

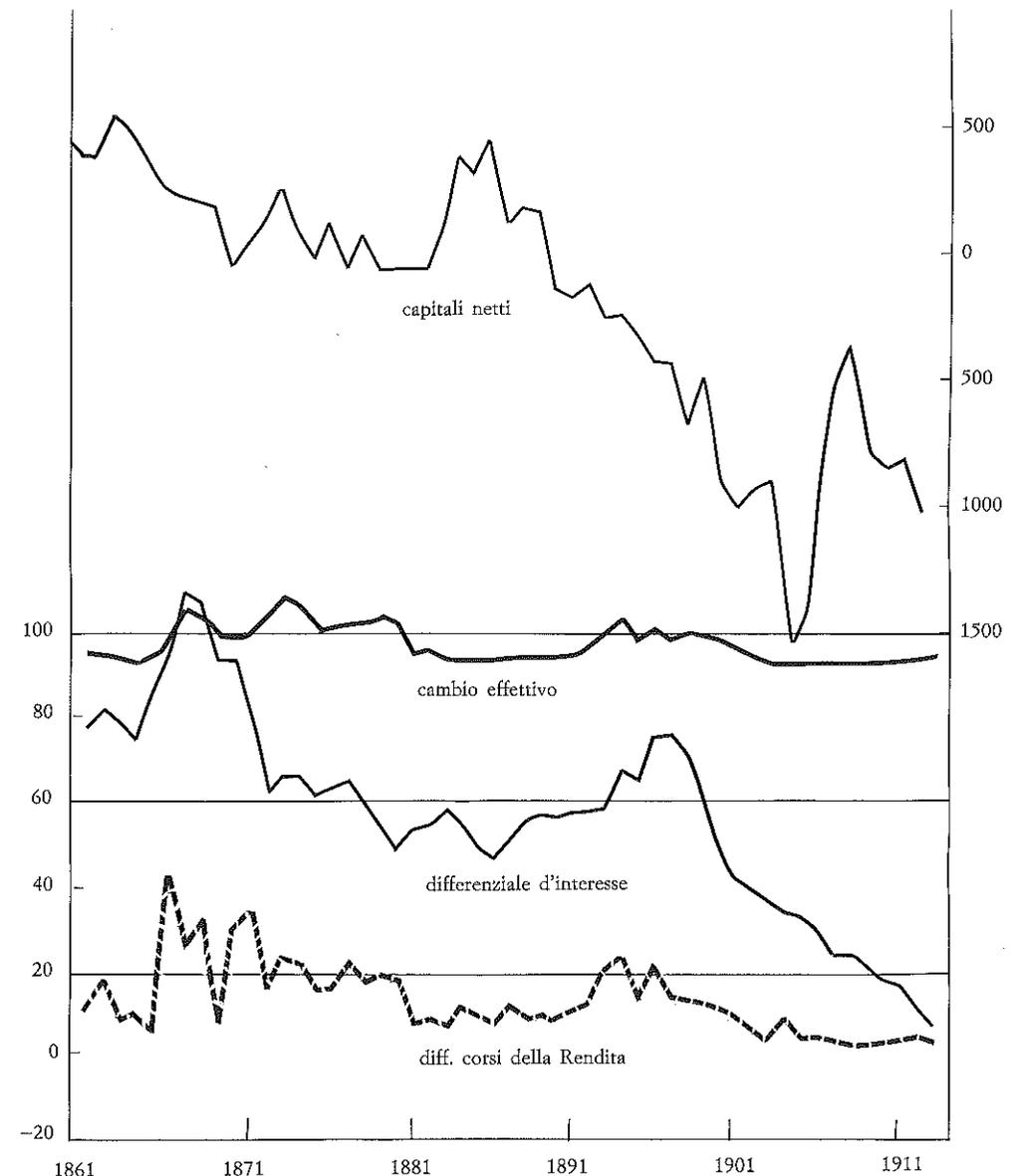
Un aumento della percezione del rischio paese, come avvenne ad esempio in Italia nel 1866 e nel 1892, si associò a un aumento della differenza tra l'interesse sul mercato mondiale e quello sui titoli italiani o, che è lo stesso, tra i rendimenti sulla Rendita a Roma e a Parigi, a un'uscita di capitali e a un deprezzamento del cambio. Viceversa la teoria classica avrebbe richiesto che a un aumento del differenziale d'interesse o di rendimento il capitale entrasse nel paese dove era più alta la remunerazione e il cambio tendesse a rivalutarsi, cosa che non accadde.

Ancora nei primi anni Sessanta le notevoli entrate di capitali si associarono a un cambio stabile, a un tasso d'interesse relativamente basso rispetto ai livelli che avrebbe raggiunto alla fine del decennio e a un aumento dell'attività di costruzione all'interno. L'aumento dell'attività interna attraverso un aumento della domanda d'importazioni generò poi un deficit nel conto merci, che controbilanciò l'attivo dovuto all'ingresso dei capitali. Dalla seconda metà degli anni Sessanta, per un decennio, il capitale uscì dal paese, la differenza tra gli interessi sul debito dello stato rimase elevata e così la differenza nei

⁵⁹ Un modello basato sulla condizione di equilibrio nel mercato dei titoli, tra titoli nazionali ed esteri, in funzione del loro rendimento è stato stimato con risultati soddisfacenti in Tattara 1994.

FIGURA 5

INDICE DEL TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELLA LIRA 1892=100,
DIFFERENZIALE TRA I TASSI D'INTERESSE A LUNGO TERMINE,
DIFFERENZIALE NEI RENDIMENTI SULLA RENDITA A ROMA E A PARIGI
E MOVIMENTI NETTI DEI CAPITALI IN MILIONI DI LIRE (NELLA SCALA DI DESTRA)



Fonti: Ciocca e Ulizzi 1990, Fenoaltea 1986, Gille 1968, Istituto centrale di statistica (anni vari).

rendimenti sui titoli; a questo si associò una debolezza del cambio. I capitali ripresero a entrare negli anni Ottanta, specialmente nel biennio 1886-1887 con una differenza negli interessi e nei rendimenti ai livelli minimi dell'intero periodo. Successivamente, fino al 1894, registriamo un aumento delle costruzioni, delle esportazioni di capitali con peggioramento del cambio e un aumento del rischio con un'impennata nel differenziale relativa negli interessi e nei rendimenti.

Più problematici appaiono i primi anni del secolo. L'indicatore basato sulla Rendita perde di validità, quello basato sul differenziale dei tassi d'interesse in realtà calerebbe di meno se fosse fondato sui tassi reali e non su quelli nominali, date le attese d'inflazione. Nei primi anni del secolo abbiamo quindi uscite di capitali con una riduzione delle differenze nominali nei rendimenti; sul cambio influirono le entrate "invisibili" che certamente si avvantaggiarono della situazione di fiducia e basso rischio che ormai accompagnava la valutazione degli investimenti in Italia.

È stato poi dimostrato che, nella generalità dei casi, la costruzione della rete ferroviaria e poi delle infrastrutture, e le costruzioni private manifestarono cicli simili a quelli dei movimenti dei capitali, aumentando quando i capitali entravano e quindi quando i prezzi dei titoli erano alti e gli interessi bassi.⁶⁰ L'entrata di capitali sarà quindi la causa e non il risultato di un eventuale deficit della bilancia delle merci.⁶¹

Il *crowding out* dal mercato dei titoli all'offerta di moneta non è chiaro, anche perché durante questo periodo i cambi non vennero tenuti fissi, ma la lira si svalutò due volte. L'uscita di capitali si associò, come abbiamo visto, a un alto interesse interno e quindi a una caduta della domanda di moneta e dell'offerta, dato che l'uscita dei capitali ridusse le riserve; le uscite dei capitali coincisero con la dichiarazione d'inconvertibilità e con la svalutazione della moneta.

L'offerta di moneta quindi non cadde proporzionalmente alla riduzione delle riserve, dato che era da esse slegata, e venne mantenuta elevata per rispondere ai bisogni del commercio.⁶² La domanda di moneta invece si contrasse per la riduzione delle attività e per l'onerosità di detenere moneta in presenza di interessi elevati e cadde in termini reali a seguito dell'aumento dei prezzi, anch'esso, come vedremo, dipendente dalla svalutazione della moneta.

⁶⁰ Fenoaltea 1988, pp. 624-627.

⁶¹ Ricordiamo il parallelismo dei tassi d'interesse come una delle anomalie che caratterizzarono il funzionamento del sistema, rispetto alle attese della teoria classica. Vedi anche Dick e Floyd 1992, pp. 4-5.

⁶² Dick e Floyd 1992, p. 114.

4. Flussi di capitale a lungo termine, prezzi relativi e bilancia commerciale

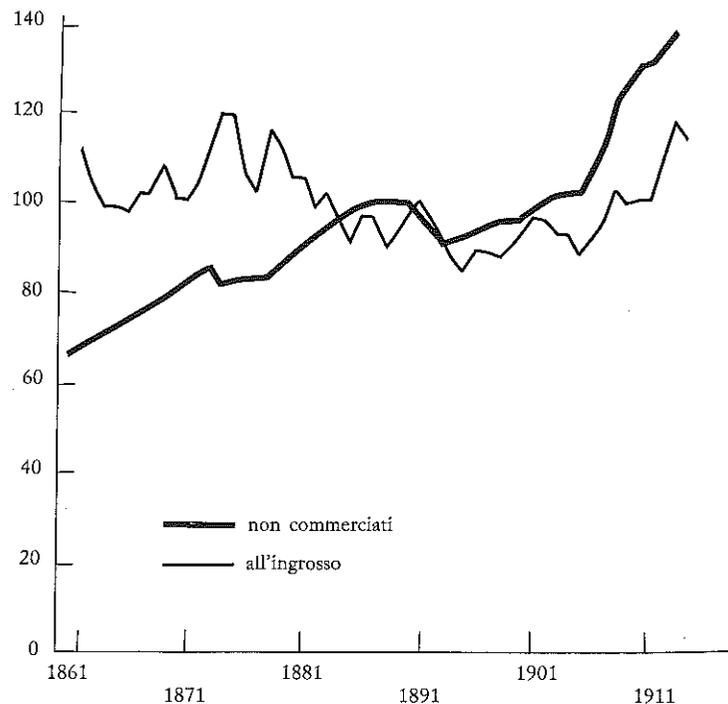
La pressione sulle risorse nazionali creata dall'entrata netta dei capitali si riflette nell'aumento del deficit corrente che è, almeno in parte, il risultato di un aumento dei prezzi delle merci nazionali rispetto a quelle estere. Nella seconda metà del secolo scorso l'ingresso di capitale estero infatti si associò a un aumento dell'investimento interno che accrebbe la domanda aggregata; ciò diede luogo a un aumento dei prezzi sul mercato nazionale, specificamente dei prezzi delle merci non commerciate. Questo per due ordini di motivi. In primo luogo, l'Italia era un paese piccolo nel mercato mondiale, per cui i prezzi delle merci oggetto di scambio con l'estero venivano determinati sui mercati esteri e non dipendevano da variazioni della domanda interna. In secondo luogo, in questi anni l'aumento degli investimenti si diresse in massima parte verso opere infrastrutturali, per costruire le quali si usavano merci per lo più prodotte all'interno del paese e non oggetto di scambio nel mercato mondiale. Di conseguenza l'aumento della domanda che seguì ogni afflusso di capitale estero diede luogo a un aumento dei prezzi, principalmente attraverso l'effetto sui prezzi delle merci non commerciate.

La contropartita dell'entrata di capitali in Italia era l'uscita da altri paesi; quindi ci si sarebbe dovuti attendere una riduzione dei prezzi delle merci non commerciate rispetto ai prezzi di quelle commerciate nei paesi segnati da un ciclo economico inverso a quello italiano, in particolare nel Regno Unito. Ciò avrebbe avuto la sua ragione non tanto nell'investimento in Italia, che era paese piccolo, ma nella contemporaneità delle fasi cicliche che caratterizzava in quegli anni i paesi dell'economia "atlantica".

È ragionevole ipotizzare che l'aumento dei prezzi dei beni non commerciatati in Italia si sia associato a una crescita generalizzata dei costi di produzione all'interno, anche per i beni oggetto di scambio sul mercato mondiale e ciò abbia ridotto la profittabilità delle esportazioni nei mercati di vendita esteri: la bilancia commerciale avrebbe registrato di conseguenza un passivo che era la contropartita delle entrate dei capitali.

FIGURA 6

INDICE DEI PREZZI ALL'INGROSSO E DEI PREZZI DEI BENI NON COMMERCIA TI IN ITALIA, 1891=100



Fonti: Ciocca e Ulizzi 1990, Fenoaltea 1986.

Gli indici dei prezzi cui possiamo ricorrere sono del tutto approssimativi e non costruiti al nostro scopo, ma sembrano comunque muoversi nella direzione richiesta. Particolarmente infelici sono le serie dei prezzi dei beni non commerciali degli altri paesi, rappresentati qui dal Regno Unito. Per quest'ultimo i prezzi dei beni non oggetto di scambio internazionale sono basati sulla serie della rendita calcolata da Wood⁶³ e su quella dei prezzi dell'energia elettrica e dei combustibili di Phelps Brown e Hopkins.⁶⁴ I prezzi dei beni commerciali sono quelli Sauerbeck e i prezzi all'ingrosso sono quelli calcolati dal Board of Trade.⁶⁵ Per l'Italia i prezzi dei beni non commerciali

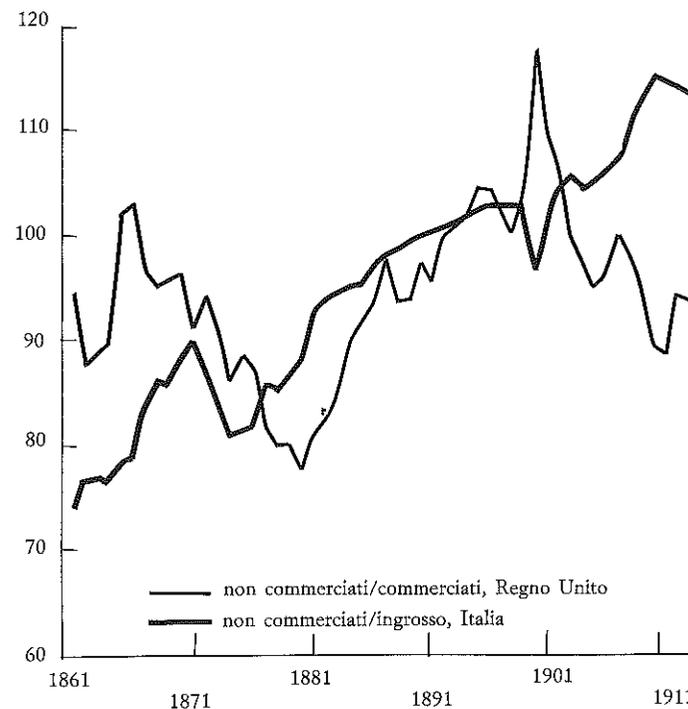
⁶³ Estrapolata per gli ultimi anni; vedi Wood *et al.* 1909, pp. 102-103.

⁶⁴ Phelps Brown e Hopkins 1981, cap. 2. I pesi sono quelli usati da Dick e Floyd 1992, pp. 186-187.

⁶⁵ Mitchell 1962, Tavole 4 e 5.

FIGURA 7

RAPPORTO TRA L'INDICE DEI PREZZI DEI BENI NON COMMERCIA TI E L'INDICE DEI PREZZI DEI BENI COMMERCIA TI IN ITALIA E NEL REGNO UNITO



Fonti: Figura 7 e Mitchell 1962 e 1980, Phelps Brown e Hopkins 1981, Wood 1909, Fenoaltea 1986.

sono dati dalle serie dei prezzi del lavoro e dei materiali poveri impiegati nelle "Costruzioni"⁶⁶ costruite da Fenoaltea, mentre la serie dei prezzi dei beni commerciali è la serie dei prezzi all'ingrosso riportata da Mitchell e ripresa da Ciocca e Ulizzi.⁶⁷ La figura 6 illustra l'andamento dei prezzi all'ingrosso e di quelli dei beni non commerciali in Italia. La figura 7 traccia l'andamento del rapporto tra i prezzi dei beni non commerciali e i prezzi dei beni commerciali in Italia e nel Regno Unito.⁶⁸

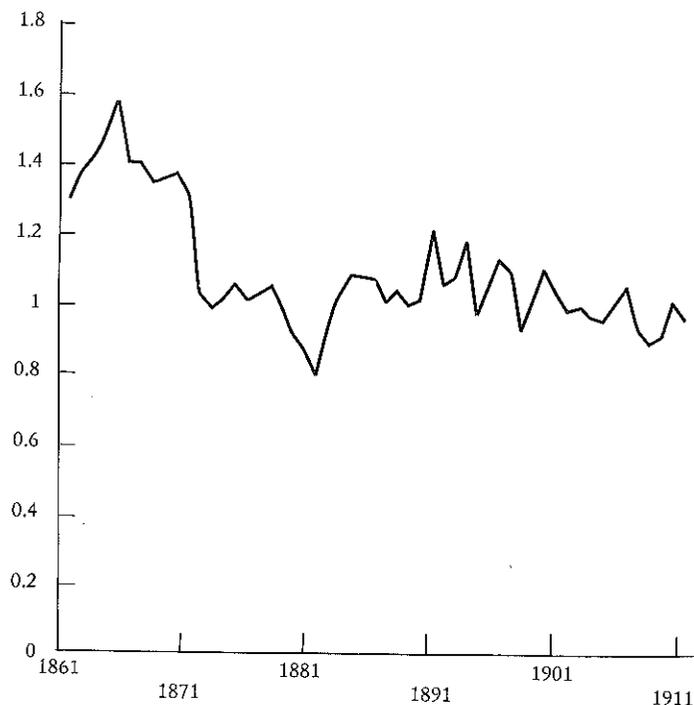
⁶⁶ Fenoaltea 1986, Tavola 4.

⁶⁷ Mitchell 1980 e Ciocca e Ulizzi 1990.

⁶⁸ Considerazioni analoghe emergono confrontando il prezzo dei beni non commerciali in Italia e nel Regno Unito, con i prezzi italiani in lire oro equivalenti, dato che l'Italia è stata per la maggior parte del periodo fuori dal *gold standard*. Vedi Dick e Floyd 1992, p. 48.

FIGURA 8

RAPPORTO DI SCAMBIO DELL'ITALIA (VALORE UNITARIO DELLE ESPORTAZIONI IN RAPPORTO AL VALORE DELLE IMPORTAZIONI), 1891=1



Fonte: Tattara 1994.

Dalle due figure appare chiaro che nel primo periodo il prezzo delle merci non commerciate in Italia registrò una crescita continua, in relazione all'indice generale dei prezzi ma anche in relazione all'indice costruito rapportando i prezzi delle merci non commerciate a quelli delle merci commerciate nel Regno Unito, che può essere assunto a rappresentare la situazione del paese "esportatore di capitali di ultima istanza". Crebbe molto rapidamente fino ai primi anni Novanta, con due impennate nei primi anni Settanta e nella seconda metà degli anni Ottanta; un andamento che rispecchia abbastanza, anche se con ritardi, quello seguito dagli afflussi del capitale estero. Nel periodo successivo gli andamenti dei due prezzi, quello dei beni commercianti e quello dei beni non commercianti, non si scostarono di molto. D'altra parte la riduzione successiva del prezzo delle merci non commerciate nel Regno Unito probabilmente rifletteva non tanto la situazione italiana di entrata dei capitali ma il fatto che altri paesi

come l'Australia e l'Argentina assorbivano a quel tempo investimenti di capitale dal Regno Unito e dagli Stati Uniti.

Come si è già accennato, in questo periodo numerosi fattori incisero sui prezzi delle merci; un elemento importante è la dinamica del reddito nazionale che stimolò la domanda interna per i beni commercianti, consentì la realizzazione di economie di scala e la produzione di queste merci a costi inferiori. La riduzione nei costi dovuta alle nuove tecnologie, nel caso dei beni non commercianti, fu certamente minore che per i beni commercianti, sia per la diversa natura del progresso tecnico che in questo periodo si sviluppò principalmente nel settore industriale, sia perché l'ambiente meno concorrenziale in cui erano prodotte le merci non oggetto di scambio sul mercato mondiale tendeva a incorporare i possibili effetti di mutamenti tecnologici nei profitti e non nei prezzi di vendita. Questa considerazione può aver introdotto qualche elemento spurio nella relazione positiva tra movimenti dei capitali, cambio e prezzi relativi dei beni commercianti e dei beni non commercianti.⁶⁹

Nel complesso la relazione positiva tra i prezzi relativi nazionali e esteri e le entrate nette di capitali (deficit commerciale) osservata nelle figure 6 e 7 sembra in larga parte attribuibile alla pressione degli investimenti esteri sulla domanda. Le entrate nette di capitali in Italia in questo periodo erano così grandi che il loro effetto sui prezzi relativi dei beni commercianti e non commercianti dominava completamente l'influenza di altri elementi.

L'effetto delle importazioni dei capitali sui rapporti di scambio è molto più dubbio, anche a livello teorico. Se le importazioni di capitali spingono un aumento dei prezzi dei beni non commercianti, mentre i prezzi delle esportazioni e delle importazioni sono determinati a livello mondiale, non dovrebbe esservi un effetto sui rapporti di scambio. La figura 8 indica invece che i rapporti di scambio si ridussero negli anni dal 1866 al 1882, mantenendo successivamente un trend all'incirca stazionario.

Questo risultato deve essere interpretato in relazione al cambio della lira. Esaminiamo il problema con riferimento ai primi trent'anni del regno:⁷⁰ il cambio era limitato al rialzo dal punto superiore del-

⁶⁹ Quando confrontiamo i beni non commercianti con il complesso dei beni dobbiamo considerare che la relazione può essere oscurata da un possibile effetto di composizione, che tuttavia non pare rilevante. Il settore terziario e delle costruzioni resta, grosso modo, costante come quota sul Pil.

Queste critiche hanno minor rilievo quando si confrontano tra loro diversi sistemi economici, come nel nostro caso.

⁷⁰ Il seguito del paragrafo cerca di sviluppare alcune intuizioni che appaiono in Fenoaltea 1988, nota 39.

l'oro, ma la lira poteva svalutare e quindi il cambio era flessibile verso il basso. Gli shock negativi si ripercuotevano su prezzi e cambi, quelli positivi solo sui prezzi. Quando il capitale entrava l'apprezzamento era limitato, quindi i prezzi interni erano spinti a crescere rispetto a quanto sarebbe avvenuto se la lira si fosse rivalutata maggiormente, e ciò rendeva le importazioni più care di quanto sarebbero state se il cambio si fosse apprezzato senza un limite superiore. Quando il cambio si svalutava si consentiva ai prezzi interni di crescere rispetto ai prezzi esteri; ciò rendeva più care le importazioni, con una conseguente pressione al rialzo sui prezzi interni. In questo primo periodo il cambio reale era nettamente deprezzato (Figura 3); l'onere di riportarlo in equilibrio era lasciato alle variazioni dei prezzi e alle variazioni del cambio nominale, ma specialmente alle prime, come si vide negli anni Novanta. In questa logica lo scostamento del cambio reale dall'unità può essere considerato una misura dell'instabilità del sistema.

L'aggiustamento dei prezzi pesava quasi interamente sui prezzi dei beni che non avevano un mercato internazionale, dato che il prezzo degli altri beni non poteva crescere perché era determinato sul mercato mondiale; anche di fronte a una flessione del cambio il loro prezzo non cresceva sia perché i produttori italiani erano molti e frazionati, sia perché la domanda per le nostre esportazioni era presumibilmente molto elastica.

Aver scaricato quasi tutto l'aggiustamento sui prezzi dei beni non commerciati esasperò il divario di profittabilità tra i due settori, ebbe importanti riflessi sulla distribuzione e fu uno degli elementi che condussero alla crisi degli anni Novanta. L'aumento della rendita, stimolato da fattori strutturali di notevole portata come l'urbanesimo, l'abbandono delle campagne, la corsa all'edificazione di nuovi quartieri nella capitale e l'aumento abnorme dei prezzi delle aree, con tutto quello che ne seguì, dal fallimento di importanti banche impegnate nel finanziare la speculazione fino alla crisi dell'intero sistema bancario, può trovare una parziale spiegazione nella crescita ininterrotta dei prezzi relativi dei beni non commerciati e deve essere considerato, almeno in parte, tra le conseguenze della politica del cambio della lira.

5. L'Italia e il *gold standard*

Il *gold standard* era un regime a cambio fisso, in cui ogni valuta era convertibile in una determinata quantità di metallo. Esso richiedeva il verificarsi di alcune condizioni: la garanzia della convertibilità dei biglietti o delle monete in oro a richiesta⁷¹ e la libera convertibilità delle monete e biglietti di un paese in quelle di un altro paese aderente allo stesso sistema.⁷² Esso fu tuttavia ben più di quanto traspare da questa coppia di definizioni; fu un regime di aggiustamento automatico che funzionò molto bene, senza bisogno di intervento umano, per un lungo periodo di tempo garantendo o rendendo possibile la realizzazione di un clima di prosperità e di benessere per larga parte del sistema economico mondiale in anni peraltro non esenti da crisi internazionali di grande rilievo.

L'esposizione più chiara di questa tesi è quella fatta dal Cunliffe Committee in Inghilterra.⁷³ Secondo il rapporto scritto da questa commissione, un deficit della bilancia di pagamenti conduceva automaticamente a una fuoriuscita d'oro, che la Banca di Inghilterra era indotta a contrastare in modo automatico, spinta dal calo delle riserve, con un aumento del tasso di sconto, frenando l'uscita di oro e stimolandone l'entrata. L'aumento del tasso di sconto operava anche sull'investimento a lungo termine e sul commercio internazionale, agendo attraverso i prezzi relativi e l'occupazione; in questo modo tendeva a riportare l'equilibrio nel conto corrente e nel conto capitale della bilancia dei pagamenti.

Questo complesso meccanismo richiedeva il verificarsi di alcune condizioni. Primo, che la banca centrale rispondesse con decisione ai

⁷¹ Anche questa regola ha bisogno di qualificazioni. I diversi paesi infatti non aderirono al *gold standard* sulla base di una convenzione o di un accordo ben definiti, ma ognuno individualmente, con vari accorgimenti legali e istituzionali, pur con tratti comuni. Accanto all'oro circolavano infatti biglietti e monete d'argento e queste in alcuni piccoli paesi avevano potere liberatorio illimitato. L'emissione dei biglietti poi non era regolata in modo generale nei suoi rapporti con le riserve (alcuni adoperavano la regola del *fiduciary backing*, altri del *proportional backing* ecc.) e alcuni paesi avevano più istituti di emissione, con diversi statuti. Vedi Drummond 1987, capp. 1 segg.

⁷² Non devono cioè esservi controlli nei cambi o limitazioni alle transazioni in valuta. Nel caso in cui questi due requisiti siano soddisfatti, il tasso di cambio è stabilito dal contenuto aureo delle relative monete e dal prezzo per l'oro che si forma sul mercato internazionale.

⁷³ *Cunliffe Committee* 1918, ora anche in Eichengreen 1985.

flussi di oro in modo da procedere verso un riequilibrio del sistema; secondo, che i movimenti del tasso di sconto si trasmettessero ai tassi di mercato e che il mercato internazionale fosse reattivo. Una parte importante della spiegazione infatti ruota attorno alla struttura del mercato internazionale dei capitali ipotizzata dal modello: un mercato concorrenziale e altamente integrato centrato sulla piazza di Londra, con un contorno di centri via via meno importanti, Parigi, Berlino e poi altri come Vienna, Amsterdam, e poi ancora i paesi scandinavi e l'Italia. La preminenza di Londra forniva alla Banca d'Inghilterra una particolare leva con cui agire sui movimenti dei capitali e sui flussi di oro. Quando a Londra si aumentava l'interesse le banche centrali non potevano certo far finta di niente e dovevano restringere il credito in modo da ridurre le uscite di oro. Prevalsa, secondo questa interpretazione, un'armonizzazione delle politiche delle banche centrali derivata dalla posizione di Londra che era in grado di «dare il la all'orchestra internazionale», secondo la famosa frase di Keynes.⁷⁴

Sul *gold standard* come sistema di aggiustamento automatico i pareri sono tuttavia discordi. Alcuni autori hanno rilevato che il sistema aveva in realtà operato in modo molto diverso dall'idealizzazione che ne era stata fatta nel dopoguerra; ad esempio il Cunliffe Committee avrebbe riletto il *gold standard* con gli occhi del mito, presentandone un'immagine ben lontana dalla realtà.⁷⁵ Sono molti, infatti, gli elementi che indicano come un meccanismo di aggiustamento automatico non avesse mai operato nemmeno al centro del sistema, nel Regno Unito, e tanto meno nei paesi che avevano aderito successivamente al *gold standard*. Basta guardare alla situazione dei conti con l'estero di molti paesi europei; il pareggio delle bilance dei pagamenti non si realizzò mai e diversi paesi continuarono per lungo tempo a essere caratterizzati da deficit e surplus cronici. Vari paesi importanti, come la Francia, la Germania e la Russia, non fecero o non poterono mai far ricorso a variazioni del tasso di sconto per attrarre capitali "compensativi" dall'estero, e riuscirono a tenere fisso il cambio solo accumulando un ampio stock di riserve; fino a due o tre volte superiore a quelle detenute dalla Banca d'Inghilterra.⁷⁶

⁷⁴ Keynes 1930, pp. 306-307. Alcune perplessità sulla sincronia dei cicli economici che sarebbe richiesta perché questa armonizzazione delle politiche fosse accettabile dai diversi paesi sono indicate da Eichengreen 1985, p. 17.

⁷⁵ Ad esempio Dam 1982, p. 13.

⁷⁶ Lindert 1969. Bloomfield (1959, pp. 21 segg.) ha dimostrato che diverse banche centrali operarono molto attivamente nei mercati dei cambi in questo periodo; come abbiamo visto, anche la Banca d'Italia seguì questa politica. Se gli interventi sul mercato

L'Italia fu in regime metallico per una decina d'anni solamente, ma per almeno i 2/3 del periodo il cambio della lira si mantenne fisso nei confronti dell'oro.

Durante questo periodo, d'altra parte, l'Italia fu esposta a flussi internazionali dei capitali di mole elevata. Durante gli anni iniziali il mercato dei cambi risultò molto condizionato dai movimenti internazionali di fondi, specialmente con il mercato francese. Vari documenti chiariscono come gli alti e bassi del cambio siano dipesi dall'arbitraggio sulla Rendita, tant'è che per stabilizzare il cambio e stroncare la speculazione la banca di emissione ricorse all'espedito di spostare il titolo tra l'Italia e l'estero. La Banca Nazionale d'altra parte non era in grado di fare una politica dello sconto che potesse in qualche modo frenare la speculazione, sia perché un rialzo non era gradito al Tesoro che in questo modo avrebbe visto crescere l'onere sul debito, sia perché l'aumento del costo del denaro avrebbe frenato l'economia: comunque col corso forzoso l'imperativo della stabilità del cambio passava in secondo piano.

Nella seconda parte del periodo la struttura dei nostri conti con l'estero cambiò drasticamente. La bilancia corrente trasse vantaggio da ingenti afflussi di entrate invisibili dovute alle rimesse degli emigrati, alle spese dei turisti stranieri in Italia e ai redditi netti attivi da capitale e lavoro. Il controllo della circolazione e la stabilità dei prezzi permisero al paese di accumulare ingenti riserve valutarie e di stabilizzare il cambio, pur in presenza di un deficit sistematico della bilancia delle merci, rendendo possibile allo stesso tempo il riacquisto

dei cambi non erano parte, ovviamente, del meccanismo di aggiustamento automatico del *gold standard*, è anche discutibile affermare che essi fossero anomali al *gold standard*.

Alcuni autori ci hanno ricordato che la stessa Banca d'Inghilterra imparò, col passare del tempo, che si poteva arrestare un'uscita di oro operando direttamente su quel mercato e lasciando stare il tasso d'interesse, il cui rialzo poteva avere riflessi non sempre graditi sulla situazione economica interna; vedi Scammell 1965, pp. 108-109. La Banca d'Inghilterra operava direttamente sul mercato dell'oro attraverso i così detti *gold devices*, che erano espedienti per allargare o restringere i punti dell'oro in caso di debolezza o di forza della sterlina. Quando la sterlina era debole si poteva abbassare il punto di uscita dell'oro, per esempio scoraggiando gli esportatori di oro in diversi modi. La banca infatti doveva per legge comperare oro alla pari; ma poteva venderlo al di sopra della pari, cosa che fece in vari casi. In altre situazioni rifiutò di vendere oro in barre secondo le modalità richieste dai clienti, adottando invece espedienti che rendevano meno appetibile il cambio; vedi Dam 1982, pp. 35-36 e Scammell 1965, p. 112. Lo stesso fece varie volte la Banca di Francia e similmente operarono le banche centrali di molti paesi europei, vedi Scammell 1965, p. 112. Bisogna dire tuttavia che l'espedito dei *gold devices*, se fu importante per sottolineare le difficoltà che incontrava una politica di rialzo dell'interesse, ebbe portata pratica abbastanza limitata.

di larga parte dei capitali che erano fuggiti all'estero negli anni precedenti.

Dopo la crisi finanziaria del 1893 la lira poté essere annoverata tra le valute più stabili, alla pari delle monete dei paesi che si trovavano al centro del sistema del *gold standard*, anche se legalmente restò sempre una valuta inconvertibile.⁷⁷ Su questa base Fratianni e Spinelli affermano che «l'esperienza dell'Italia non differirebbe nel complesso da quella che si sarebbe potuta verificare se il paese avesse aderito in modo esplicito al *gold standard*».⁷⁸ La tentazione di seguirli lungo questa strada, verso una generalizzazione dell'esperienza del *gold standard*, è certamente forte, ma credo vi si debba resistere; infatti al di sotto di una similarità di facciata, riconducibile alla stabilità del cambio, la storia economica dell'Italia presenta differenze sostanziali rispetto alle caratteristiche di funzionamento dei regimi *gold standard*.

Se in regime di cambio fisso la politica monetaria è endogena, in Italia, con cambi parzialmente flessibili per larga parte del periodo, tale endogenità risultò parziale e limitata.

Nel 1866 la causa che portò l'Italia ad abbandonare la convertibilità, poco dopo avere optato per il bimetallismo, fu il deficit nel bilancio dello stato e la necessità da parte del governo di trovare fondi per finanziare la spesa attraverso la stampa di carta moneta. Il problema di mettere ordine nei conti dello stato è d'altra parte un problema costantemente presente nella storia del nostro paese. Questo fu il problema più importante nel "biennio rosso" subito dopo la prima guerra mondiale; in precedenza, nell'Ottocento, fu il *Leitmotiv* dei discorsi di Quintino Sella, allora Ministro delle Finanze, e poi negli anni Novanta dei ministri Sidney Sonnino e Luigi Luzzatti.⁷⁹ All'inizio del periodo infatti gli effetti dei flussi di capitale con l'estero sull'economia interna fu piuttosto blando per una precisa

⁷⁷ Fu di fatto convertibile - intendo alla pari - dai primi anni del secolo al 1909.

⁷⁸ Fratianni e Spinelli 1984, p. 431. Nello stesso spirito il tasso di cambio della lira è stato considerato "fisso" da Bloomfield (1968, p. 32), dopo il 1900.

⁷⁹ È vero che nei discorsi ufficiali si faceva spesso riferimento, oltre che al pareggio del bilancio, anche alla necessità di un ritorno rapido alla convertibilità, ed è anche vero che appena abbandonato il bimetallismo nel 1866 si istituì una commissione parlamentare con lo scopo di ripristinare il regime metallico, ma si trattò di discorsi più di facciata che di sostanza. Ogni qual volta la lira abbandonò la convertibilità, l'impegno a ripristinarla non venne mai disgiunto da un atteggiamento alquanto morbido nei riguardi del livello del cambio. Molte volte si lasciò che la circolazione seguisse il proprio corso e il governo attese che la situazione internazionale volgesse a proprio favore per poter stabilizzare le valute.

scelta di non "strangolare" l'economia quando il processo di creazione della "circolazione da parte dello stato" declinava a seguito della politica di pareggio imposta al bilancio pubblico;⁸⁰ la flessibilità del rapporto tra riserve e circolazione era evidente, e abbiamo spiegato i vari meccanismi messi in atto dal governo e dalle banche per consentire questo andamento. A fine secolo poi la stabilità del cambio appariva più il risultato di un insieme di circostanze fortunate che consentirono uno stabile avanzo del saldo corrente, che il prodotto di un meccanismo di tipo automatico come quello idealizzato dalle regole del *gold standard*. Fu l'aumento delle riserve a consentire, negli anni di fine secolo, quella politica di isolamento dell'economia nazionale dalle variazioni esterne che il meccanismo del *gold standard* attribuiva invece alle variazioni del tasso di sconto e ai conseguenti rapidi spostamenti dei capitali.

La storia italiana è interessante proprio perché sottolinea l'importanza dell'arbitraggio nel mercato dei capitali come il veicolo principale attraverso il quale si determinava il tasso di cambio, in modo non dissimile da quanto descritto da Yeager con riferimento al fiorino e al rublo in questi stessi anni. In più la stretta connessione che si era formata tra le borse di Parigi e di Roma, o meglio tra il mercato internazionale dei capitali e quello italiano, consente di capire che un cambio moderatamente fluttuante, come fu quello della lira, non vuole dire isolamento rispetto alla finanza internazionale e che per avere integrazione tra i mercati dei capitali non è necessario avere per forza dei tassi di cambio fissi.

È anche chiaro che una politica di gestione attiva dell'offerta di moneta e del cambio deve valutare attentamente i riflessi delle sue azioni sulla domanda interna. In Italia quando si verificarono disturbi esterni, dovuti ad esempio a movimenti esogeni dei capitali esteri, il cambio reale non raggiunse mai rapidamente il suo "valore di equilibrio" e lo squilibrio nei prezzi permase per lunghi anni, generando una posizione di privilegio per la rendita, con un'indebita protezione del settore dell'edilizia privata che, fomentato dalla speculazione, doveva poi mostrarsi così critico per la stabilità dell'intero sistema bancario.

⁸⁰ Fratianni e Spinelli (1991) postulano invece un legame diretto tra bilancio dello stato e politica monetaria; si veda anche Fratianni e Spinelli 1982.

BIBLIOGRAFIA

- BENINI R. (1894), "L'azione dello stato sul corso dei cambi ed i criteri dell'amministrazione italiana", *Giornale degli economisti*, 4.
- BERNHOLZ P. (1982), "Flexible exchange rate in historical perspective", *Princeton Studies in International Finance*, no. 49.
- BLOOMFIELD A.I. (1968), *Patterns of Fluctuation in International Investment Before 1914*, Princeton.
- BLOOMFIELD A.I. (1959), *Monetary Policy under the International Gold Standard, 1880-1914*, Federal Reserve Bank of New York, New York.
- BOCCARDO G. (1879), *Le banche e il corso forzato*, Tipografia del Senato, Roma.
- BORDO M.D. and A SCHWARTZ A.J. eds. (1984), *Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*, The University of Chicago Press, Chicago and London.
- CIOCCA P. (1978), "Note sulla politica monetaria in Italia. 1900-1913", in Toniolo G. a cura di, *L'economia italiana 1861-1940*, Laterza, Roma-Bari.
- CIOCCA P. e ULIZZI A. (1990), "I tassi di cambio nominali e 'reali' dell'Italia dall'unità nazionale al sistema monetario europeo (1861-1979)", in *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, vol. 1., Laterza, Roma-Bari.
- Cunliffe Committee on Currency and Foreign Exchanges after the War* (1918), Cd. 9132, HMSO, London, parzialmente riprodotto in Eichengreen ed. (1985).
- DAM K.W. (1982), *The Rules of the Game. Reform and Evolution of the International Monetary System*, The University of Chicago Press, Chicago and London.
- DE CECCO M. (1986), "La 'protezione del risparmio' nelle forme finanziarie fasciste", *Rivista di storia economica*, 3 (2), giugno.
- DE CECCO M. (1989), "The Italian national debt conversion of 1906", in Giavazzi F., Giovannini A. eds., *Limiting Exchange Rate Flexibility: the European Monetary System*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- DE CECCO M. (1992a), "Gold Standard", in Newman P., Milgate M., Eatwell J. eds., *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. 2, Macmillan, Basingstoke.
- DE CECCO M. ed. (1992b), *L'Italia e il sistema finanziario internazionale, 1861-1914*, Laterza, Roma-Bari.
- DE MATTIA R. (1994), *Moneta, credito e finanza nel processo di formazione e di evoluzione dello Stato nazionale italiano contemporaneo: sintesi storica del periodo 1845-1993*, Essetré, Roma.
- DI NARDI G. (1953), *Le banche di emissione in Italia nel secolo XIX*, Utet, Torino.
- DICK T.J.O. and FLOYD J.E. (1992), *Canada and the Gold Standard, 1871-1913*, Cambridge University Press, Cambridge.

- DRUMMOND I.A. (1987), *The Gold Standard and the International Monetary System*, Macmillan, Basingstoke.
- EICHENGREEN B. ed. (1985), *The Gold Standard in Theory and History*, Meuthen, London and New York.
- FENOALTEA S. (1986), "Public works construction in Italy, 1861-1913", *Rivista di storia economica*, International Issue no. 3.
- FENOALTEA S. (1988), "International re-flows and construction movements in the Atlantic economy: the Kuznets cycle in Italy, 1861-1913", *The Journal of Economic History*, (XLVIII), no. 3.
- FERRARIS M. (1898), "Il rialzo del cambio", *Nuova Antologia*, s.iv, 1° novembre.
- FERRARIS M. (1899), "Il rialzo del cambio", *Nuova Antologia*, s.iv, 16 agosto.
- FERRARIS M. (1901), "Il ribasso del cambio", *Nuova Antologia*, s.iv, 16 novembre.
- FISHLOW A. (1985), "Lessons from the past: capital markets during nineteenth century and the interwar period", *International Organization*, 39(3), Summer.
- FLORA F. (1896), "Cambio e rendita", *Riforma sociale*, 7(3).
- FORD A.G. (1960), "Notes on the working of the gold standard before 1914", in Eichengreen ed. (1985).
- FRATIANNI M. and SPINELLI F. (1982), "The growth of government in Italy: evidence from 1861 to 1979", *Public Choice*, 39(9).
- FRATIANNI M. and SPINELLI F. (1984), "Italy in the gold standard period, 1861-1914", in Bordo and Schwartz eds. (1984).
- FRATIANNI M. e SPINELLI F. (1991), *Storia monetaria d'Italia*, Mondadori, Milano.
- GILLE B. (1968), *Les investissements français en Italie, 1815-1914*, Archivio storico dell'unificazione italiana, Torino.
- KEYNES J.M. (1930), *A Treatise on Money*, Macmillan, London.
- ISTITUTO CENTRALE DI STATISTICA, *Annuario statistico italiano*, vari anni, Roma.
- ISTITUTO CENTRALE DI STATISTICA (1957), *Indagine statistica sullo sviluppo del reddito nazionale dell'Italia dal 1861 al 1956*, Annali di statistica, serie 8, vol. 9, Roma.
- LÉVY-LEBOYER M. (1977), "La balance des paiements et les exportations des capitaux français" in *La position internationale de la France. Aspects économiques et financiers XIX-XX siècles*, Editions de l'école des hautes études en sciences sociales, Paris.
- LINDERT P.H. (1969), "Key currencies and gold, 1900-1913", *Princeton Studies in International Finance*, 24, Princeton.
- LUZZATTO G. (1968), *L'economia italiana dal 1861 al 1894*, Einaudi, Torino.
- MCCLOSKEY D.N. and ZECHER R.J. (1976), *How the Gold Standard Worked*, in Eichengreen ed. (1985).
- MCCLOSKEY D.N. and ZECHER R.J. (1984), "The success of purchasing-power parity: historical evidence and its implications for macroeconomics", in Bordo and Schwartz eds. (1984).
- MARTELLO T. e MONTANARI A. (1874), *Stato attuale del credito in Italia e notizie sulle istituzioni di credito straniere*, F.lli Salmin editori, Padova.

- MITCHELL B.R. (1962), *British Historical Statistics*, Cambridge University Press, Cambridge.
- MITCHELL B.R. ed. (1980), *European Historical Statistics*, Macmillan, Basingstoke.
- PHELPS BROWN E.H. and HOPKINS S.V. (1981), *A Perspective of Wages and Prices*, Methuen, London.
- ROCCAS M. (1990), "L'Italia e il sistema monetario internazionale dagli anni sessanta agli anni novanta del secolo scorso", in *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, vol. 1., Laterza, Roma-Bari.
- SCAMMELL W.M. (1965), "The working of the gold standard" in Eichengreen ed. (1985).
- STRINGHER B. (1882), "La questione monetaria in Italia in rapporto alla abolizione del corso forzato", *Nuova Antologia*, 1° maggio.
- STRINGHER B. (1894), "Il commercio con l'estero e il corso dei cambi", *Nuova Antologia*, 1° novembre.
- SYLLA R.E. (1984), "Comment" a Fratianni e Spinelli (1984).
- TATTARA G. (1994), "Italy and the gold standard", in Bordo M.D. ed., *Monetary Standards and the Periphery: Gold, Silver and Paper, 1850-1939*, in corso di stampa.
- TRIPPIN R. (1964), "The evolution of the international monetary system: historical reappraisal and future prospects", *Princeton Studies in International Finance*, 12, Princeton.
- YEAGER L.B. (1969), "Fluctuating exchange rates in the nineteenth century: the experiences of Austria and Russia" in Mundell R.A. e Swoboda A.K. eds., *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago and London.
- WHALE P.B. (1937), "The working of the pre-war world standard", in Eichengreen ed. (1985).
- WHITE H.D. (1933), *The French International Accounts 1880-1913*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- WILLIAMSON J.G. (1964), *American Growth and the Balance of Payments, 1820-1913: A Study of the Long Swings*, Chapel Hill.
- WITHMAN M. (1975), "Global monetarism and the monetary approach to the balance of payments", *Brookings Papers on Economic Activity*, 3.
- WOOD G. H. et al. (1909), "Wages and the standard of comfort since 1850", *Journal of the Royal Statistical Society*, 72, part 1.
- ZAMAGNI V. (1988), *Il debito pubblico in Italia 1861-1945*, dattiloscritto.