

## Benvenuto Griziotti sulla rivalutazione della lira e sull'afflusso di prestiti esteri negli anni '20\*

MARIO SARCINELLI

### 1. Premessa

Il tema prescelto riguarda gli anni '20 del secolo scorso, il periodo seguito alla prima conflagrazione mondiale, in cui al desiderio di alcuni ceti sociali di ritornare all'ordine che era prevalso sino al 1914 si contrapponevano gli aneliti rivoluzionari di altre classi per stabilire un nuovo sistema politico; da noi la rivoluzione arrivò in vagone letto e senza colpo ferire, altrove insanguinò a lungo città e campagne e diede luogo a regimi ben più oppressivi di quelli di cui ci si voleva liberare. Storici, politologi ed economisti hanno visitato e rivisitato questi anni turbolenti, la cui conoscenza è stata approfondita con lo studio delle carte d'archivio. Perciò, si ha a disposizione un'ampia messe di studi cui attingere per illuminare, da vari angoli, le vicende, i dibattiti, le decisioni di quegli anni. Conoscere il contesto, tuttavia, è necessario per ricostruire il pensiero di Benvenuto Griziotti, come di qualsiasi autore, soprattutto quando la teoria economica si mescola con le convinzioni politiche e con i giudizi di valore sulla distribuzione di oneri e benefici.

□ Università degli Studi di Roma "La Sapienza", Dipartimento di Scienze Economiche, Roma; e-mail: mario.sarcinelli@tiscalinet.it.

\* Comunicazione tenuta il 13 settembre 2006 nel corso del convegno organizzato dal Dipartimento di Economia Pubblica e Territoriale dell'Università degli Studi di Pavia per ricordare "La figura e l'opera di Benvenuto Griziotti (1884-1956)". L'A. è profondamente grato a Pierluigi Ciocca e a Mauro Marè per avere letto e commentato in tempi brevi e in periodo di vacanze una precedente versione di questo testo, omaggio alla memoria di colui che lo avviò agli studi economici e finanziari. Un grazie particolare a Maria Teresa Pandolfi, direttrice della Biblioteca della Banca d'Italia, per il prezioso aiuto nel reperimento delle fonti. Come sempre, resta il solo responsabile di errori, omissioni e opinioni.

Per richiamare alla mente le vicende monetarie e finanziarie di quegli anni, si può dare uno sguardo all'Appendice o, meglio ancora, alla sua ottima fonte (Ciocca e Toniolo 1999, pp. 225-73, nonché Kindleberger 1987, parte IV, pp. 393-541).

Dopo la premessa, il § 2 accenna alle interpretazioni date all'inflazione e al deprezzamento del cambio che caratterizzarono gli anni '20. Nel § 2.1 l'analisi è condotta con riferimento all'Italia sulla base delle evidenze storiche e statistiche. Un tentativo di risposta al quesito sui tempi e sui livelli della stabilizzazione è nel § 3; si accenna nel § 3.1 alla collaborazione internazionale e alla mancanza di *leadership* nella sua conduzione. Il § 4 e i successivi sottoparagrafi sono dedicati all'analisi delle posizioni di Benvenuto Griziotti sui temi monetari internazionali; il § 4.1 tratta della rivalutazione della lira e dei prestiti esteri; il § 4.2 delle strategie di rivalutazione; il § 4.3 dei rimedi alle difficoltà dei grandi debitori a causa della rivalutazione; il § 4.4 del discorso di Pesaro, una decisione nazionale, e delle idee per una pace economica duratura. Le conclusioni sono nel § 5.

\*\*\*

Da una rilettura anche solo superficiale delle vicende monetarie e finanziarie, nazionali e internazionali, nell'Europa degli anni '20 emergono tre quesiti: 1) quale fu la causa efficiente nel determinare l'andamento inflazionistico e quello del cambio? 2) Perché la stabilizzazione avvenne a livelli diversi e in ordine sparso? 3) Nonostante le numerose conferenze, come mai la collaborazione internazionale si rivelò così impari alla bisogna?

## 2. Inflazione nel primo dopoguerra in Europa

Con il 1920 si delineò una chiara distinzione tra i paesi, come l'Austria, l'Ungheria, la Polonia, la Russia e la Germania, che scelsero, consapevolmente o per necessità, la via dell'inflazione, che si tramutò in iperinflazione (335% mensile tra l'agosto del 1922 e il novembre del 1923 in Germania), quelli che sperimentarono ancora aumenti dei prezzi elevati senza innescare processi iperinflativi (Belgio, Finlandia, Italia e Francia) e quelli nei quali l'inflazione venne controllata (i paesi scandinavi, la Svizzera, la Gran Bretagna e l'Olanda). Immediatamente

divampò il dibattito sulle cause dell'iperinflazione germanica. Quasi tutti gli operatori e molti economisti la ricercarono nella bilancia dei pagamenti, cioè negli oneri che la Germania era costretta a sostenere per le riparazioni di guerra e per l'occupazione militare. L'eccessivo carico determinava un forte disavanzo netto sull'estero e, quindi, una flessione del cambio che si ripercoteva sui prezzi all'importazione. Col diffondersi di queste spinte nel sistema dei prezzi e dei salari, le autorità monetarie erano costrette ad allargare la circolazione che finiva col fissare nel sistema l'inflazione importata. Era una spiegazione che poteva valere per il caso tedesco e che, comunque, tendeva ad assolvere le autorità monetarie per la loro accondiscendenza.

Bresciani-Turroni (1931) si incaricò di invertire l'ordine causale e sostenne che il nocciolo del problema andava rintracciato nell'elevatissimo aumento della spesa pubblica dovuta sia al servizio dell'enorme debito accumulato durante la guerra, sia alle spese per programmi economici e sociali, anch'esse notevoli, varate nel dopoguerra. Poiché il consenso politico e sociale per distribuire l'onere di così forti gravami mancava, si faceva ricorso all'emissione di moneta che diventava la causa efficiente dell'inflazione sul mercato interno e del deprezzamento del cambio. Questa spiegazione non solo era solidamente basata sulla teoria quantitativa non ancora sfidata dal verbo keynesiano, ma era di generale applicazione, poiché paesi come il Belgio, la Francia e l'Italia, usciti vincitori dalla guerra, erano affetti dallo stesso male, sia pure in forma meno virulenta. Vale la pena quindi di esaminare una tabella che riporta l'equazione dello scambio stimata per i periodi 1914-20, 1921-26 e 1927-33 per l'Italia (Fратиanni e Spinelli 2001, p. 69, tab. 3.2 e p. 271, tab. 7.1) e soprattutto alcuni grafici (fonti dei dati: Cotula e Garofalo 1993, Salvemini e Zamagni 1993) sull'evoluzione nel nostro paese della circolazione cartacea, delle fonti di creazione della circolazione dei biglietti (comprese le altre passività) degli istituti di emissione, del disavanzo e del fabbisogno pubblico, dei debiti del settore statale e, infine, dei cambi.

### 2.1. *Andamento dell'inflazione e dei cambi in Italia*

Dall'equazione dello scambio (Tabella 1) stimata per gli anni 1914-20 emerge che la moneta e i prezzi aumentarono di conserva con tassi di oltre il 20% annuo, mentre la velocità cadde e la produzione in termini

TABELLA 1

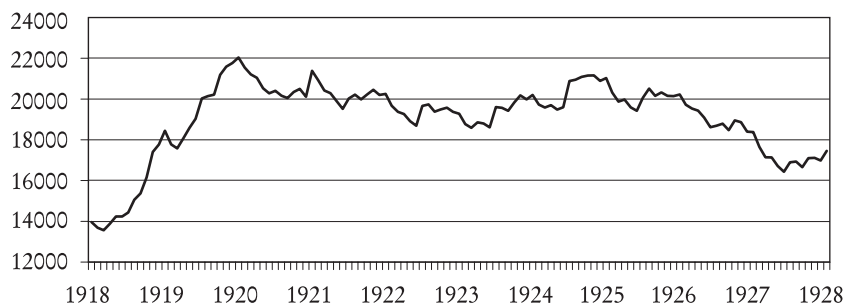
ITALIA: EQUAZIONE DELLO SCAMBIO  
(variazioni percentuali medie annue)

Voci	M	V	P	Y
1914-20	22,7	-1,6	21,1	0,0
1921-26	6,7	1,9	5,2	3,4
1927-33	0,9	-7,9	-7,4	0,4

reali rimase completamente ferma. Nel 1921-26 la moneta crebbe del 6-7% e la velocità quasi del 2%, i prezzi salirono grosso modo del 5% e la produzione si espanse di oltre il 3%. Tra il 1927 e il 1933 velocità e prezzi caddero quasi nella stessa misura, la produzione ristagnò e la moneta aumentò in misura molto ridotta.

Se si guarda alle consistenze della circolazione cartacea (Figura 1), dal picco del 1920 in cui essa superò i 22 miliardi iniziò un trend di-

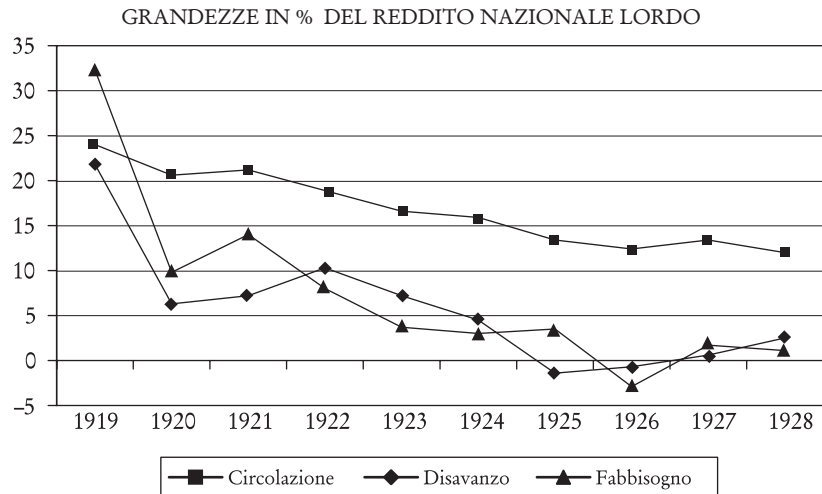
FIGURA 1

CIRCOLAZIONE CARTACEA  
(dati di fine periodo in miliardi di lire)

scendente che nel 1924 la portò al di sotto dei 19 miliardi; di qui ebbe inizio una nuova tendenza espansiva con un nuovo massimo nel 1925 a 21 miliardi; in quest'anno, secondo Paolo Baffi (1973, p. 118),<sup>1</sup> Einaudi scrisse che non bisognava superare la "linea del Piave" dei 20 miliardi. Rapportando la circolazione cartacea al reddito nazionale lordo (Figura 2), la prima si commisurò al 24%, punta dalla quale declinò rapidamente più per l'aumento del reddito nazionale che per la moderata flessione della circolazione. Poiché il reddito nazionale lordo è ai prezzi correnti, fu soprattutto l'inflazione ad "assorbire" circolante.

<sup>1</sup> Baffi rinvia genericamente a Einaudi (1965, vol. VIII).

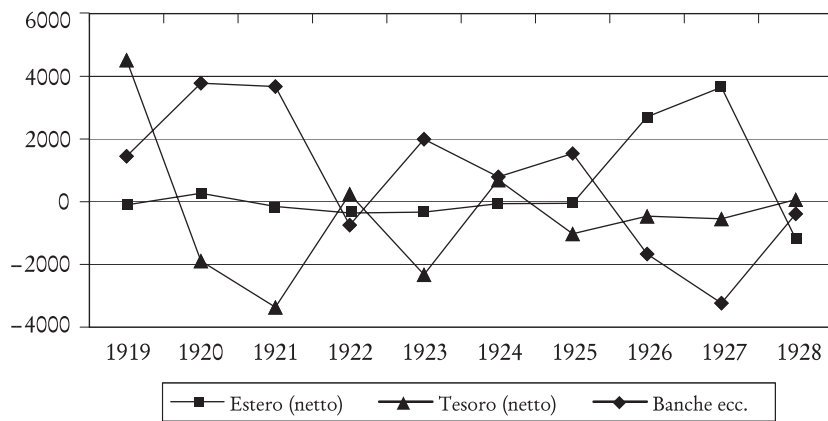
FIGURA 2



Passando alle fonti di creazione della circolazione e delle altre passività degli istituti di emissione (Figura 3), il Tesoro cessò di esserne la principale fonte nel 1919; il suo contributo tornò a essere positivo in misura modesta nel 1922 e più pronunciata nel 1924. Il conto corrente di tesoreria, non riportato tra i grafici (si veda Cotula e Garofalo 1993, p. 818, fig. A.4), non fu utilizzato quale fonte di finanziamento come è accaduto in questo secondo dopoguerra, e mantenne il carattere di una facilitazione creditizia per necessità di cassa. Il suo saldo mostrò un an-

FIGURA 3

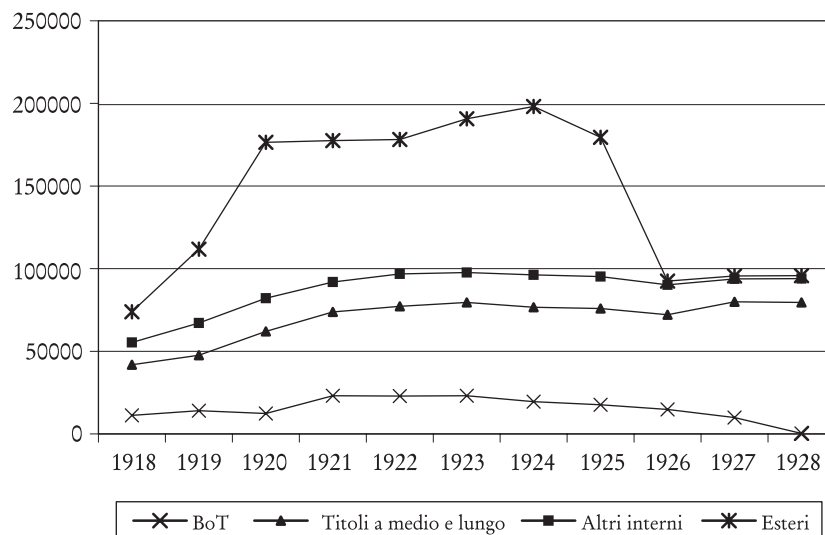
FONTI DI CREAZIONE DELLA CIRCOLAZIONE E DI ALTRE PASSIVITÀ  
DEGLI ISTITUTI DI EMISSIONE  
(variazioni annuali in miliardi di lire)



damento altalenante, sia pure in presenza di un trend positivo; la punta massima venne toccata nel 1926, quando la restrizione della liquidità indusse i detentori di BOT a non rinnovarli e il Tesoro a rivolgersi al suo tesoriere. Rispetto agli anni della guerra, non solo non vi fu ricorso al finanziamento monetario, ma disavanzo e fabbisogno puntarono decisamente verso il basso nel 1920; con un trend abbastanza regolare giunsero a segnare avanzi il primo nel 1925, il secondo l'anno successivo; all'inizio del governo fascista nel 1922, il disavanzo rispetto al Rnl era ancora del 10,3 e il fabbisogno dell'8% (Figura 2). Più preoccupante era il problema del debito con una componente estera di grandi dimensioni contratta per le necessità di guerra e una quota rilevante di debiti a breve, cioè BOT soggetti per loro natura a crisi di rifinanziamento

FIGURA 4

DEBITI DEL SETTORE STATALE  
(milioni di lire)



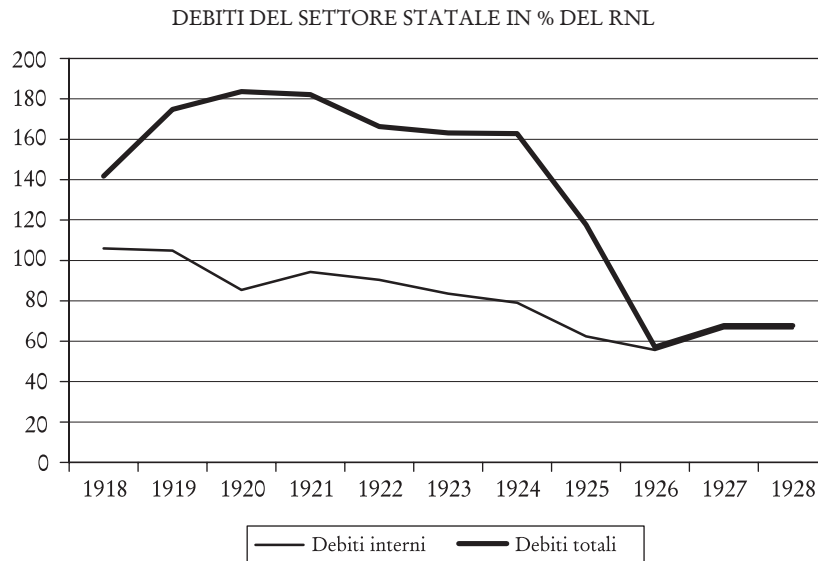
(Figura 4); la prima tra il 1925 e il 1926, in termini attuariali, quasi scomparve per gli accordi di sistemazione con Stati Uniti e Gran Bretagna,<sup>2</sup> la seconda venne ridotta dal consolidamento forzoso<sup>3</sup> e pratica-

<sup>2</sup> Per un approfondimento dei debiti interalleati promosso da Griziotti si veda Fossati (1926).

<sup>3</sup> Il prestito forzoso di consolidamento o del Littorio è stato fortemente criticato da Confalonieri e Gatti (1986, pp. 40-43), che fanno propria la posizione del *Rapporto Cotticelli* da loro presentato in allegato (pp. 140-46), e da Alesina (1988). Per le ridotte

mente si azzerò dal 1928. In termini di Rnl (Figura 5), i debiti totali del settore statale superarono il 180% nel 1920; in quell'anno il debito estero sopravanzò quello interno.

FIGURA 5

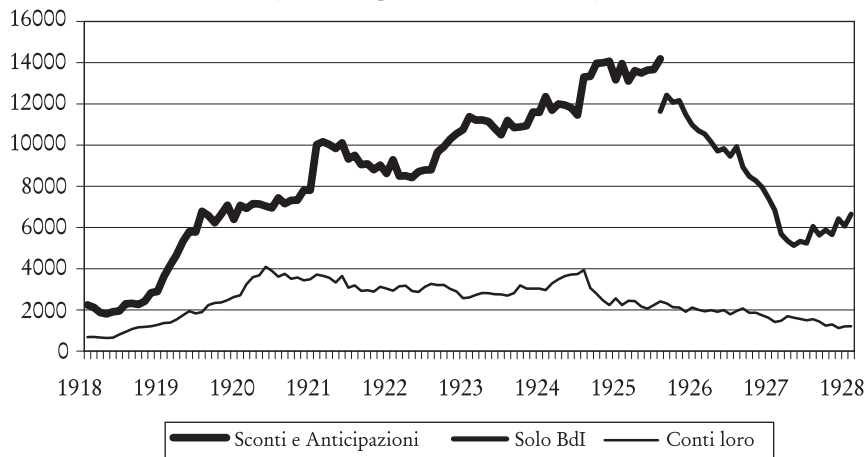


Tornando alle fonti di creazione della circolazione (Figura 3), la componente estera fu moderatamente espansiva nel 1920, ridiventò fortemente positiva nel 1926 e ancor più nell'anno successivo, per effetto dell'afflusso di capitali sollecitato dapprima dal discorso di Pesaro e successivamente dall'attesa della stabilizzazione legale a un tasso ancora da fissare. I conti loro (Figura 6) sui quali affluiva la raccolta estera a breve mostrarono un andamento ascendente sino al 1921 quando raggiunsero un picco; un altro, lungo la discesa, si ebbe nel 1925.

Gli sconti e le anticipazioni degli istituti di emissione (Figura 6) erano le operazioni tipiche dell'epoca a favore di banche e privati; la pluralità degli emittenti di biglietti e la loro natura promiscua che li poneva in diretta concorrenza con le banche esercitavano una forte spinta alla loro espansione; nel 1920 quando il trend ascendente divenne ripidissimo, Stringher ammise che la loro esplosione era dovuta alle cospicue operazioni collegate col 6° prestito nazionale, motivazione certamente

conseguenze sulle quotazioni o per una puntuale considerazione delle condizioni in cui il consolidamento avvenne hanno mostrato un atteggiamento più favorevole Toniolo e Ganugi (1992, pp. 121-22) e Ripa di Meana (1993).

FIGURA 6

 ISTITUTI DI EMISSIONE: SCONTI E ANTICIPAZIONI, CONTI LORO  
 (dati di fine periodo in milioni di lire)


valida ma transeunte, all'aumento molto sensibile dei bisogni delle industrie e dei commerci, all'ascesa dei prezzi (Cotula e Spaventa 1993, p. 63). Certamente l'assetto istituzionale non era dei più idonei per un'azione restrittiva di politica monetaria, ma forse anche le pressioni degli ambienti industriali non furono del tutto estranee. Ne è indiretta conferma lo smantellamento progressivo dal 1921 di molti controlli sui movimenti di capitali e il mancato utilizzo di quelli rimasti (*ibid.*, p. 101).<sup>4</sup> Nel 1925 e nell'anno successivo le tensioni valutarie e il deprezzamento della lira sembrano proprio da collegare all'aumento di sconti e anticipazioni non legati a operazioni di salvataggio (*ibid.*, p. 116). Comunque, dopo il fallimento della Banca Italiana di Sconto la preoccupazione di non creare ulteriori shock al sistema finanziario e a quello produttivo indusse una certa lassità monetaria.

L'andamento dei cambi della lira fu piuttosto accidentato durante tutto il periodo della fluttuazione; conseguentemente tale risultò il tasso effettivo nominale (Figura 7). Quello reale (Figura 8), fortemente deprezzato e vantaggioso nel 1920, ritornò ai livelli del 1913 l'anno successivo, dopo di che assunse un andamento altalenante lungo un trend negativo; quest'ultimo si invertì con la stabilizzazione. D'altro canto, l'instabilità del cambio, e non l'inflazione, sembrava favorire la crescita attra-

<sup>4</sup> Sull'opportunità e sull'efficacia del controllo dei cambi e dei movimenti di capitale si veda de Cecco (1995).



FIGURA 7

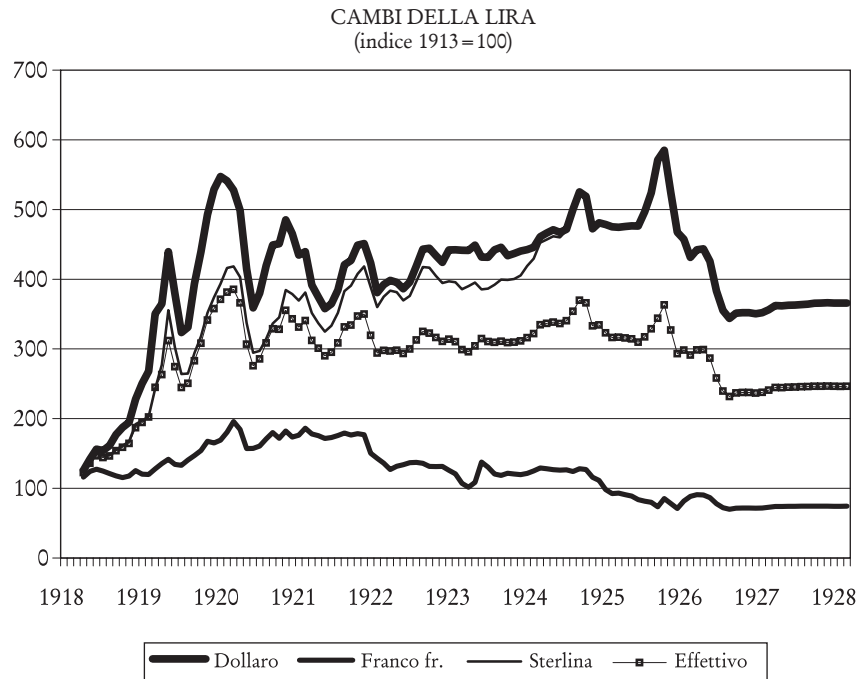
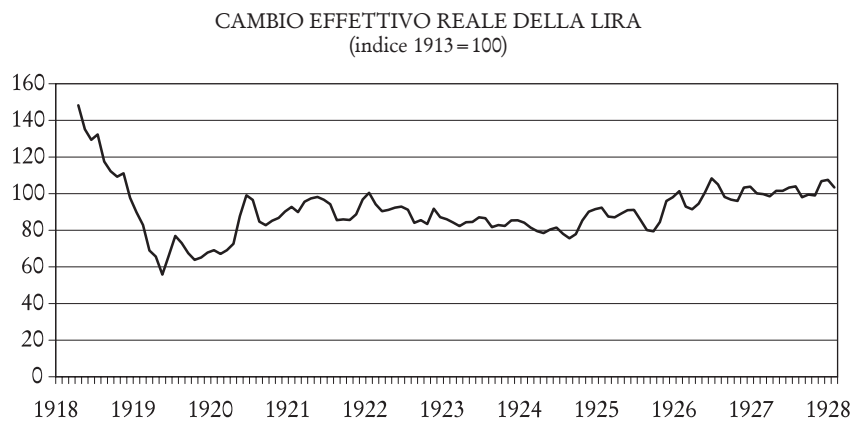
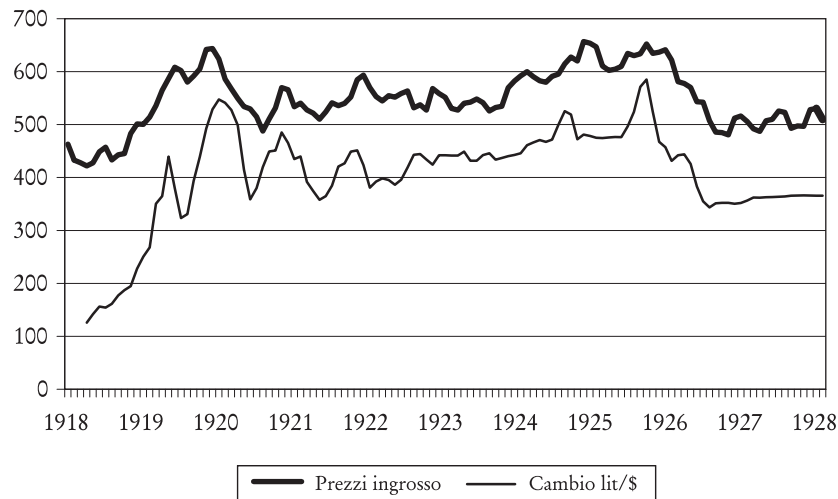


FIGURA 8



verso gli effetti reali della svalutazione nominale, poiché negli anni '20 vi era in tutti i paesi una stretta correlazione tra la volatilità dei cambi e quella dei prezzi dei beni (*ibid.*, p. 99); la similarità degli andamenti in Italia tra i prezzi all'ingrosso e la quotazione del dollaro fu piuttosto pronunciata, almeno sino alla stabilizzazione (Figura 9).

FIGURA 9

PREZZI ALL'INGROSSO E CAMBIO LIT/\$  
(indice 1913 = 100)

Mussolini, impaziente per la debolezza della lira, cominciò a interessarsi personalmente ai problemi della circolazione e del cambio, arrivando persino a enunciare una “teoria” secondo la quale il cambio tra due monete è dato dal rapporto tra i volumi delle rispettive circolazioni; il discorso di Pesaro, in base alla testimonianza di Jung, fu «improvvisato» dopo che il capo del governo aveva per mesi studiato il problema (*ibid.*, pp. 131-32). Comunque, le aspettative vennero influenzate nel senso desiderato, fondi esteri affluirono in abbondanza e la quotazione della lira salì.

A mo' di chiusura di questo paragrafo, si può affermare che il riequilibrio macroeconomico, come ai tempi di Quintino Sella, venne perseguito attraverso la deflazione fiscale e l'inflazione monetaria, con conseguenze negative per i prezzi e per il cambio (de Cecco 1993, p. 50).

### 3. Tempi e livelli diversi di stabilizzazione in Europa

Alla seconda domanda sul perché la stabilizzazione avvenne a livelli diversi e in ordine sparso non è facile dare una risposta che valga per tutti i paesi che uscirono dalla guerra. In primo luogo, vi erano paesi vinti

e paesi vincitori; tra questi vi erano gli Stati Uniti, che con il primo conflitto mondiale divennero la principale potenza economica, e la Gran Bretagna, che rispetto ai belligeranti continentali aveva subito relativamente pochi danni materiali ma perso il ruolo di regista della politica economica internazionale. Vi erano tuttavia anche paesi come il Belgio, la Francia e l'Italia ai quali nel dopoguerra toccò di affrontare problemi economici, sociali e politici non dissimili, anche se meno gravi, da quelli che si posero ai paesi vinti come la Germania e l'Austria; nel cammino per il ritorno ai cambi fissi i primi non vollero essere accomunati nelle procedure che furono concordate per i secondi. Inoltre, anche tra Belgio, Francia e Italia non v'era unicità di approccio, poiché i due paesi minori erano decisi ad allontanare l'ombra francese...

Inoltre, i problemi strutturali erano in qualche misura diversi; ad esempio, in Francia predominava nelle imprese l'autofinanziamento, mentre in Italia era il credito bancario a farla da padrone cosicché, quando imprese come l'Ansaldo entrarono in crisi per la riconversione dalla produzione bellica a quella civile, l'instabilità si trasmise al sistema bancario, vittima a sua volta delle mire degli industriali desiderosi di assicurarsi finanziamenti pressoché illimitati. Crisi bancarie si ebbero anche in altri paesi; particolarmente acuta fu quella che investì la Spagna (Feinstein, Temin e Toniolo 1998, pp. 47-48). In altri termini, la diversità delle condizioni e degli obiettivi politici fece sì che il ritorno alle parità fisse avvenisse alla spicciolata, non secondo un piano generale e tanto meno in modo uniforme.

### 3.1. *Manca di una leadership internazionale*

La risposta all'ultima domanda, ovvero come mai la collaborazione internazionale non fu all'altezza della bisogna, è probabilmente univoca: fu a causa della fatica della transizione dalla *leadership* inglese a quella americana nel sistema monetario internazionale. Se si guarda al numero delle conferenze che venne organizzato e ai contatti che si svilupparono per concordare piani per la stabilizzazione delle monete non si può affermare che vi sia stata poca attività in assoluto nella collaborazione internazionale, ma i suoi effetti furono probabilmente transeunti, forse per la divergenza degli obiettivi finali che coincidevano solo per il breve periodo, più probabilmente per la mancanza di un'affermata *leadership*. Forse, l'internazionalismo del secolo XIX non era genui-

no, bensì la conseguenza del primato finanziario e dell'iniziativa commerciale della Gran Bretagna, resi possibili a loro volta dalla sua supremazia economica e navale (Kindleberger 1992, p. 187). Negli anni '20 il governatore della Bank of England, Montagu Norman, desiderava ricostituire un sistema monetario internazionale basato sul cambio aureo, centrato su Londra e sulle istituzioni finanziarie della City e gestito da banche centrali indipendenti, delegate dai governi a trattare ogni problema inerente all'oro e alla circolazione. Il presidente della Federal Reserve di New York, Benjamin Strong, non era assillato dalla penuria d'oro, anzi; le forniture sollecitate dalla guerra avevano portato la bilancia commerciale americana in forte avanzo; l'oro era rifluito sulla sponda occidentale dell'Atlantico. Con la morte di Strong nel 1928 si interruppe il cammino dell'America per la conquista della *leadership* nel disegnare e gestire il sistema monetario internazionale; dotato di grande capacità diplomatica e di persuasione, il banchiere centrale americano aveva portato Mussolini a condividere la sua strategia di stabilizzazione, a ridare spazio alla Banca d'Italia che il Ministro Volpi aveva emarginato a favore della Comit, a unificare il diritto di emissione togliendolo al Banco di Napoli e al Banco di Sicilia, ad associare Stringher alle trattative per il sostegno internazionale alla stabilizzazione legale della lira (de Cecco 1993, pp. 54-70).

#### 4. Pensiero e polemiche di Benvenuto Griziotti sui temi monetari internazionali

Due sono i volumi che nel cruciale biennio 1926-27 Benvenuto Griziotti pubblicò insieme con allievi e collaboratori sulle vicende monetarie italiane e internazionali; su di essi (Griziotti 1926a e 1927a) è essenzialmente basata l'analisi che seguirà, ma sull'argomento la bibliografia del Nostro è ben più ampia.<sup>5</sup> Già nel saggio iniziale del primo

<sup>5</sup> Prima che i due volumi vedessero la luce, le problematiche della rivalutazione e dei prestiti esteri erano state affrontate già in vari articoli, richiamati dallo stesso Griziotti (1927a, p. 81, nota 1), tra cui, ad esempio, nel *Giornale degli economisti* (1920), nella *Rivista bancaria* (1921 e 1923), nella *Critica sociale* (1922a e 1922b). Nello stesso periodo in cui apparvero i due volumi, egli pubblicò anche due note sulla *Rivista delle casse di risparmio* (1926b e 1926c), nonché un'esegesi delle decisioni italiane per The American Chamber of Commerce in France (1927b). Delle problematiche monetarie

volume ("I lineamenti della finanza italiana dalla costituzione del Regno ad oggi" – Griziotti 1926a<sub>1</sub>), egli ricordò che il Presidente del Consiglio, Mussolini, aveva dichiarato

«[a]l Senato, il 16 novembre 1922 [...] che bisognava arrivare colla massima celerità possibile al pareggio con un regime della lesina e l'utilizzazione intelligente delle spese. In una seduta successiva del Senato, il 28 novembre 1922, l'on. Mussolini fece un'altra fondamentale dichiarazione assentendo con l'interruzione: «Spero» al grande compiacimento che l'on. Loria manifestava [... avendo] letto che il Presidente del Consiglio aveva affermato il proposito di portare gradualmente il valore della lira a cinquanta centesimi [oro].

Nella stampa, anzi, si attribuì all'on. Mussolini la fiducia di portare la lira a cinquanta centesimi in tre mesi». (*ibid.*, p. 27)

«Nella politica finanziaria per riguardo al capitale il governo fascista ripetutamente ha formulato il principio, approvato nel Consiglio dei Ministri dell'8 novembre 1922, che lo stato non intende contrarre alcun prestito all'estero, e si limita a facilitare l'affluenza del capitale straniero verso l'industria privata [.../...]. Il nuovo Ministro del Tesoro [de' Stefani, succeduto a Tangorra] non esprime idee ben decise nemmeno nei riguardi della politica monetaria, poiché nello stesso discorso tenuto alla Scala, nel maggio 1923, parla della possibilità di una progressiva rivalutazione della moneta come di un evento sperato e temuto» (*ibid.*, p. 28).

Dopo avere richiamato altre dichiarazioni di de' Stefani del 4 aprile e del 2 giugno sul proposito di destinare alla riduzione della circolazione gli incrementi delle entrate, Griziotti criticò che il prestito di 50 milioni di dollari accordato dalla casa Morgan agli istituti di emissione (precursore del Kingdom of Italy loan di 100 milioni) fosse destinato a moderare le oscillazioni di mercato, anziché a riconquistare le posizioni perdute dalla lira. Aggiunse in modo perentorio:

«La politica monetaria fascista, che si era affermata per bocca soprattutto dell'on. Mussolini, nettamente favorevole alla rivalutazione, subì per via il dominio dell'indirizzo dei banchieri, degli industriali e di quegli economisti italiani e stranieri, che sono contrari ai propositi di far crescere il valore della lira» (*ibid.*, p. 29).

---

internazionali Benvenuto Griziotti continuò a occuparsi negli anni '30 in vari scritti, ad esempio, nel *Journal des Nations* (1932), nel *Giornale degli Economisti* (1934), negli *Atti dell'Istituto Nazionale delle Assicurazioni* (1935a), che ebbero organica sistemazione nel corso tenuto all'Accademia di diritto internazionale dell'Aia (1935b).

In questa marcia indietro, egli vedeva i rischi di ulteriori indebolimenti del cambio, poiché era stata soltanto la prospettiva della rivalutazione che aveva indotto all'estero i possessori di cinque-otto miliardi di lire a non disfarsene e gli emigranti italiani a continuare a fare rimesse; con aspettative di ribasso, gli stessi capitalisti italiani avrebbero acquistato valute estere (*ibid.*, pp. 29-30).

Nel dare atto a de' Stefani di avere chiuso il proprio mandato ministeriale con un avanzo di bilancio di 209 milioni, «esclusi però i reali carichi dei debiti esteri e altri oneri differiti» (*ibid.*, p. 37), ricordò che la lira era «dotata nel mercato interno del potere d'acquisto di solo 15,7 centesimi oro» (ivi). E al ministro dimissionario che si vantava di avere ispirato la propria azione alle tradizioni della finanza inglese e americana ribatté:

«In Inghilterra e negli Stati Uniti d'America la borghesia più evoluta socialmente ed economicamente della nostra e illuminata da più elevati principii morali, affronta con maggiore risolutezza gli oneri finanziari che le spettano» (*ibid.*, p. 38).

A un anno dall'omicidio Matteotti, non si può dire che abbia risparmiato critiche al Presidente del Consiglio e al suo ministro delle Finanze e del Tesoro; a quest'ultimo non concesse nulla più di quanto dovuto,<sup>6</sup> mentre Einaudi lo aveva elogiato per avere tenuto l'ufficio «con amore del pubblico bene, ferma difesa dell'erario e volontà di ritorno alle tradizioni antiche» (Einaudi 1925b, p. 360).

#### 4.1. Rivalutazione della lira e prestiti esteri

Ne "La politica della lira" (1926a<sub>3</sub>) viene affrontata la problematica del continuo ribasso della moneta sino all'annullamento del suo valore, della stabilizzazione al livello raggiunto sul mercato dei cambi o della rivalutazione sino a conseguire la parità aurea prebellica o «quel livello che sarà dato dal definitivo assetto dell'equilibrio economico internazionale alla fine della crisi postbellica» (*ibid.*, p. 79). A favore della prima opzione militano non solo gli speculatori e i ceti industriali e bancari che,

<sup>6</sup> Griziotti, mosso da afflato etico, aveva criticato aspramente l'abolizione dell'imposta sul vino, compensata con aggravii su zucchero e caffè, annotando: «[S]i è favorito il vizio, gravata la necessità del vivere» (1926a<sub>1</sub>, p. 35).

avendo diritti di proprietà o debiti, cercano di avvantaggiarsi con la svalutazione ai danni dei creditori, dei titolari di redditi fissi e dei lavoratori, ma anche coloro che inconsapevolmente li appoggiano lasciando «andare le cose per la loro china» (*ibid.*, p. 80). Alla seconda sono favorevoli quanti si rendono conto che è molto faticoso risalire la strada che si percorse in discesa; tra costoro vi erano economisti quali Keynes<sup>7</sup> e Cassel,<sup>8</sup> da noi Del Vecchio<sup>9</sup> e Bachi (1925, p. 186). Alla terza, quella dei rivalutazionisti, aderivano Flora, Loria, Supino, lo stesso Griziotti, con grande cautela anche Einaudi (1925a)<sup>10</sup> e molti senatori del Regno, sia inclini sia contrari al fascismo. Le giustificazioni a favore di questa tesi andavano da un inconscio desiderio di restaurazione della lira ai fasti dell'era giolittiana,<sup>11</sup> a necessità di ristrutturazione industriale,<sup>12</sup> a motivazioni di giustizia distributiva, poiché non si poteva accettare che i ricchi speculando diventassero sempre più ricchi e i creditori fossero spogliati sistematicamente a vantaggio dei debitori.<sup>13</sup> Griziotti sostenne an-

<sup>7</sup> Keynes sostenne inizialmente che bisognava stabilizzare i cambi ai livelli raggiunti sul mercato attraverso un sistema a cambio aureo cui doveva aderire il maggior numero possibile di paesi (1922, pp. 251-60). Successivamente (1925) propose un sistema disancorato dall'oro, con le banche centrali incaricate di perseguire la stabilità dei prezzi interni.

<sup>8</sup> Cassel (1920) era convinto come Hawtrey (1920) che l'oro non conservasse costante il suo potere d'acquisto, cosicché per mantenerlo al centro del sistema monetario internazionale a cambio aureo era necessario che la stabilizzazione fosse assicurata dalla collaborazione delle banche centrali.

<sup>9</sup> Del Vecchio rappresentò molto efficacemente la rigidità dei salari e di alcuni prezzi verso il basso, nonché l'asimmetria di inflazione e deflazione negli effetti distributivi (1932, pp. 351-88, citato anche in Baffi 1973, p. 117).

<sup>10</sup> Sull'inflazione monetaria del periodo si veda Einaudi (1933, pp. 337-58).

<sup>11</sup> Secondo Baffi (1973, p. 114), l'affermazione del prestigio della nazione e del regime non contrastava con l'ipotesi avanzata, discutendo con Tasca, da Piero Sraffa (1927), quella del «tentativo da parte del fascismo di conquistare l'appoggio delle classi medie».

<sup>12</sup> Griziotti (1927a<sub>2</sub>) parla della riorganizzazione industriale avvenuta in Germania in senso verticale e anche orizzontale e della necessità che la rivalutazione provochi «adattamenti fra lo sviluppo delle imprese e i reali bisogni del consumo» (p. 40). Sulla necessità di ristrutturazione industriale in quegli anni e sugli errori commessi dagli imprenditori si vedano Filosa, Rey e Sitzia (1976) e Gualerni (1982).

<sup>13</sup> In tutta la sua vita Griziotti avversò fortemente l'inflazione come metodo di tassazione. Contro Keynes (1925, p. 55), il quale sosteneva che con l'inflazione «l'onere dell'imposta è ben distribuito, poiché ad essa non si può sfuggire, la sua esazione non costa nulla ed essa colpisce, all'ingrosso, in proporzione alla ricchezza della sua vittima», faceva notare che la capacità contributiva dei soggetti era molto diversa (1926a<sub>3</sub>, pp. 90-91). Va anche ricordato che Keynes (1919, pp. 148-49, corsivo nell'originale) aveva affermato che «[a]ttraverso un continuo processo di inflazione i governi [...] non solo confiscano, ma confiscano *arbitrariamente*; e mentre il processo impoverisce molti, di fatto

che che sia i consumatori sia i produttori avevano da guadagnare da una rivalutazione della lira attraverso il commercio con l'estero:

«Aumenta il potere d'acquisto [...] sulle] merci che importiamo e che prevalgono per valore su quelle che esportiamo. Viene diminuito il premio d'esportazione che godono le industrie che mandano le merci all'estero: ma scema altresì lo sfruttamento, che attraverso il commercio internazionale, e per il maggior prezzo dei prodotti che ci vendono e per il minor prezzo delle merci che ci comprano, esercitano i paesi a valuta elevata sul nostro, a spese dei redditi anelastici. [/] Diminuisce in sostanza l'impoverimento del paese nostro a vantaggio dei paesi a valuta elevata e dei ristretti gruppi industriali e speculatori, che traggono vantaggio dalla perdita nel potere d'acquisto della lira» (Griziotti 1926a, p. 86).

Che la svalutazione provochi un peggioramento della ragione di scambio per il paese che l'attua o la subisce e che il contrario sia vero per la moneta che si rivaluta è fuor di dubbio; se l'obiettivo della politica economica è il raggiungimento del pareggio o almeno un sostanziale miglioramento nella bilancia commerciale non v'è alternativa, come l'esperienza di questo secondo dopoguerra e la prassi operativa del FMI mostrano. Il problema è che nella prima parte degli anni '20 l'obiettivo di fatto perseguito, oltre al risanamento del pubblico bilancio, cioè alla deflazione fiscale, era il mantenimento in vita o almeno la morte controllata della struttura industriale e finanziaria emersa dalla guerra, cioè l'inflazione monetaria. A distanza di molti decenni ciò è abbastanza chiaro, ma era stato già percepito da Griziotti poiché egli affermò:

«L'inflazione monetaria per se stessa non è la causa del deprezzamento della lira. Un prestito forzoso, che consolidasse in un prestito fruttifero a lunga scadenza la quantità di moneta in circolazione, non sarebbe sufficiente a dare credito allo Stato: potrebbe anzi creare maggiore diffidenza e fare cadere più in basso la lira» (*ibid.*, p. 97). «Non è la quantità di biglietti messi in circolazione la causa del deprezzamento; questa sta nell'aver ecceduto il credito, che il mercato consentiva allo Stato, agli Istituti di emissione e al Consorzio per anticipazioni su valori industriali e nel non aver manifestato colle parole e coi fatti le vie per garantire il rimborso dei debiti» (*ibid.*, p. 98).

arricchisce alcuni». Agli inizi del secondo conflitto mondiale Griziotti (1940, pp. 87-100) definì controinflazione l'azione economica, finanziaria e tecnica rivolta a prevenire, contenere o ridurre l'inflazione temuta o in atto, per evitare di dover ricorrere successivamente alla deflazione, processo di risoluzione di una situazione inflazionistica.



Sono l'eccesso di credito interno e il timore di una prospettiva iperinflazionistica per liberarsi del debito pubblico che spingono Griziotti ad accusare «la politica del Tesoro e delle Banche d'emissione dominata dalla plutocrazia [...] ad ottenere dall'inflazione, anziché dal mercato dei capitali, il credito necessario» (*ibid.*, p. 100), a invocare il ricorso ai prestiti esteri per finanziare gli investimenti e a non risparmiare critiche a de' Stefani che ripetutamente li aveva esclusi per la pubblica amministrazione.<sup>14</sup>

«La rivalutazione della lira purché assecondata da opportuna politica finanziaria,<sup>15</sup> attirerebbe invece con sé una forte corrente di capitale straniero, che si accontenterebbe anche di moderato interesse dall'investimento, trovando il compenso nel guadagno di capitale, che l'ascensione della nostra moneta consente» (*ibid.*, p. 88).

In verità, questo è il meccanismo che governa il movimento dei capitali a breve; perché agisca anche per i prestiti a lungo termine l'estero dovrebbe avere aspettative per un graduale raggiungimento di una parità molto elevata e per un consolidamento dell'equilibrio economico e monetario, vale a dire la riconquista dell'età giolittiana.

Oltre a essere strategici nella rivalutazione della lira, Griziotti sostiene che i prestiti «devono [...] contribuire a facilitare gli scambi commerciali, a stimolare l'attività economica» (*ibid.*, p. 112) e respinge le critiche di coloro che sbandierano la massima: *aes alienum aeterna servitus*. Sugli investimenti diretti, si esprime con maggiore cautela:

«Anche iniziative straniere, entro certi limiti, possono essere incoraggiate in Italia, soprattutto se appoggiate in tutto o in parte a imprenditori e capitalisti italiani» (*ibid.*, p. 123).<sup>16</sup>

<sup>14</sup> Non era stato permesso al comune di Milano di contrarre un prestito in America, successivamente concesso dopo che vi aveva fatto ricorso il comune di Roma. A giustificazione di de' Stefani va detto che il debito estero contratto dall'Italia per le necessità belliche non solo era ingente, ma aumentava col deprezzamento del cambio, che presumibilmente le emissioni pubbliche avrebbero dovuto pagare un elevato premio per il rischio sovrano e, infine, che il mercato americano era chiuso per i paesi che non avevano provveduto a sistemare i debiti di guerra. Si veda su tutta questa problematica Asso (1993).

<sup>15</sup> L'Italia, che non desiderava indebitarsi all'estero, partecipava a operazioni internazionali di prestito o di garanzia per la stabilizzazione, le quali determinavano una fuoriuscita di capitali e quindi un indebolimento della lira. Con riferimento alle posizioni di Griziotti si veda Asso (1993, pp. 193-95 e 213).

<sup>16</sup> L'impostazione di Griziotti appare più liberale in (1927a, pp. 105-06).

Data la scarsa considerazione che dal testo emerge per industriali e banchieri italiani, definiti plutocrati e speculatori, non è chiaro su quali forze imprenditoriali egli facesse assegnamento per utilizzare i prestiti e sviluppare l'economia. Forse, l'accento alla necessità di «disciplinare il credito per risanare l'economia nazionale con un'opera oculata di selezione e di limitazione» (*ibid.*, p. 112) potrebbe indurre a credere che egli antivedesse quella presenza dello stato nell'economia che si ebbe negli anni '30. Inoltre, perché bollare come disfattismo monetario «il non contrarre alcun prestito all'estero da parte dello Stato» (*ibid.*, p. 125), se il bilancio aveva raggiunto il pareggio e la rivalutazione della lira era attesa dal rilancio dell'economia, non dagli interventi sul mercato dei cambi? Per di più, in un saggio del secondo volume,<sup>17</sup> Griziotti (1927a<sub>3</sub>, pp. 96-103) riprese esplicitamente la tesi, già sostenuta anni prima (1923), di prestiti da contrarre con l'intervento dei governi del paese concedente e di quello ricevente e dei prestiti che il Tesoro può garantire nell'interesse dell'economia nazionale.<sup>18</sup> Anche se è prudente non farsi prendere la mano, è evidente in lui uno spirito "interventista" che non poteva esprimersi compiutamente nella fase "liberale" del fascismo e che in qualche misura prefigurava soluzioni che si sarebbero affermate nel secondo dopoguerra, ad esempio con i prestiti del Piano Marshall e anche della Banca Mondiale.

#### 4.2. Strategie di rivalutazione

Sui modi per conseguire la rivalutazione, Griziotti respinge, come inadatta alla situazione italiana, sia la deflazione attraverso la riduzione della circolazione monetaria, sia quella che la persegue attraverso il tas-

<sup>17</sup> In questo volume appaiono i contributi, spesso di notevole livello, di Angelone (1927), Pugliese (1927a, 1927b e 1927c), Vanoni, il quale non pensava «almeno per ora, in modo assoluto e decisivo [... ad] una rivalutazione integrale» (1927, p. 350).

<sup>18</sup> Griziotti, di sentimenti socialisti, era istintivamente portato a confidare nello stato anche per il reperimento delle risorse finanziarie all'estero. Al contrario, Einaudi (1925c), liberale, ne rifiutava l'ingerenza, in particolare nelle operazioni di indebitamento estero dei privati; citando *La politica finanziaria italiana - Studi sui problemi monetari e finanziari*, Einaudi esclude, ricordando probabilmente Griziotti (1923), ogni coinvolgimento dello stato nell'approvvigionamento di capitali per i privati, sebbene nel primo volume, quello del 1926, non si assegni alcun ruolo alla mano pubblica nella raccolta estera per il settore produttivo.

so di sconto<sup>19</sup> o il razionamento del credito. Citando Krech (1921), Seligman (1921), Hawtrey (1923) e Rist (1924), conclude che:

«La via da seguire nella rivalutazione della lira non può essere che quella di sistemare le finanze, disciplinare il credito [...], sviluppare le relazioni economiche internazionali per aumentare il credito alla nostra valuta, il volume degli affari, il lavoro delle nostre industrie, l'occupazione in patria di una parte della popolazione, che ora deve emigrare» (Griziotti 1926a<sub>3</sub>, p. 112).<sup>20</sup>

Ovviamente i rivalutazionisti hanno o devono avere una grande fiducia nella capacità del sistema economico di riportare in linea senza troppe frizioni i prezzi interni con quelli esteri in funzione della parità di cambio alla quale si intende stabilizzare la moneta; tuttavia, non solo non è possibile cancellare alcuni effetti duraturi che nell'organismo economico l'inflazione produce (Pugliese 1927c, p. 251), ad esempio attraverso la mutata composizione della produzione, o evitare una più o meno grave crisi da aggiustamento (*ibid.*, p. 295) o avere sincronismo nella discesa dei prezzi all'ingrosso e di quelli al minuto (*ibid.*, pp. 301-02), ma bisogna tener presente le conseguenze del principio nominalistico della moneta e la continuità dei contratti. Se l'inflazione avvantaggia il debitore<sup>21</sup> e danneggia il creditore, avviene esattamente il contrario in caso di deflazione.

#### 4.3. Rivalutazione e debito pubblico

Il più grande mutuatario di solito è lo stato attraverso il debito pubblico; la rivalutazione quindi danneggia le pubbliche finanze, i contri-

<sup>19</sup> In un memorandum della Bank of England al Cancelliere dello Scacchiere del 1920 venne chiaramente detto: «Il primo e più urgente compito del paese è di ritornare al *gold standard* eliminando il deprezzamento della moneta che si è verificato. Si può ottenere tale eliminazione invertendo il processo mediante il quale si è creato il deprezzamento, e cioè la creazione artificiale di moneta e di credito, e lo strumento corretto per ottenere tale risultato è il tasso di interesse. Il processo di deflazione dei prezzi che ci si può attendere faccia seguito al controllo dell'espansione del credito deve necessariamente essere doloroso per alcune classi della comunità, ma è inevitabile» (citazione da Howson 1975, p. 18, riportata anche da Feinstein, Temin e Toniolo 1998, pp. 49-50).

<sup>20</sup> Paolo Baffi (1973, p. 117) riconosce che tra i rivalutazionisti Griziotti «mirava a conseguire l'apprezzamento della lira mercé l'espansione economica».

<sup>21</sup> Una stima della falcidia subita dai creditori è presentata da Lillia (1926, pp. 135-39).

buenti e in definitiva ogni speranza di crescita economica. I rivalutazionisti devono necessariamente prevedere meccanismi legali di adeguamento, ad esempio, come proponeva Cabiati (1924, vol. I, p. 296), di rimborsare i prestiti contratti durante il periodo di moneta svalutata come se fossero debiti di valore, quindi a una frazione della nuova parità. Ciò significa discriminare secondo gli anni o anche i mesi in cui i debiti si sono generati e rendere asimmetriche la fase inflazionistica e quella deflazionistica. Quale soluzione propone Griziotti per risolvere il problema del debito pubblico? La seguente (1926a<sub>3</sub>, p. 117):

«[...] sarebbe senza giustificazione lo Stato se non cercasse di rimborsare almeno in parte i debiti [consolidati], come ha diritto di fare, intanto che la lira è deprezzata [...] senza ferire gli interessi dei creditori [.../...]. L'operazione che suggerisco per effettuare il rimborso è quella del riscatto delle imposte reali. Essa è da raccomandare anche per eliminare dal nostro ordinamento tributario le imposte [...] che [...] corrispondono alle esigenze di un'era finanziaria e a condizioni economiche ormai sorpassate e devono cedere il posto alle imposte personali».

La riduzione del valore capitale di un cespite immobiliare per effetto dell'imposta, la convenienza per il proprietario di recuperare attraverso il riscatto, quasi fosse un'ipoteca, il pieno valore del bene e il vantaggio per lo stato di poter rendere più elastico il sistema tributario sono tra i temi di finanza pubblica teorica su cui Griziotti (1918) ha insistito maggiormente e di cui invano ha raccomandato l'applicazione pratica.<sup>22</sup> In questa sede non si può rivangare una *vexata quaestio*, che sollevò subito critiche da parte di Einaudi (1919), ma solo notare che sotto il profilo della politica economica Einaudi era violentemente critico di questa idea, almeno nel contesto di una piena rivalutazione.<sup>23</sup> In

<sup>22</sup> Agli inizi della seconda guerra mondiale Griziotti avanzò nuovamente la proposta del riscatto delle imposte reali (1941, p. 91).

<sup>23</sup> Luigi Einaudi (1922, pp. 703-09), dopo avere richiamato che i professori Loria, Supino e Griziotti erano favorevoli al ritorno all'antica parità aurea, fece notare che al ridursi del reddito nazionale per effetto della rivalutazione non corrispondeva una proporzionale flessione del pubblico bilancio, per la rigidità insita nelle spese. E continuò: «Il Griziotti aggiunge assurdo ad assurdo, perché non solo vuole che lo stato conservi il pareggio, quando è evidente che, rivalutandosi la lira, il disavanzo crescerebbe spaventevolmente; ma vuole ancora ammortizzare e quasi far scomparire il debito pubblico con gli avanzi di bilanci, con nuove imposte, *con riscatti obbligatori*, ecc. ecc. Come si possa pensare [...di fare tutto ciò] è un mistero insondabile. Siamo non nel dominio della realtà, ma dei sogni deliranti» (*ibid.*, pp. 707-08, corsivo aggiunto).

altri saggi, Griziotti propose anche una diversa tecnica per il rimborso del debito interno, quella di convertire il debito nazionale in un prestito estero da contrarsi mentre il cambio della lira è alto, cioè la moneta è deprezzata, e riconvertire il debito estero in un prestito nazionale in lire, quando la nostra valuta si sarà apprezzata (1926a<sub>2</sub>, pp. 70-73; 1927a<sub>2</sub>, p. 69; 1927a<sub>3</sub>, pp. 93-95). A quest'idea, elaborata già nel 1920, era molto affezionato, ma le difficoltà pratiche di realizzazione sono evidenti: sarebbe necessario avere aspettative rigide, dimensioni del mercato finanziario internazionale estremamente ampie, costi di conversione e riconversione molto bassi,<sup>24</sup> bilancia dei pagamenti inizialmente in forte attivo per poter sostenere l'impatto del servizio del debito interamente in valuta; per non parlare delle enormi oscillazioni cui sarebbe sottoposto il mercato dei cambi durante le megaconversioni, né dell'iperliquidità in cui verserebbe il mercato nazionale per il rimborso del debito pubblico in lire, né tanto meno dei pericoli inflazionistici che ne deriverebbero, stante l'impossibilità di assorbirla con operazioni sul mercato aperto. Certamente più praticabile, almeno in alcuni casi, appariva questa stessa tecnica, di conversione e riconversione, per ridurre l'onere dei prestiti contratti da singole imprese in grado di finanziarsi sul mercato internazionale nel processo di rivalutazione sostanziale o addirittura completa dell'unità monetaria, secondo l'esplicita raccomandazione di Griziotti (1927a<sub>2</sub>, p. 74).

#### 4.4. *Decisioni nazionali e cooperazione internazionale*

Dopo il discorso di Pesaro, ne "I problemi della crisi monetaria e finanziaria internazionale", il Nostro diede atto a Mussolini di avere sposato la rivalutazione, ma ne interpretò le parole come

«un programma d'integrale rivalutazione della lira, perché sempre lo Stato fallirebbe ai suoi impegni se riconoscesse alla moneta un valore al di sotto della sua parità aurea» (1927a<sub>2</sub>, p. 56).

<sup>24</sup> Il ricorso al mercato finanziario internazionale era molto oneroso: nel 1925 il prestito Morgan di 100 milioni di dollari (cedola del 7%, prezzo di emissione di 94,50) ne costò 4,5 in commissioni e altri oneri e fu la terza operazione più lucrativa nel decennio per chi lo aveva organizzato (Asso 1993, p. 336, tav. 13); nel 1927 il primo prestito del Crediop sul mercato americano venne a costare oltre il 9% annuo, ben al di sopra del tasso di norma applicato dal Crediop alle imprese mutuarie (Asso e de Cecco 1994, p. 115).

Nello stesso testo tornò a criticare le corporazioni dei banchieri e degli industriali i cui periodici, la *Rivista bancaria* e la *Rivista di politica economica*, erano stati in un primo tempo silenti e successivamente avevano perorato l'arresto della rivalutazione e la stabilizzazione del valore esterno della moneta (1927a<sub>2</sub>, p. 57); inoltre riassunse in sei punti le sue convinzioni sui vantaggi della rivalutazione monetaria.<sup>25</sup>

Ne "L'unità dei problemi monetari e finanziari internazionali" v'è un cauto accenno alle problematiche di come strutturare il sistema di relazioni internazionali in campo economico. Dopo aver riaffermato la validità del principio di solidarietà tra paesi, egli non si spinse molto avanti per renderlo operativo, rifiutò conferenze mondiali o disegni troppo ampi e si disse favorevole ad accordi tra due, tre o quattro paesi su questioni concrete; sperava di arrivare per questa strada ad allungare la catena delle collaborazioni con anelli colleganti il maggior numero di stati e a «rendere definitivamente salda la pace monetaria e finanziaria internazionale» (1927a<sub>1</sub>, pp. 19-20). Mentre l'edificio del sistema a cambio aureo veniva completandosi con la stabilizzazione di fatto dell'Italia e della Francia (quella legale seguirà per la prima alla fine del 1927, per la seconda l'anno successivo), Griziotti non si fece sedurre da grandi schemi, forse avvertendo l'esistenza di spinte protezionistiche, la fragilità del sistema che si stava mettendo in piedi, il crollo che sarebbe seguito di lì a pochi anni. Tuttavia, questi avvenimenti non intaccarono la sua fede nella rivalutazione della moneta, nella deflazione della vita economica.<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Secondo Griziotti (1927a<sub>2</sub>, pp. 53-54), i vantaggi della rivalutazione monetaria possono così riassumersi: 1) migliore giustizia distributiva; 2) promozione dell'afflusso di capitali esteri; 3) forte base per la ristrutturazione industriale; 4) differimento del ritorno al sistema aureo; 5) maggiore certezza di risultati, rispetto alla svalutazione, se il risanamento è in corso; 6) piena compatibilità con una politica economica generale volta a conseguire il pareggio del bilancio, a riequilibrare la bilancia dei pagamenti attraverso lo sviluppo, a ridare potere d'acquisto a tutte le classi sociali.

<sup>26</sup> Ancora a metà degli anni '30 Griziotti (1935b) insistette sull'opportunità della deflazione (pp. 34-35) e sul ritorno ai prezzi d'anteguerra o addirittura a prezzi più bassi (pp. 46-47); lodò apertamente il Regno Unito per aver tenuto fede a un obbligo giuridico e morale ritornando alla parità prebellica, derogabile solo in casi di necessità (p. 81); criticò aspramente i governanti inglesi per avere commesso un atto illegale abbandonando il sistema aureo nel 1931, invece di innalzare il tasso di sconto all'8, al 10 o anche al 12% (pp. 106-07); raccomandò di ricercare l'equilibrio tra i costi di produzione e i prezzi intorno al 70% dei prezzi all'ingrosso del 1913, il che implicava d'altronde *deflazione per numerosi paesi* (pp. 122-23 - corsivo nel testo francese). Con riferimento all'oro, pur ammettendo che non rappresentava una misura ideale per la moneta, sostenne che ritornarvi era raccomandabile e prudente, ma richiedeva uno spirito di co-

## 5. Conclusioni

È affermazione comune che la storia non si ripete, anche se è probabile che si debbano rivivere le stesse esperienze se permangono le medesime condizioni. È però impossibile o, almeno, velleitario mettere indietro l'orologio della storia. Era questo il significato del ritorno al tallone aureo con le parità del 1914 dopo tutte le distruzioni fisiche, le trasformazioni economiche, i mutamenti sociali e i rivolgimenti politici seguiti a oltre quattro anni di guerra. Eppure quell'errore fu commesso dalla Gran Bretagna, il paese già al centro del sistema monetario internazionale, raccomandato dalla Commissione Cunliffe e varato dal Cancelliere dello Scacchiere Churchill (Kindleberger 1982, pp. 31-33). Alla base della decisione non vi fu soltanto il desiderio di riconquistare l'antico prestigio, ma anche il disegno di ritornare a essere il centro monetario e finanziario d'Europa, insidiato dalla crescita economica e finanziaria degli Stati Uniti e dalla scarsità di oro nelle sacristie della Bank of England. Per l'Italia il ritorno alla parità prebellica avrebbe certamente comportato una disoccupazione superiore a quella di cui ebbe a soffrire il Regno Unito. La posizione di Griziotti a questo riguardo si può spiegare principalmente con motivazioni etiche, di giustizia distributiva, e solo in parte economiche, di trasformazione del tessuto industriale, di assorbimento della manodopera. Ma a quali costi? La "quota 90", giustificata in Consiglio dei Ministri e nel discorso dell'Ascensione con il richiamo ai corsi della lira al momento in cui il fascismo giunse al potere (Fratiani e Spinelli 2001, p. 305) e il livello accettato per la stabilizzazione legale di 92,46 contro sterlina e di 19 contro dollaro furono decisi da Mussolini,<sup>27</sup> che rigettò il parere degli industriali e i suggerimenti dei governatori Norman e Strong; la rivalutazione non determinò tutti gli effetti recessivi che si temevano solo grazie alla peculiare politica deflativa di redditi e prezzi attuata dal regime con metodi autoritativi e anche polizieschi. Se si può prendere in considerazione l'assoluzione di Mussolini su "quota 90" per mancanza di prove sulla prevedibilità di eventi

---

operazione internazionale sano, sincero e illuminato (p. 123), nonché un'istituzione internazionale per tentare di regolamentare la distribuzione dell'oro e dei capitali, compito per il quale la neo-costituita Banca dei Regolamenti Internazionali non sembrava essere adatta (pp. 42-43).

<sup>27</sup> Questi «aveva nella rivalutazione della lira una buona causa, che trovava consensi: con ampiezza di mezzi, la coltivò oltre il punto nel quale essa cessava di essere tale» (Baffi 1973, p. 122).

futuri, come sostiene de Cecco (1993, p. 43), è difficile ipotizzare la stessa clemenza della Corte se si fosse scelta una quota ancora più bassa...

Prestiti con scadenza superiore a cinque anni in dollari, sterline e franchi svizzeri a favore di emittenti privati italiani ve ne furono; tra il 1925 e il 1931 quelli emessi sul mercato americano superarono i 160 milioni di dollari e furono richiesti dalle principali società, incluso il Crediop (Asso 1993, p. 337, tav. 14). Essi furono decisamente modesti, anche se contribuirono a quel rinnovo della capacità produttiva italiana che la nuova parità richiedeva. Su questo punto Griziotti non diede ascolto a chi poneva l'accento sulla debolezza della bilancia dei pagamenti italiana e sul peso addizionale che i prestiti esteri scaricavano su di essa (Mac Guire 1926),<sup>28</sup> quindi sulla scarsa attrattiva che il nostro paese esercitava sui capitali stranieri. Egli era convinto che i flussi di finanziamento dall'estero sarebbero stati a basso costo, il che non era, e avrebbero posto l'Italia su un sentiero di crescita in grado di alleviare la pressione demografica in anni in cui l'emigrazione verso l'America non offriva più spazi, mentre la rivalutazione avrebbe migliorato la ragione di scambio; non necessariamente la crescita, però, assicura l'equilibrio nella bilancia commerciale, anzi è quest'ultima che condiziona il tasso di crescita di lungo periodo (Thirwall 1979) e anche quello di breve se è strutturalmente debole e se un cambio sopravvalutato favorisce l'importazione. Comunque, se nel periodo 1925-27 i prestiti passivi denunciati ammontarono a 6,5 miliardi, nel triennio successivo caddero a 905 milioni. Con la stabilizzazione legale cessarono gli afflussi speculativi e iniziò una fuoriuscita di capitali, sicché dal 1928 le riserve declinarono imponendo vincoli sempre più stringenti alla politica monetaria.<sup>29</sup>

Sebbene l'analisi di Griziotti sui temi evocati possa essere stata incompleta o le raccomandazioni di politica economica troppo sbilanciate, le intuizioni, la combattività, l'entusiasmo, che contagiava gli allievi, e la fiducia nella capacità di riscatto degli italiani ne fanno una figura luminosa dell'Università di Pavia e del post-Risorgimento.

<sup>28</sup> Per un'analisi della bilancia dei pagamenti degli anni '20-'30 si vedano Tattara (1993) e Falco (1993).

<sup>29</sup> Al di là della deflazione salariale, mancò persino una visione, per non parlare dell'attuazione, delle politiche economiche e dei comportamenti d'impresa che una lira forte avrebbe richiesto, come ha ripetutamente affermato, anche in privato con chi scrive, Ciocca (1987, pp. 180-83; 2004, pp. 160-87). Per un decennio, tra il 1926 e il 1936, l'economia ristagnò. Mentre i costi di breve periodo furono relativamente limitati per la compressione delle grandezze nominali, quelli di medio-lungo furono molto elevati per l'altezza del tasso d'interesse reale e per il mancato abbandono del sistema a cambio aureo nel 1931 (Ripa di Meana 1993, p. 288).



APPENDICE<sup>1</sup>

La cessazione delle ostilità trovò l'economia italiana in forte rallentamento per la scarsità di materie prime, per le difficoltà nei trasporti e per una crisi nella produzione di energia idroelettrica. Il governo Orlando vi aveva fatto fronte con l'ulteriore ricorso alle anticipazioni straordinarie degli istituti di emissione, accelerando così il movimento inflazionistico e accrescendo notevolmente la liquidità. Sebbene al termine della guerra l'inflazione si arrestasse temporaneamente per l'attesa di un ritorno alla normalità pre-bellica, l'Italia faceva segnare il più alto tasso di aumento dei prezzi tra i paesi belligeranti. Il credito finanziò la speculazione di borsa e nutrì le ambizioni dei gruppi industriali e bancari desiderosi di conquistare un posto migliore nell'assetto del potere economico del dopoguerra (Ansaldo-Banca Italiana di Sconto ai danni di Comit e Agnelli-Gualino ai danni di Credit). Il cambio aveva subito un'altra crisi all'inizio dell'anno in coincidenza con l'entrata in attività dell'Iscambi, alla quale si fece fronte con restrizioni valutarie e con nuovi accordi di cooperazione finanziaria con gli Stati Uniti; questi aprirono linee di credito a favore dell'Ince per finanziare le nostre importazioni e sostennero il cambio della lira gestito a New York dalla Federal Reserve Bank. Alla fine dell'anno venne concesso l'ultimo prestito del governo inglese per 50 milioni di sterline.

Dalla metà del 1919, in Europa si ebbe una fase di forte espansione che durò un anno o poco più, sia pure con diversa intensità nei vari paesi. Fu questa la prima manifestazione di un andamento fortemente ciclico che caratterizzò il periodo tra le due guerre. Con la fine del sostegno anglo-americano, iniziò la fase di fluttuazione dei cambi che riflettevano le tensioni cui erano sottoposte le bilance dei pagamenti, in particolare quelle della Francia e dell'Italia. Il disavanzo pubblico e il fabbisogno statale toccarono l'apice e le tensioni inflative si acuirono, con perdita di competitività per le esportazioni. Con la fine del monopolio statale dei cambi, cui subentrò un'azione di controllo e vigilanza dell'Iscambi, si ebbe una crisi valutaria, nonostante la rafforzata protezione doganale.

Nella seconda metà del 1920, la politica deflativa iniziata da Stati Uniti e Gran Bretagna causò il ritiro di capitali dall'Europa e una recessione economica internazionale che si protrasse sino alla metà del 1922. L'Italia visse la crisi produttiva della grande industria, un'ondata di inflazione, una svalutazione accelerata della lira; con la rapida crescita della disoccupazione esplosero i conflitti sociali e si ebbero scioperi agrari e occupazioni di fabbriche. L'avocazione dei profitti di guerra contribuì a incrementare le entrate e la pressione fisco-

<sup>1</sup> Predisposta per chi non ha presente la storia economica di quel periodo, è basata sull'ottimo testo di Ciocca e Toniolo (1999, pp. 225-73).

le; anche per la riduzione della spesa per esigenze belliche, disavanzo e fabbisogno migliorarono drasticamente. Non altrettanto accadde al debito pubblico (183% del Rnl), la cui componente estera per la svalutazione del cambio superava il debito interno. Attraverso il prestito volontario di consolidamento, però, il 40% circa dei buoni del Tesoro fu convertito in rendita.

Intanto, la battaglia per il controllo di Comit e Credit continuava e portò alla formazione di due società finanziarie, rispettivamente Comofin e Cofina, che pagarono ottimi prezzi ai rastrellatori. In compenso, grazie anche a partecipazioni incrociate con imprese finanziate, gli amministratori di Comit e Credit si assicurarono il controllo dei propri istituti. Nel 1921 la situazione interna divenne ancora più grave. Mentre i prezzi cadevano e l'inflazione si bloccava, la produzione industriale si ridusse, la disoccupazione aumentò, disesti e fallimenti dilagarono. Cadde la Banca Italiana di Sconto, la seconda del paese, per la cui liquidazione venne costituita la Sezione speciale del Consorzio sovvenzioni su valori industriali, attivo dal 1914.

Tra la metà del 1922 e gli inizi del 1923 l'economia mondiale tornò a crescere, grazie all'azione di traino degli Stati Uniti. Anche per l'enorme peso delle spese per l'occupazione e delle riparazioni di guerra la crisi finanziaria precipitò in Germania, come pure in Austria ed Europa centrale: l'iperinflazione annullò il valore delle monete. La Conferenza di Genova, organizzata dalla Società delle Nazioni – assenti gli Stati Uniti –, raccomandò di stabilizzare le valute ai livelli raggiunti dai cambi sul mercato, con la riserva però di Francia, Italia e Belgio; cercò anche di dare una risposta alla scarsità di oro e al desiderio della Gran Bretagna di continuare a mantenere un ruolo preminente nella finanza internazionale con l'auspicare la generale accettazione del sistema a cambio aureo. A causa dei tempi diversi e dei differenti livelli ai quali i governi stabilizzarono le loro monete, la sincronia del ciclo economico internazionale si indebolì. Alle difficoltà di bilancia dei pagamenti si rispose sempre più con la protezione doganale e con le restrizioni quantitative. In Italia si ebbe un nuovo ciclo espansivo per l'aumento delle esportazioni e la ripresa degli investimenti, ma la bilancia commerciale rimase deficitaria, il cambio si indebolì e le pressioni inflazionistiche continuarono.

Dopo il 28 ottobre si formò il primo governo Mussolini, che ebbe come responsabile delle Finanze e del Tesoro per brevissimo tempo Tangorra e poi l'economista liberale de' Stefani; quest'ultimo si prefisse il risanamento finanziario e il rilancio dell'economia attraverso la riduzione delle imposte e una spinta alle esportazioni. Nel triennio sino al 1925 si ebbero una forte riduzione del disavanzo pubblico attraverso il gettito delle imposte straordinarie non ancora riscosse, con temporaneo, forte aumento della pressione fiscale, una riduzione delle imposte su imprese e società, un incremento del prelievo diretto sui ceti popolari, l'inasprimento della tassazione indiretta (finanza produttivistica). Nel 1924/25 si ebbe il bilancio di cassa in attivo per oltre 2 miliardi. Si

ridusse anche il debito pubblico, in particolare quello fluttuante; soprattutto la componente estera attualizzata scese a cifra molto bassa dopo gli accordi per la sistemazione dei debiti di guerra dapprima con gli Stati Uniti – adamantini nel rifiuto di un legame tra debiti di guerra e riparazioni da parte di Austria e Germania – e poi con la Gran Bretagna. Sul fronte dell'indebitamento estero del paese si ebbe un prestito dell'Edison per \$ 30 milioni concesso da una società partecipata da General Electric e da banche newyorchesi, cui ne seguì un altro di 10 milioni nel 1925.

La condizione del sistema bancario schiacciato da crediti immobilizzati continuava a essere precaria; si ritenne di non far fallire la quarta banca del paese, il Banco di Roma, e per il salvataggio si utilizzò la Sezione speciale del Consorzio sovvenzioni su valori industriali. Pertanto, la politica monetaria rimase permissiva con tassi dell'interesse reali negativi, spingendo al rialzo i valori mobiliari e soprattutto l'indice dei prezzi; nel corso del 1925 l'inflazione toccò il 15%. Intanto, la speculazione internazionale si scatenò sulle monete ancora disancorate come il franco francese, quello belga e la lira; il marco tedesco per effetto del Piano Dawes si avviava alla stabilizzazione e alla convertibilità. Anche la sterlina decise di tornare al regime aureo, ma con la parità prebellica, una decisione che si rivelerà esiziale in pochi anni. Il riafflusso di fondi su Londra determinò una crisi per la valuta francese e per quella italiana. Il cambio della nostra moneta si deprezzò in modo accelerato: nel corso dell'estate la sterlina quotava oltre 130 lire e il dollaro circa 27. La politica monetaria prese un'intonazione restrittiva con l'innalzamento del tasso di sconto dal 5 al 7% sino al 1927, la circolazione e la base monetaria si contrassero, la politica del cambio si prefisse di stabilizzare il valore della sterlina a 120 lire. Nel luglio de' Stefani, contrario a ogni indebitamento pubblico sull'estero per contrastare lo scivolamento del cambio, lasciò il posto a Volpi di Misurata. Per finanziare gli interventi venne contratto un oneroso prestito di \$ 100 milioni con la Casa Morgan che aprì la strada al ricorso delle imprese italiane al mercato internazionale. Venne anche ristabilita l'intermediazione dell'Istcambi per le operazioni valutarie.

Nel 1926 il franco francese e quello belga iniziarono a scivolare come preludio alla stabilizzazione. Gli attacchi speculativi si concentrarono sulla lira e quota 120 venne abbandonata; con la fine degli interventi di sostegno, la nostra valuta si deprezzò del 17-18% rispetto a sterlina e dollaro. Il rientro di titoli italiani circolanti all'estero rendevano non improbabile il tracollo della lira e la fuga quindi dalla moneta. Si avviò la restrizione del credito. Nell'agosto del 1926 col discorso di Pesaro Mussolini si impegnò a raggiungere e difendere con ogni mezzo quota 90 rispetto alla sterlina. Un'energica azione monetaria, una riduzione delle spese pubbliche e l'introduzione l'anno prima dell'imposta complementare progressiva determinarono una forte rivalutazione sia nominale sia reale della nostra moneta (a fine anno era a 97 contro la sterli-

na, a 22,5 contro il dollaro). L'inflazione divenne negativa, ma ne soffrì la competitività internazionale e con essa la produzione nazionale. Il malumore degli industriali crebbe notevolmente.

La rarefazione della liquidità indusse imprese e banche a non rinnovare i buoni del Tesoro in scadenza, il Tesoro a finanziarsi sul conto corrente presso la Banca d'Italia, banche come la Comit a ricorrere al credito di ultima istanza. Dopo un tentativo fallito di consolidamento volontario, per rendere più efficace la stretta, fu lanciato il prestito del littorio per la conversione forzata del debito fluttuante e a medio termine in consolidato. La sezione speciale del Consorzio sovvenzioni venne soppressa e sostituita dall'Istituto di liquidazioni. Nel biennio 1926-27 vi fu un ampio ricorso al collocamento di obbligazioni sul mercato americano e di azioni sulle maggiori borse internazionali. Anche i comuni di Roma e Milano fecero ricorso a prestiti esteri, che si rivelarono quindi parte integrante della politica di stabilizzazione per il ritorno al regime aureo.

Su suggerimento di Benjamin Strong, presidente della Federal Reserve Bank di New York, il monopolio dell'emissione dei biglietti fu concentrato nella Banca d'Italia; a quest'ultima vennero affidati per la prima volta compiti di vigilanza sul resto del sistema bancario. Si istituì la Cassa di ammortamento presso la Cassa Depositi e Prestiti per gestire i pagamenti dei debiti di guerra e incassare i crediti delle riparazioni; cessò di funzionare dopo la moratoria Hoover. Sul fronte del mercato dei capitali si sottoposero ad autorizzazione governativa le emissioni azionarie delle società con capitale superiore a 5 milioni e, a imitazione del sistema francese, si trasformarono gli agenti di cambio in pubblici ufficiali con funzioni di intermediazione pura. Ne seguì un'ondata di liquidazioni al ribasso, una forte caduta dell'indice di borsa e uno sciopero bianco cui pose fine la forza pubblica.

Nel 1927 il protezionismo sembrò battere in ritirata con la Conferenza economica mondiale di Ginevra che concordò una tregua dei dazi, ma non delle restrizioni quantitative. L'economia italiana entrò in recessione con aumento della disoccupazione, un taglio per decreto del 20% dei salari nominali, una caduta di quelli reali. Gli afflussi di capitali a breve rivalutarono ulteriormente il cambio (quotazione massima all'inizio dell'estate di 83,74 contro la sterlina e 17,24 contro il dollaro), sicché si dovettero sterilizzarne gli effetti sulla circolazione. Venne temporaneamente sospesa l'emissione di prestiti esteri. A fine anno si ebbero la stabilizzazione legale del cambio e il ritorno alla convertibilità. Le nuove parità, uguali al 27,3% di quelle prebelliche, furono fissate a 92,46 contro la sterlina e a 19 contro il dollaro, con obbligo per la Banca d'Italia di contenerne le oscillazioni entro i punti dell'oro. Abolito il corso forzoso, la copertura minima per la circolazione fu stabilita nel 40%. Le riserve auree a disposizione permettevano un'espansione della circolazione per 15 punti. L'assistenza finanziaria della Federal Reserve Bank di New

York, della Bank of England, di altre banche centrali e di un consorzio di banche capeggiato da Casa Morgan fu determinante. Tuttavia, la crisi della borsa accrebbe le difficoltà delle grandi banche con attivi immobilizzati e rese le imprese sempre più dipendenti dal credito bancario.

Il 1928 vide non solo la Francia ristabilire anch'essa la convertibilità e fissare la parità al 20% di quella prebellica, ma anche una politica monetaria restrittiva e alti tassi di interesse da parte delle autorità americane, con contrazione di crediti all'estero e rientro di capitali. L'economia italiana si trovò quindi a soffrire non solo la deflazione per comprimere verso il basso prezzi e salari e adeguarli al nuovo tasso di cambio, ma anche l'avversa congiuntura internazionale. La probabile sopravvalutazione della lira, la contrazione delle esportazioni e le elevate quote di ammortamento dei prestiti esteri resero inevitabile sino alla metà degli anni '30 la perdita di riserve valutarie, il che condizionò fortemente la politica monetaria.

#### BIBLIOGRAFIA

- AA. VV. (1993), *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, voll. I-VI, Laterza, Roma-Bari.
- ALESINA A. (1988), "The end of four large debts", in F. Giavazzi e L. Spaventa eds, *High Debt: The Italian Experience*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 34-79.
- ANGELONE R. (1927), "Gli investimenti esteri degli Stati Uniti e il problema della ricostruzione europea", in B. Griziotti 1927a, pp. 109-42.
- ASSO P.F. (1993), "L'Italia e i prestiti internazionali", in AA.VV., vol. III, pp. 1-342.
- ASSO P.F. e M. DE CECCO (1994), *Storia del Crediop*, Laterza, Roma-Bari.
- BACHI R. (1925), "Statement" in US Congress - Senate Commission of Gold and Silver Enquiry, *European Currency and Finance*, US Government Printing Office, Washington.
- BAFFI P. (1973), "La rivalutazione del 1926-27, gli interventi sul mercato e l'opinione pubblica", in *Nuovi studi sulla moneta*, Giuffrè, Milano, pp. 101-22.
- BRESCIANI-TURRONI C. (1931), *Le vicende del marco tedesco*, Giuffrè, Milano.
- CABIATI A. (1923), "I punti critici del Gold Exchange Standard", *Rivista bancaria*, anno IV, pp. 65-77.
- CABIATI A. (1924), *Principi di politica commerciale*, Stabilimento grafico editoriale, Genova, vol. I.
- CASSEL G. (1920), "Osservazioni sul problema della moneta internazionale", *Bollettino Economico-Finanziario*, ABI, pp. 182-84.
- CIOCCA P. (1987), *L'instabilità dell'economia. Prospettive di analisi storica*, Einaudi, Torino.
- CIOCCA P. (2004), *Il tempo dell'economia*, Bollati Boringhieri, Torino.

- CIOCCA P. e G. TONIOLO (1999), *Storia economica d'Italia – 2. Annali*, Laterza, Roma-Bari.
- CONFALONIERI A. e E. GATTI (1986), *La politica del debito pubblico in Italia, 1919-1943*, vol. I, Cariplo-Laterza, Milano e Roma-Bari.
- COTULA F. e P. GAROFALO, a cura di (1993), "Appendice statistica", in F. Cotula e L. Spaventa, pp. 811-82.
- COTULA F. e L. SPAVENTA (1993), *La politica monetaria tra le due guerre, 1919-1935*, Laterza, Roma-Bari.
- DE CECCO M. (1993), *L'Italia e il sistema finanziario internazionale, 1919-1936*, Laterza, Roma-Bari.
- DE CECCO M. (1995), "Il controllo dei cambi: un tentativo di bilancio dell'esperienza storica", in Ufficio Italiano dei Cambi, *Studi per il Cinquantenario*, Laterza, Roma-Bari, pp. 355-87.
- DEL VECCHIO G. (1932), *Cronache della lira in pace e in guerra*, Treves, Milano.
- EINAUDI L. (1919), "Osservazioni critiche intorno alla teoria dell'ammortamento dell'imposta e teoria delle variazioni nei redditi e nei valori capitali susseguenti all'imposta", *Atti della Regia Accademia delle Scienze di Torino*, Bocca, Torino, estratto, pp. 1-83.
- EINAUDI L. (1922), "I risultati finanziari di Genova", *Corriere della Sera*, 29 aprile, ristampato in Einaudi 1964-1965, vol. VI, pp. 703-09.
- EINAUDI L. (1925a), "Come si potrà, col tempo, ritornare alla lira-oro", *Corriere della Sera*, 28 marzo, ristampato in Einaudi 1964-1965, vol. VIII, pp. 191-97.
- EINAUDI L. (1925b), "L'opera di de' Stefani e il compito del successore", *Corriere della Sera*, 9 luglio, ristampato in Einaudi 1964-1965, vol. VIII, pp. 360-62.
- EINAUDI L. (1925c), "I debiti e le sanzioni", *Corriere della Sera*, 29 settembre, ristampato in Einaudi 1964-1965, vol. VIII, pp. 486-90.
- EINAUDI L. (1933), *La condotta economica e gli effetti sociali della guerra*, Laterza, Bari.
- EINAUDI L. (1964-1965), *Cronache economiche e politiche di un trentennio*, voll. I-VIII, Einaudi, Torino.
- FALCO G.C. (1993), "La bilancia dei pagamenti italiana tra la prima guerra mondiale e il 1931", in AA.VV., vol. VI, pp. 3-264.
- FEINSTEIN C.H., P. TEMIN e G. TONIOLO (1998), *L'economia europea tra le due guerre*, Laterza, Roma-Bari.
- FILOSA R., G.M. REY e B. SITZIA (1976), "Uno schema di analisi quantitativa dell'economia italiana durante il fascismo", in P. Ciocca e G. Toniolo, *L'economia italiana nel periodo fascista*, il Mulino, Bologna, pp. 51-101.
- FOSSATI E. (1926), "I dibattiti sui debiti interalleati", in B. Griziotti 1926a, pp. 141-70.
- FRATIANNI M. e F. SPINELLI (2001), *Storia monetaria d'Italia*, Etas, Milano.
- GRIZIOTTI B. (1918), "Teoria dell'ammortamento delle imposte e sue applicazioni", *Giornale degli Economisti*, parte prima, gennaio, pp. 1-37; parte seconda, febbraio, pp. 57-87; parte terza, aprile, pp. 181-207.

- GRIZIOTTI B. (1920), "La soluzione dei problemi finanziari dopo la guerra nella letteratura italiana", *Giornale degli economisti*, parte prima, febbraio, pp. 41-56; parte seconda, dicembre, pp. 521-39.
- GRIZIOTTI B. (1921), "Finanze pubbliche e credito estero", *Rivista bancaria*, anno II, n. 3, pp. 130-36.
- GRIZIOTTI B. (1922a), "I problemi finanziari alla Conferenza di Genova", *Critica sociale*, anno XXXII, n. 1, pp. 119-21.
- GRIZIOTTI B. (1922b), "La crisi bancaria e industriale", *Critica sociale*, anno XXXII, n. 8, pp. 8-10.
- GRIZIOTTI B. (1923), "La politica italiana dei prestiti all'estero: qual è e quale dovrebbe essere", *Rivista bancaria*, anno IV, parte prima pp. 142-52; parte seconda pp. 264-70.
- GRIZIOTTI B., a cura di (1926a), *La politica finanziaria italiana - Studi sui problemi monetari e finanziari*, Istituto editoriale scientifico, Milano.
- GRIZIOTTI B. (1926a<sub>1</sub>), "I lineamenti della finanza italiana dalla costituzione del Regno ad oggi", in 1926a, pp. 9-39.
- GRIZIOTTI B. (1926a<sub>2</sub>), "I problemi della ricostruzione finanziaria", in 1926a, pp. 41-73.
- GRIZIOTTI B. (1926a<sub>3</sub>), "La politica della lira", in 1926a, pp. 75-132.
- GRIZIOTTI B. (1926b), "Per la rivalutazione della lira e dei risparmi", *Rivista delle casse di risparmio*, anno I, n. 1, pp. 3-6.
- GRIZIOTTI B. (1926c), "L'imperativo italiano: rivalutare la lira", *Rivista delle casse di risparmio*, anno I, pp. 241-43.
- GRIZIOTTI B., a cura di (1927a), *Politica monetaria e finanziaria internazionale*, Istituto editoriale scientifico, Milano.
- GRIZIOTTI B. (1927a<sub>1</sub>), "L'unità dei problemi monetari e finanziari internazionali", in 1927a, pp. 3-20.
- GRIZIOTTI B. (1927a<sub>2</sub>), "I problemi della crisi monetaria e finanziaria internazionale", in 1927a, pp. 23-77.
- GRIZIOTTI B. (1927a<sub>3</sub>), "La finanza internazionale e l'espansione economica italiana", in 1927a, pp. 81-106.
- GRIZIOTTI B. (1927b), *The Italian Financial Program and the Revaluation of the Lira*, The American Chamber of Commerce in France, Paris.
- GRIZIOTTI B. (1932), "La livre sterling et la crise de la solidarité économique internationale", *Journal des Nations*, Ginevra, parte prima, 9 gennaio, n. 114, pp. 1 e 4; parte seconda, 21 gennaio, n. 124, pp. 1 e 4.
- GRIZIOTTI B. (1934), "Responsabilità e prospettive della crisi monetaria", *Giornale degli Economisti*, anno XLIX, pp. 832-34.
- GRIZIOTTI B. (1935a), "I problemi politici della crisi monetaria mondiale", *Atti dell'Istituto Nazionale delle Assicurazioni*, pp. 35-50.
- GRIZIOTTI B. (1935b), "L'évolution monétaire dans le monde depuis la guerre 1914", *Recueil des cours de l'Académie de Droit International de la Haye*, Sirey, Paris, estratto, pp. 1-144.

- GRIZIOTTI B. (1940), "La controinflazione nella politica della guerra e del dopoguerra (primi appunti)", *Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze*, vol. IV, pp. 87-100.
- GRIZIOTTI B. (1941), "Politica e finanza di guerra", *Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze*, vol. V, pp. 87-94.
- GUALERNI G. (1982), *Lo stato industriale in Italia 1890-1940*, Etas Libri, Milano.
- HAWTREY R.G. (1919), *Currency and Credit*, Longmans, London.
- HAWTREY R.G. (1920), "Potrà esser conservata la circolazione aurea?", *Bollettino Economico-Finanziario*, ABI, pp. 178-82.
- HAWTREY R.C. (1923), *Monetary Reconstruction*, Longmans, London.
- HOWSON S. (1975), *Domestic Monetary Management in Britain*, Cambridge University Press, Cambridge.
- KEYNES J.M. (1919), *The Economic Consequences of the Peace*, ristampato in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. II, Macmillan-Cambridge University Press, London, 1984.
- KEYNES J.M. (1922), "La «stabilizzazione» dei cambi", *Rivista bancaria*, anno III, pp. 251-60.
- KEYNES J.M. (1925), *La riforma monetaria*, Treves, Milano.
- KINDLEBERGER C.P. (1982), *La Grande Depressione nel mondo: 1929-39*, Etas Libri, Milano.
- KINDLEBERGER C.P. (1987), *Storia della finanza nell'Europa occidentale*, Cariplo-Laterza, Milano e Roma-Bari.
- KINDLEBERGER C.P. (1992), "La politica commerciale fra le due guerre", in *Storia economica Cambridge*, vol. VIII, *Le economie industriali*, tomo 1, *Lo sviluppo delle politiche economiche e sociali*, Einaudi, Torino, pp. 180-222.
- KRECH A.W. (1921), "Prefatory note", in E.R.A. Seligman.
- LILLIA L. (1926), "La svalutazione della lira e le sue conseguenze sui debiti interni ed esterni dell'Italia", in B. Griziotti 1927a, pp. 133-39.
- MAC GUIRE C.E. (1926), *Italy's International Economic Position*, Macmillan, New York.
- PUGLIESE M. (1927a), "Politica internazionale per i prestiti e crediti per l'industria e per l'esportazione", in B. Griziotti 1927a, pp. 145-96.
- PUGLIESE M. (1927b), "Gli effetti dei trasferimenti internazionali di capitale", in B. Griziotti 1927a, pp. 199-245.
- PUGLIESE M. (1927c), "Le conseguenze economiche della rivalutazione monetaria", in B. Griziotti 1927a, pp. 249-314.
- RIPA DI MEANA A. (1993), "Il consolidamento del debito e la stabilizzazione Mussolini", in AA.VV., vol. II, pp. 285-331.
- RIST C. (1924), *La déflation en pratique (Angleterre, Etats Unis, Tchéco-Slovaquie)*, Giard, Paris.
- SALVEMINI G. e V. ZAMAGNI (1993), "Finanza pubblica e indebitamento tra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale", in AA.VV., vol. II, pp. 139-283.



- SELIGMAN E.R.A. (1921), *Currency, Inflation and Public Debts – An Historical Sketch*, The Equitable Trust Co, New York.
- SRAFFA P. e A. TASCA (1927), “Politica monetaria”, *Lo Stato Operaio*, novembre-dicembre, 1927, pp. 1089-95, ristampato con il titolo “Il vero significato della Quota Novanta” in L. Villari, *Il capitalismo italiano del novecento*, Laterza, Roma-Bari, 1972; 2ª edizione riveduta e accresciuta 1993, pp. 100-09.
- TATTARA G. (1993), “La persistenza dello squilibrio dei conti con l'estero dell'Italia negli anni Trenta”, in AA.VV., vol. III, pp. 367-440.
- THIRLWALL, A.P. (1979), “The balance of payments constraint as an explanation of the international growth rate differences”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. XXXII, no. 128, pp. 45-53.
- TONIOLO G. e P. GANUGI (1992), “Il debito pubblico italiano in prospettiva secolare (1876-1947)”, in Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari «Luigi Einaudi», a cura di, *Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro*, vol. II, il Mulino, Bologna, pp. 103-42.
- VANONI E. (1927), “La rivalutazione della lira e l'equilibrio economico”, in B. Griziotti 1927a, pp. 317-407.