

## **9. Sugli effetti dell'instabilità finanziaria nella Grande Crisi in Italia**

di Giovanni Ferri

### **1. Introduzione**

In questo lavoro si approfondisce l'analisi sugli effetti reali dei fenomeni di instabilità finanziaria che si verificarono in Italia durante la Grande Crisi 1929-1934.

L'interpretazione tradizionale delle conseguenze economiche della Grande Depressione in Italia trova consenso su due circostanze. In primo luogo sul fatto che l'economia italiana aveva già subito una crisi nel 1926-1927, per effetto della forte rivalutazione della lira cui era seguita una ripresa solo temporanea nel 1928, presentandosi particolarmente esposta al nuovo shock nel 1929. In secondo luogo sul fatto che lo shock provenne dall'estero. Non vi è invece pari consenso nell'interpretare gli sviluppi del quinquennio successivo. Taluni autori sostengono che la depressione va imputata quasi esclusivamente alla caduta del commercio con l'estero e ad altri fattori interni di natura reale, mentre in altri studi si accusa la politica monetaria restrittiva per il prolungarsi della recessione, in Italia come altrove.

Alla profonda instabilità finanziaria che colpì l'economia italiana si è sinora dedicata scarsa attenzione, se non per le diverse accurate analisi sulla crisi e il salvataggio delle tre grandi banche miste. In genere si ritiene che l'intervento statale per il salvataggio delle tre banche in crisi ebbe successo, impedendo fenomeni di corsa ai depositi e limitando, perciò, le conseguenze depressive sull'economia italiana.

Anche senza mettere in dubbio tale tesi, in questo lavoro si sostiene che i notevoli fenomeni di instabilità finanziaria che colpirono le banche non miste del paese – che svolgevano un volume d'affari pari a circa la metà delle attività complessive del sistema creditizio – non possono essere disconosciuti quali importanti cause nella propagazione della depressione. In particolare, ci si sforza di rispondere a due domande: 1) a prescindere dalla crisi e dal salvataggio delle banche miste, si verificò in Italia una restrizione creditizia su vasta scala? e 2) se sì, quali ne furono le conseguenze nella propagazione della depressione?

Sarebbe difficile mettere in dubbio che nel periodo si sia verificata una contrazione nel credito al settore privato. Rimane invece da approfondire se essa sia interamente giustificata da una caduta nella domanda oppure sia stata indotta anche da cambiamenti endogeni nella struttura del sistema bancario e nel comportamento degli intermediari. Seppure la prima interpretazione non può essere rifiutata, il lavoro offre un ampio insieme di fatti e argomentazioni che paiono coerenti con la seconda tesi. Di conseguenza, l'instabilità finanziaria sembra aver giocato un ruolo non solo nel prolungare la Grande Depressione ma anche, insieme alla caduta nell'interscambio con l'estero, nell'alterare la specializzazione produttiva dell'industria italiana.

Il lavoro è organizzato nel modo seguente. Si espone dapprima (par. 2) una linea interpretativa secondo la quale le reazioni dei mercati finanziari, in seguito alle imperfezioni che li caratterizzano, possono amplificare la crisi dell'economia anche indipendentemente dal verificarsi di panici bancari e si richiamano i principali contributi sulla crisi e i salvataggi bancari in Italia nei primi anni trenta. Di seguito, si analizzano i più importanti indicatori dell'economia reale in Italia nel periodo e ci si sofferma, in particolare, su alcune variabili di specifico interesse per i legami con l'instabilità finanziaria (par. 3). La parte centrale del lavoro (par. 4) è dedicata all'approfondimento sulle evidenze dell'emergere della crisi finanziaria, che si manifesta in un diffuso *credit crunch*, e sugli impatti differenziati che ne conseguono per i vari comparti di attività economica. Nel quinto paragrafo si tirano le fila dell'evidenza prodotta in modo da verificare la validità del legame causale proposto tra instabilità finanziaria e variabili reali e si discutono questi risultati alla luce delle spiegazioni alternative. Nell'ultimo paragrafo si propongono alcune considerazioni conclusive.

## 2. Il legame tra credito e attività produttive e le interpretazioni sul caso italiano

Il dibattito sul ruolo dei disturbi reali e finanziari nella propagazione della Grande Crisi è tuttora aperto. Relativamente agli Stati Uniti, dopo il contributo monetarista di Friedman e Schwartz<sup>1</sup>, si so-

<sup>1</sup> M. Friedman e A.J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1890*, Princeton, Princeton University Press, 1963.

no avute le prese di posizione di Temin<sup>2</sup>, che riportavano l'accento sui fattori reali, cui si contrapponevano le osservazioni di Brunner<sup>3</sup>, latore di una più articolata spiegazione monetarista. Indipendentemente dal filone interpretativo monetarista si è poi sviluppato un approccio che individua nel mercato del credito lo snodo attraverso il quale i fattori finanziari avrebbero agito nel propagare la crisi<sup>4</sup>. Anche questo approccio è stato recentemente criticato da Temin<sup>5</sup>, sulla base dell'assenza di riscontri in linea con gli effetti della restrizione creditizia che porterebbero ad attendersi riduzioni maggiori dei livelli produttivi nell'industria leggera delle piccole imprese, rispetto alle grandi imprese. Altri possibili effetti dei disturbi finanziari sulle scelte reali sono individuati da Romer<sup>6</sup>: il crollo delle quotazioni a Wall Street dell'ottobre 1929, accrescendo l'incertezza circa i redditi futuri, avrebbe indotto i consumatori a rinunciare agli acquisti di beni di consumo durevoli.

Pur essendo il dibattito sulle cause finanziarie e reali della Grande Depressione ancora aperto e vivace, sembra esservi stato crescente consenso sulla rilevanza delle spiegazioni che individuano nell'instabilità finanziaria un importante nesso di propagazione della recessione. Su queste ci soffermeremo dunque brevemente al fine di inquadrare lo scenario interpretativo che si proporrà di seguito per l'evidenza della Grande Crisi in Italia.

È noto che in assenza di imperfezioni nei mercati finanziari – e di altre distorsioni – gli equilibri che si determinerebbero sui mercati finanziari sarebbero indipendenti da quelli dei mercati reali. Così, nel mondo ideale in cui vale il teorema di Modigliani-Miller è inutile andare alla ricerca di legami tra scelte produttive e funzionamento dei mercati finanziari. In tali circostanze, anche il fatto che in determinati

<sup>2</sup> P. Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, W. W. Norton, New York, 1976; P. Temin, *Notes on the Causes of the Great Depression*, in *The Great Depression Revisited - Rochester Studies in Economics and Policy Issues*, a cura di K. Brunner, 2, Boston, Kluwer Nijhoff Publ., 1981, pp. 108-124.

<sup>3</sup> K. Brunner, *Understanding the Great Depression*, in *The Great Depression Revisited-Rochester Studies in Economics and Policy Issues*, cit., pp. 316-358.

<sup>4</sup> B. Bernanke, *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, in «American Economic Review», 73 (1983) pp. 257-276.

<sup>5</sup> P. Temin, *International Instability and Debt between the Wars*, in «Journal of Monetary Economics», 1991, pp. 301-308.

<sup>6</sup> C. D. Romer, *The Great Crash and the Onset of the Great Depression*, in «The Quarterly Journal of Economics», 1990, pp. 597-624.

periodi si siano contemporaneamente verificati intense contrazioni nei livelli produttivi e diffusi fenomeni di instabilità nei mercati finanziari apparirebbe del tutto casuale.

Al contrario, già nel filone monetarista è ben presente il problema della fiducia dei depositanti nel sistema bancario, in quanto sistema delle istituzioni monetarie. Una crisi di fiducia potrebbe ingenerare una corsa al ritiro dei depositi presso le banche, indipendentemente dal rischio cui esse sono singolarmente esposte. In altri termini, si potrebbero verificare fenomeni di contagio con la degenerazione in panici bancari, magari di ampiezza tale da portare a un crollo del sistema dei pagamenti<sup>7</sup>. In tali casi, si sostiene, è indispensabile che la banca centrale intervenga creando liquidità in modo da fugare la sfiducia dei depositanti. Friedman e Schwartz sostengono proprio che la Grande crisi fu foraggiata da un comportamento prociclico della Federal Reserve che non adottò una politica monetaria più espansiva. Se invece i rischi di un panico bancario sono assenti, secondo i monetaristi, non si tratta di una vera e propria crisi finanziaria ma di una «pseudo-crisi finanziaria»<sup>8</sup> e il dettame è che non si debba intervenire. In sostanza, le espulsioni dal mercato o le perdite nel corso di una pseudo-crisi sono ineluttabili; eluderle significherebbe infliggere al sistema economico perdite ben maggiori, per la tolleranza dell'inefficienza o l'innescamento dell'inflazione, di quelle sopportate in assenza dell'intervento.

Negli anni recenti si è sviluppato un consolidato approccio teorico che individua nelle imperfezioni di natura informativa – asimmetrie informative – nei mercati finanziari un anello debole dell'equilibrio macroeconomico. Per effetto di tali imperfezioni, se sollecitati da disturbi negativi, i mercati finanziari possono registrare fasi di instabilità che non hanno nulla di irrazionale o di subottimale dal punto di vista del comportamento dei singoli individui. In tali circostanze, la finanza può retroagire sul comparto reale amplificando l'intensità e la durata della fase recessiva. In un certo senso questo paradigma fornisce una rigorosa microfondazione al ruolo dello «stato di fiducia» ben descritto da Keynes<sup>9</sup> nella Teoria Generale. Pur verificandosi circo-

<sup>7</sup> M. Friedman e A. J. Schwartz, *A Monetary History of the United States*, 1867-1890, cit.

<sup>8</sup> A. J. Schwartz, *Real and Pseudo-Financial Crises*, in *Financial Crises and the World Banking System*, a cura di F. Capie e G. E. Wood, London, Mcmillan, 1986.

<sup>9</sup> J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Macmillan, 1936, trad. it. *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino, UTET, 1971.

stanze che, in termini monetaristi, caratterizzano una pseudo-crisi e non una vera e propria crisi finanziaria – cioè in assenza di panici bancari – i mutati equilibri finanziari possono generare ampie riduzioni dell'attività produttiva e degli investimenti.

In particolare, il punto di partenza della letteratura delle asimmetrie informative è l'ipotesi che il creditore sia meno informato del debitore riguardo ai progetti di investimento finanziati. Se il creditore non è in grado di distinguere tra buoni e cattivi debitori (i «limoni» di Akerlof)<sup>10</sup> è possibile che i prestiti siano effettuati a un tasso d'interesse indifferenziato che corrisponde alla qualità media dei debitori. In tali circostanze alcuni dei progetti d'investimento buoni possono non essere più convenienti e venire perciò accantonati. Inoltre, i creditori possono scegliere di razionare i prestiti anche in considerazione del fatto che tassi d'interesse elevati attrarrebbero i debitori più rischiosi – la «selezione» avversa mostrata da Stiglitz e Weiss<sup>11</sup>.

Secondo questa letteratura, se il livello dei tassi d'interesse sale vengono esaltati i problemi di selezione avversa e può verificarsi una restrizione creditizia che induce la riduzione degli investimenti e della domanda aggregata. In considerazione del fatto che gli elementi di asimmetria informativa sono, in pratica, maggiori nei confronti di debitori di dimensione minore<sup>12</sup>, ci si potrebbe attendere che quando si esalta il problema della selezione avversa vi sia un ampliamento dello *spread* tra i tassi praticati ai debitori di piccola dimensione e quelli alla clientela primaria.

D'altra parte, i debitori possono ricorrere allo stanziamiento di valori a garanzia del prestito in modo da segnalare la propria qualità e ridurre il problema della selezione avversa<sup>13</sup>. Tale possibilità sfuma però in periodi di deflazione in cui il valore delle garanzie scende.

Oltre al problema della selezione avversa l'esistenza di asimmetrie informative solleva anche quello dell'«azzardo morale» del debitore. Questi, se il datore non può controllarlo nell'uso dei fondi, può avvalersi del prestito per finanziare attività di suo personale interesse che

<sup>10</sup> G. Akerlof, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in «Quarterly Journal of Economics», 84 (1970) pp. 488-500.

<sup>11</sup> J. Stiglitz e A. Weiss, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, in «American Economic Review», 71 (1981) pp. 393-410.

<sup>12</sup> Rispetto alle grandi imprese, solitamente le piccole imprese offrono informazioni meno strutturate, vantano *curricula vitae* più brevi e consentono di realizzare solo limitati benefici dai controlli incrociati, avendo accesso a un numero inferiore di mercati e/o di controparti.

<sup>13</sup> H. Bester, *Screening vs Rationing in Credit Markets with Imperfect Information*, in «American Economic Review», 75 (1985) pp. 850-875.

magari accrescono la probabilità di fallimento dell'impresa e riducono la probabilità che essa sia in grado di ripagare il debito. Un punto centrale in questa letteratura è da individuare nel fatto che il problema delle asimmetrie informative è meno intenso per le banche che per altri finanziatori. Infatti esse, in virtù della loro esperienza, godono di un vantaggio comparato nelle procedure di selezione dei debitori e, grazie ai durevoli rapporti che instaurano con essi, possono anche effettuare a più basso costo il controllo degli affidamenti<sup>14</sup> e sono avvantaggiate nello stabilire clausole contrattuali restrittive che limitano il rischio morale. Le banche svolgono perciò un importante ruolo nel permettere la canalizzazione dei fondi anche a quegli operatori che altrimenti potrebbero non essere finanziati. Perciò, come sostiene Bernanke<sup>15</sup>, instabilità nei mercati finanziari che riducono l'intermediazione bancaria possono portare a contrazioni nel finanziamento anche di imprese redditizie producendo un effetto depressivo sull'economia.

Data la funzione monetaria svolta dagli intermediari creditizi, che raccolgono passività in larga misura liquidabili a vista a fronte di attività in generale non esitabili tempestivamente, peggioramenti nello stato di fiducia possono indurre i depositanti a ritirare i propri depositi, generando fenomeni di panico bancario già analizzati diffusamente dai monetaristi. Ma, anche in assenza di panici bancari e di corsa ai depositi, il peggioramento nello stato di fiducia dell'economia può implicare sensibili riduzioni nella capacità di finanziamento degli intermediari. Ad esempio, è sufficiente che sia cresciuta la probabilità assegnata dalle banche al verificarsi di una corsa ai depositi perché esse modifichino il proprio orientamento.

Quest'ultima annotazione è di particolare interesse per l'analisi del caso della Grande Crisi in Italia, in cui non si verificarono diffusi fenomeni di corsa ai depositi<sup>16</sup> e tuttavia si ebbe sia una contrazione nel finanziamento bancario sia un drastico mutamento nelle modalità con cui tale finanziamento veniva assicurato. All'analisi fattuale di

<sup>14</sup> D. Diamond, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in «Review of Economic Studies», 51 (1984) pp. 393-414.

<sup>15</sup> B. Bernanke, *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, cit.

<sup>16</sup> Ad esempio, G. Toniolo, *Crisi economica e smobilizzo pubblico delle banche mistiche (1930-1934)*, in *Industria e banca nella grande crisi*, a cura di G. Toniolo, Milano, Etas Libri, 1978, sostiene che la segretezza dell'intervento di salvataggio delle banche mistiche, consentita dalla dittatura fascista, permise di evitare che si verificassero la «corsa ai depositi e i deflussi di valuta in misura tale da togliere fiducia a tutto il sistema bancario».

questi cambiamenti ci si dedicherà nel quarto paragrafo, dopo aver tracciato per grandi linee gli sviluppi dell'economia reale nel periodo. Questo punto verrà pertanto ripreso nel paragrafo 3, ma prima di fare ciò rimangono da svolgere due compiti. Il primo, nel seguito di questo paragrafo, consiste in una breve rassegna della letteratura sulla Grande Depressione in Italia; il secondo richiede un conciso richiamo degli sviluppi dell'economia reale nel corso della crisi, cui è dedicato il prossimo paragrafo.

L'analisi sull'instabilità finanziaria e gli interventi statali di salvataggio bancario durante la Grande Crisi in Italia ha vissuto una stagione fruttuosa negli anni '70, in particolare nella seconda metà. Risalgono a quel periodo o ad anni contigui molti contributi che, direttamente o indirettamente, svolgono approfondimenti al proposito<sup>17</sup>.

L'interpretazione fornita in questi lavori sui legami tra instabilità finanziaria e crisi reale nel periodo non è univoca: vi sono notevoli differenze e sfumature. In Toniolo<sup>18</sup> e in Ciocca e Toniolo<sup>19</sup>, ad esempio, prevale una spiegazione secondo la quale le cause della crisi sarebbero state soprattutto di natura reale. Viene sostenuto che non si attaglierebbe all'Italia un'interpretazione della propagazione della crisi à la Friedman e Schwartz<sup>20</sup>: la politica monetaria non sarebbe stata particolarmente restrittiva e non avrebbe provocato eccessive restrizioni di liquidità. In questi lavori si dà, anzi, conto del fatto che gli interventi di salvataggio delle grandi banche furono tempestivi e discreti – in virtù del regime politico dittatoriale – e tali da evitare in Italia i diffusi fenomeni di corsa ai depositi che minarono i sistemi bancari dell'Europa centrale.

<sup>17</sup> Tra gli altri, si ricordano: P. Ciocca e G. Toniolo, *L'economia italiana nel periodo fascista*, a cura di P. Ciocca e G. Toniolo, Bologna, Il Mulino, 1976; P. Ciocca e G. Toniolo, *Industry and finance in Italy, 1918-1940*, in «European Economic History Review», Special Issue, 1983; E. Cianci, *Nascita dello Stato imprenditore in Italia*, Milano, Mursia, 1977; F. Farina e U. Marani, *Strutture monetarie e finanziarie dell'economia fascista*, in «Quaderni storici», 1978, pp. 1036-1062; P. Grifone, *Il capitale finanziario in Italia*, Torino, Einaudi, 1971; S. La Francesca, *La politica economica del fascismo*, Bari, Laterza, 1972; M. Marconi, *La politica monetaria del fascismo*, Bologna, Il Mulino, 1982; M. L. Marinelli-Faucci, *Note sull'evoluzione della struttura funzionale del sistema bancario durante il fascismo*, in «Rassegna economica», 1980, pp. 1-33; G. Toniolo, *Crisi economica e smobilizzo pubblico delle banche miste (1930-1934)*, cit.; *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, a cura di F. Vicarelli, Bologna, Il Mulino, 1979.

<sup>18</sup> G. Toniolo, *Crisi economica e smobilizzo pubblico delle banche miste (1930-1934)*, cit.

<sup>19</sup> P. Ciocca e G. Toniolo, *Industry and Finance in Italy, 1918-1940*, cit.

<sup>20</sup> M. Friedman e A.J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1940*, cit.

Farina e Marani<sup>21</sup> cercano invece di stabilire un legame tra gli sviluppi finanziari a partire dalla fase di stabilizzazione monetaria del 1926-1927, la crisi delle banche miste italiane e il dipanarsi della Grande Depressione. Essi individuano nell'azione di risanamento monetario la radice della crisi delle banche miste e del successivo traumatico sostituirsi a loro dello Stato come fulcro dell'intermediazione del credito. Interpretazioni che sostengono il premeditato interventismo statale a guida dell'azione di salvataggio bancario sono suggerite anche da Grifone<sup>22</sup> e da Forsyth<sup>23</sup>. Il primo, come noto, segue una linea ideologica secondo la quale il fascismo avrebbe agito negli interessi del grande capitale italiano, pubblicizzandone le perdite, in cambio della possibilità di orientare il paese verso una politica di potenza. Il secondo autore esalta invece il conflitto tra la Banca d'Italia e il governo, da una parte, e la dirigenza delle due maggiori banche miste (Comit e Credit), dall'altra, che avrebbe precluso interventi di sostegno che non mutassero il controllo delle banche. Anche Marconi<sup>24</sup> e Cianci<sup>25</sup> sostengono che lo Stato mostra in questo periodo l'intento di svolgere sotto propria tutela la funzione d'intermediazione.

Bernanke e James<sup>26</sup> presentano evidenza di una relazione tra panici bancari e andamenti della produzione in uno studio su dati relativi a molti paesi nel periodo 1930-1936. L'inclusione o l'esclusione dell'Italia dal campione<sup>27</sup> non altera sostanzialmente i risultati, indicando la possibilità di andamenti non troppo eterogenei rispetto agli altri paesi.

### 3. Alcuni indicatori dell'economia reale

Diversamente da altri paesi sviluppati, la crescita dell'economia italiana decelerò già nel biennio 1926-1927, in seguito all'impatto de-

<sup>21</sup> F. Farina e V. Marani, *Strutture monetarie e finanziarie dell'economia fascista*, cit.

<sup>22</sup> P. Grifone, *Il capitale finanziario in Italia*, cit.

<sup>23</sup> D. J. Forsyth, *The Rise and Fall of German-Inspired Mixed Banking in Italy, 1894-1936*, in J. H. Lindgren e A. Teichova, *The Role of Banks in the Interwar Economy*, Cambridge U.K., Cambridge University Press, 1991.

<sup>24</sup> M. Marconi, *La politica monetaria del fascismo*, cit.

<sup>25</sup> E. Cianci, *Nascita dello Stato imprenditore in Italia*, cit.

<sup>26</sup> B. Bernanke e H. James, *The Gold Standard, Deflation and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison*, in NBER Working Paper n. 3488, 1990.

<sup>27</sup> Gli autori presentano alcune specificazioni alternative che, tra l'altro, includono o escludono l'Italia dal novero dei paesi considerati non essendo loro certo - sulla base del riferimento a P. Ciocca e G. Toniolo, *Industry and finance in Italy, 1918-1940*, cit., - se in effetti si siano verificati panici bancari nel caso italiano.

flazionario della manovra di stabilizzazione del cambio. L'indice della produzione industriale, che era cresciuto del 13,7 per cento nel 1925, rimase costante nel 1926 e accusò una flessione del 3,6 per cento nell'anno successivo<sup>28</sup>; il saggio di crescita del Pil a prezzi costanti scese dal 5,4 per cento del 1925 allo 0,8 e 1,4 per cento nel seguente biennio<sup>29</sup>. Alla forte ripresa del 1928 fece seguito una notevole decelerazione prima che divenisse contrazione produttiva nel 1930. Per il Pil fu questo l'unico anno nel periodo della Grande Crisi in cui si ebbe una consistente flessione (-4,8 per cento)<sup>30</sup>. Invero, il prodotto complessivo venne stabilizzato dall'azione ammortizzatrice delle asperità cicliche esercitata dal settore dei servizi, la cui quota sul prodotto, già passata dal 30 al 34 per cento circa tra il biennio 1925-1926 e quello successivo, crebbe ancora fino a toccare un valore massimo superiore al 41 per cento nel 1934<sup>31</sup>. Di converso la contrazione fu più marcata e più duratura per la produzione industriale, che riprese a espandersi in maniera apprezzabile solo a partire dal 1935.

Tra il 1929 e il 1935 si verificò anche una caduta del contributo degli investimenti fissi lordi al Pil: dal 16,4 per cento del 1929 si toccò un minimo al 12,5 nel 1932 per risalire al 16 nel 1935<sup>32</sup>. Mutò nel periodo anche la composizione degli investimenti: la quota degli impianti e attrezzature scese dal 60 al 52,4 per cento, mentre salirono quella delle abitazioni (dal 23,3 al 29,2) e quella delle opere pubbliche (dal 16,7 al 18,4).

L'analisi degli andamenti produttivi presso alcuni tra i più rilevanti settori industriali mette in luce un rallentamento nella produzione di energia elettrica nel triennio 1930-1932 (tab. 9.1). Nello stesso periodo si osserva una brusca riduzione produttiva nelle industrie metallurgiche. Nelle industrie tessili, ove si erano già verificate contrazioni produttive nel biennio 1926-1927, il periodo della stabilizzazione monetaria, si ebbe invece una nuova caduta dell'attività che interessò tutto il periodo dal 1930 al 1936, con contenuti recuperi nel 1932-1933.

<sup>28</sup> B. R. Mitchell, *European Historical Statistics 1750-1970*, Londra, Mcmillan, 1975.

<sup>29</sup> N. Rossi, A. Sorgato e G. Toniolo, *I conti economici italiani: una ricostruzione statistica, 1890-1990*, in «Rivista di storia economica», 1993, n. 1.

<sup>30</sup> L'andamento del Pil è piuttosto diverso secondo la serie storica ricostruita da G. M. Rey, *I conti economici dell'Italia: I. Una sintesi delle fonti ufficiali 1890-1970*, Roma-Bari, Laterza, 1991, che evidenzia nuove flessioni anche nel 1931, 1933 e 1934. Inoltre, in questa serie risulta anche esaltata la contrazione del 1930 (-6,4 per cento).

<sup>31</sup> N. Rossi, A. Sorgato e G. Toniolo, *I conti economici italiani: una ricostruzione statistica, 1890-1990*, cit.

<sup>32</sup> *Ibidem*.

I prodotti tessili costituivano già per l'Italia uno tra i principali beni d'esportazione<sup>33</sup> così che una spiegazione della contrazione nella loro produzione potrebbe essere ragionevolmente ricercata in una caduta della domanda estera. Questa spiegazione non trova però adeguato riscontro nei dati. Dalla tabella 9.1 si può apprezzare che: a) le esportazioni, in volume, di filati di cotone crebbero tra il 1929 e il 1932 e diminuirono solo successivamente; b) per i tessuti di cotone si ebbe invero una caduta nell'export ma essa può spiegare solo la metà della contrazione produttiva. Pur necessitando studi più approfonditi, questa evidenza pone forti dubbi sulla spiegazione del crollo dell'attività produttiva in Italia solo in termini di caduta dell'export.

La ripartizione delle società italiane per azioni per grandi categorie economiche può essere effettuata per gli anni dal 1926 al 1935. L'esame dei dati fornisce interessanti indicazioni sulle conseguenze del pieno dipanarsi della depressione. In questo senso, si nota che la quota del capitale dei comparti finanziario, edile e dei servizi si mantenne relativamente stabile tra il 1926 e il 1932 (tab. 9.2). Al contrario, i maggiori cambiamenti interessarono le industrie pesanti e quelle leggere. Le prime passarono dal 48,7 al 53,2 per cento del totale del capitale delle società per azioni; la quota delle leggere si contrasse invece dal 20,3 al 15,1 per cento. Per le valutazioni che seguiranno è importante notare che questi cambiamenti si verificarono per lo più tra la fine del 1928 e quella del 1932.

Sempre sul fronte delle variabili reali è opportuno richiamare altri tre fenomeni che saranno di rilievo per le argomentazioni svolte di seguito. Il primo riguarda l'andamento delle cessazioni dell'attività da parte delle società per azioni e dell'aumento della loro compagine. In termini di numero, il tasso di uscita — le cessazioni intervenute nell'anno con riferimento al totale delle società in essere alla fine dell'anno precedente — passò da valori attorno al 5 per cento tra il 1924 e il 1929 a percentuali comunque superiori al 6, che toccarono un punto di massimo (10,7 per cento) nel 1935 (tab. 9.3). Si ebbe un significativo incremento anche con riferimento all'ammontare del capitale delle società cessate: esso passò da valori dell'ordine del 2-3 per cento fino al 1929 a valori intorno al 4 per cento nel 1930-32, per giungere al massimo del 7 per cento nel 1934. Anche il numero e il capitale delle società esistenti subirono rilevanti decelerazioni o accusarono decrementi a partire dal 1930. Inoltre il numero dei fallimenti «ordi-

<sup>33</sup> A. Capanna e O. Messori, *Gli scambi commerciali dell'Italia con l'estero dalla costituzione del Regno a oggi*, Roma, Unione Editoriale Italiana, 1940.

Tab. 9.1. Produzione ed esportazioni in alcuni settori industriali\* (in termini fisici)

Anni	Produzione industrie metallurgiche						Produzione industrie tessili						
	Produzione linda energia elettrica			Ghisa di prima fusione			Acciaio di prima fusione			Filati di cotone			
	(milioni di Kwh)	variaz. %	(migliaia di tonn.)	variaz. %	(migliaia di tonn.)	variaz. %	(migliaia di tonn.)	variaz. %	(migliaia di tonn.)	variaz. %	(migliaia di tonn.)	variaz. %	
1920	4.690	17,25	88,1	-63,26	773,8	5,73	148,2	-4,63	17,9	-3,76	n.d.	43,1	0,70
1921	4.540	-3,20	61,4	-30,31	700,4	-9,48	133	-10,26	17,3	-3,35	n.d.	32,3	-25,06
1922	4.753	4,19	157,6	156,76	982,5	40,27	156	17,29	9,8	-43,35	94	n.d.	-9,29
1923	5.610	18,60	236,3	49,91	1.141,8	16,21	164,4	5,38	13,2	34,69	101,1	7,55	55,29
1924	6.450	14,97	304,0	28,66	1.358,9	19,01	173,3	5,41	17,8	34,85	121,8	4,25	51,7
1925	7.260	12,26	481,8	58,50	1.785,5	31,40	198,5	14,54	16,7	-6,18	134,2	10,21	64,2
1926	8.390	15,56	513,4	6,56	1.779,5	-0,34	198,7	0,10	14,7	-11,98	130,1	-3,12	24,18
1927	8.740	4,17	489,2	-4,73	1.595,8	-10,33	178,6	-10,13	21,8	48,30	116	-10,80	-21,50
1928	9.630	10,18	507,5	3,75	1.959,5	22,80	196	9,75	25,6	17,43	130,2	12,20	50,6
1929	10.380	7,79	671,2	32,25	2.122,2	8,30	219,8	12,15	24,6	-3,91	140,6	8,06	8,89
1930	10.670	2,79	537,4	-19,93	1.743,4	-17,85	184,0	-16,30	25,2	2,44	114,0	-18,95	7,62
1931	10.470	-1,87	510,4	-5,03	1.409,3	-19,16	153,4	-16,63	28,4	12,70	99,8	44,3	-25,30
1932	10.590	1,15	460,8	-9,72	1.396,2	-0,93	169,1	10,22	29,7	4,58	100,8	-12,47	0,40
1933	11.650	10,01	518,3	12,47	1.771,1	26,86	190,8	12,85	28,8	-3,03	117,3	0,98	35,1
1934	12.600	8,15	529,3	2,12	1.849,8	4,44	173,1	-9,29	26,7	-7,29	112,3	16,46	30,1
1935	13.800	9,52	633,4	19,67	2.209,2	19,43	171,2	-1,07	15,9	-40,45	119,1	-4,32	-14,25
1936	13.648	-1,10	761,6	20,24	2.024,6	-8,36	140,4	-18,01	6,9	-56,60	106,8	-10,33	-15,28
1937	15.430	13,06	801,2	5,20	2.086,9	3,08	187,3	33,41	20,5	197,10	130,9	22,52	0
1938	15.544	0,74	863,5	7,78	2.322,9	11,31	178,4	-4,72	19,8	-3,41	135,4	3,46	88,98
1939	18.417	18,48	1.005,1	16,39	2.283,4	-1,70	192,1	7,67	n.d.	140,5	42,7	3,77	-7,78
1940	19.430	5,50	1.061,9	5,65	2.257,8	-1,12	177,6	-7,59	n.d.	144,8	3,02	n.d.	n.d.

\* Fonte: Rey, op. cit., ove non altrimenti specificato.

† Fonte: A. Capanna e O. Messoni, Gli scambi commerciali dell'Italia con l'estero dalla costituzione del Regno ad oggi, Roma, Unione Editoriale Italiana, 1940.

TAB. 9.2. Le società italiane per azioni ripartite secondo le categorie economiche

Categorie	Numero società		Capitale nominale	
	Valori assoluti	Percen-tuale	Valori assoluti (in milioni)	Percen-tuale
Società finanziarie				
1926	2.696	22,22	8.347	20,65
1927	2.995	22,69	8.557	20,25
1928	3.326	22,77	9.576	21,30
1929	3.682	22,77	10.937	22,05
1930	3.953	22,74	11.432	21,87
1931	4.043	22,82	11.039	21,71
1932	4.239	22,89	10.436	21,04
1932 *	4.299	26,41	12.321	24,82
1933 *	4.541	26,14	12.553	26,27
1934 *	4.863	25,96	10.836	24,45
1935 *	5.235	27,23	10.074	22,85
Industrie pesanti				
1926	3.925	32,35	19.665	48,66
1927	4.217	31,94	20.702	49,00
1928	4.488	30,72	21.752	48,39
1929	4.801	29,69	24.340	49,08
1930	5.028	28,92	26.024	49,78
1931	5.097	28,77	26.423	51,96
1932	5.303	28,64	26.404	53,23
1932 *	4.293	26,37	26.859	54,10
1933 *	4.505	25,93	25.246	52,84
1934 *	4.785	25,54	23.954	54,05
1935 *	4.792	24,92	24.449	55,45
Industrie leggere				
1926	2.666	21,97	8.207	20,31
1927	2.816	21,33	8.443	19,98
1928	3.154	21,59	8.818	19,62
1929	3.451	21,34	9.060	18,27
1930	3.681	21,17	9.174	17,55
1931	3.760	21,22	7.860	15,46
1932	3.921	21,17	7.482	15,08
1932 *	3.404	20,91	6.576	13,24
1933 *	3.656	21,04	6.390	13,37
1934 *	3.949	21,08	6.123	13,82
1935 *	3.968	20,64	6.274	14,23
Edili e mat. edili				
1926	934	7,70	1.789	4,43
1927	998	7,56	1.905	4,51
1928	1.109	7,59	2.040	4,54
1929	1.264	7,82	2.341	4,72
1930	1.357	7,81	2.507	4,80
1931	1.350	7,62	2.496	4,91
1932	1.367	7,38	2.409	4,86
1932 *	984	6,05	1.696	3,42
1933 *	1.036	5,96	1.562	3,27
1934 *	1.123	5,99	1.448	3,27
1935 *	1.121	5,83	1.418	3,22

TAB. 9.2. (segue)

Categorie	Numero società		Capitale nominale	
	Valori assoluti	Percentuale	Valori assoluti (in milioni)	Percentuale
Servizi				
1926	1.913	15,77	2.405	5,95
1927	2.175	16,48	2.646	6,26
1928	2.532	17,33	2.766	6,15
1929	2.972	18,38	2.918	5,88
1930	3.365	19,36	3.144	6,01
1931	3.468	19,57	3.035	5,97
1932	3.688	19,92	2.871	5,79
1932*	3.297	20,26	2.199	4,43
1933*	3.637	20,93	2.031	4,25
1934*	4.015	21,43	1.959	4,42
1935*	4.112	21,39	1.880	4,26
Totale S.p.a.				
1926	12.134	100	40.413	100
1927	13.201	100	42.253	100
1928	14.609	100	44.952	100
1929	16.170	100	49.596	100
1930	17.384	100	52.281	100
1931	17.718	100	50.853	100
1932	18.518	100	49.602	100
1932*	16.277	100	49.651	100
1933*	17.375	100	47.782	100
1934*	18.735	100	44.320	100
1935*	19.228	100	44.095	100

*Nota:* Le società finanziarie si compongono di: Banche, Finanziarie, Assicurazioni, immobiliari. Le industrie pesanti si compongono di: Trasporti, Estrattive, Metallurgiche, Meccaniche, Autoveicoli, Elettriche, Materiale elettrico, Gomma, Cartiere, Grafiche, Chimiche, Acquedotti. Le industrie leggere si compongono di: Tessili, Pellami, Legnami, Alimentari, Società Diverse. Le industrie edili e dei materiali edili si compongono di: Edilizie, Calce e Cementi, Ceramiche Vetri e Laterizi. Le industrie dei servizi si compongono di: Alberghi, Sylos, Commerciali.

\* Per gli anni successivi al 1932 vi è un mutamento nella classificazione delle società. Si è pertanto riportato un doppio 1932 da confrontare con il 1935. Nella nuova classificazione le società finanziarie si compongono di: Banche; Finanziarie; Assicurazioni; Immobiliari agricole; Immobiliari urbane. Le industrie pesanti si compongono di: Navigazione, Ferrovie, Tramvie, Autotrasporti, Trasporti vari, Telefoni, Miniere, Marmi e pietre, Metallurgiche, Meccaniche, Autoveicoli, Materiale elettrico, Elettriche, Carta, Grafici, Editori, Giornali, Acquedotti, Gas, Chimiche, Fibre tessili artificiali. Le industrie leggere si compongono di: Seme Bachi, Seta filatura, Seta tessitura, Cotone, Lana, Lino-canapa-juta, Tessili varie, Vetro, Mugnai-Pastai-Pilatori, Vini e Liquori, Abbigliamento, Cappelli, Concimi, Oleifici, Latte e derivati, Zucchero, Birra-Acque gassate-Freddo, Preparati alimentari e Conserve, Dolci, Pesca, Industrie varie, Concia, Lavorazioni in cuoio, Legnami, Società diverse. Le industrie edili e dei materiali edili si compongono di: Edilizie, Calce-Cemento e Gesso, Laterizi, Ceramiche. Le industrie dei servizi si compongono di: Alberghi, Stabilimenti termali e idroclimatici, Istituti di cura, Teatri e Cinematografi, Istituti Privati di educazione, Commerciali.

*Fonote: ISTAT, Annuario Statistico Italiano, Roma anni vari.*

Tab. 9.3. Cessazioni delle società per azioni (capitale in milioni di lire)

Società cessate	Società esistenti a fine anno				Dichiarazioni di fallimento ordinario				Piccoli fallimenti iniziati				Prestiti Cambiatori		
	A		B		Tasso di uscita (1) %		Tasso di crescita (2) %		Ammontare (3) (4)		Tasso di crescita %		Ammontare (3)		Tasso di crescita %
	Capitale	Ammontare	Capitale	Ammontare	Capitale	Ammontare	Capitale	Ammontare	Capitale	Ammontare	Capitale	Ammontare	Capitale	Ammontare	
1924 Numero Capitale	468	9.078	586	28.418	5,93	2,49	14,94	20,81	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1925 Numero Capitale	421	10.737	441	36.481	4,64	1,55	18,27	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1926 Numero Capitale	564	12.134	749	40.413	5,25	2,05	13,01	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1927 Numero Capitale	623	13.201	680	42.254	5,13	1,68	8,79	10,63	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1928 Numero Capitale	760	14.569	1.323	44.932	5,76	3,13	10,67	11,20	5,30	1,15	64,85	785	796	n.d.	n.d.
1929 Numero Capitale	859	16.170	1.409	49.596	5,88	3,14	10,69	11,48	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1930 Numero Capitale	1.020	17.384	1.938	52.281	6,31	3,91	7,51	12,20	6,26	3,59	151,61	1004	11,80	n.d.	n.d.

Società cessate	Società esistenti a fine anno				Dichiarazioni di fallimento ordinario				Piccoli fallimenti iniziati				Protesti Cambiani			
	A	B	Tasso	di uscita	Tasso	Ammontare	Tasso	di crescita	Tasso	Ammontare	Tasso	di crescita	Ammontare	(3) (4)	Tasso	di crescita
			(1)	%		(2)	%	(3)		%	(3)					
1931	Numeri	1.396	17.718	8,03	1,92	12,50	2,49	8,85	146,28	1221	21,61	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
	Capitale	2.425	50.853	4,64	-2,73	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
1932	Numeri	1.207	16.277	6,81	-8,13	12,83	2,60	11,21	26,70	1189	-2,62	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
	Capitale	2.104	49.651	4,14	-2,36	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
1933	Numeri	1.106	17.375	6,79	6,75	9,95	-22,39	11,35	1,27	862	-27,50	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
	Capitale	1.445	47.782	2,91	-3,76	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
1934	Numeri	1.047	18.733	6,03	7,82	7,74	-22,25	10,53	-7,27	809	-6,15	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
	Capitale	3.347	44.320	7,00	-7,25	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
1935	Numeri	2.006	19.228	10,71	2,64	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
	Capitale	1.512	44.095	3,41	0,51	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
1936	Numeri	1.831	19.353	9,63	0,65	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
	Capitale	925	44.805	2,10	1,61	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	

(1) Definito come  $A(t)/B(t-1)$ .

(2) Definito come  $B(t)/B(t-1)$ .

(3) Dati in migliaia. Fonte: ISTAT, *Bullettino mensile di statistica*, Roma anni vari.

(4) La soglia costituita dall'ammontare del passivo per i piccoli fallimenti è stata elevata da 5.000 a 20.000 lire nel settembre 1930, creando discontinuità per entrambe le serie dei fallimenti.

Fonti: Rivista di Politica Economica, *Informazioni economiche e finanziarie*, Roma, anni vari; Associazione fra le Società Italiane per Azioni (ASSONIME), *Società italiane per azioni: notizie statistiche*, Roma, anni vari, ove non altrimenti specificato.

TAB. 9.4. Società per azioni in utile e in perdita\* (ammontari in milioni di lire)

Numero A	In utile		In perdita		C/(A+C)	D/B %	Roe <sup>b</sup> %	ROEN <sup>c</sup> %
	Ammontare B	Numero C	Ammontare D					
<i>Totale società per azioni</i>								
1922	1.808	1.304	705	990	28,05	75,92	7,47	1,80
1923	1.951	1.568	729	319	27,20	20,34	8,22	6,54
1924	2.347	2.049	714	568	23,33	27,72	8,71	6,29
1925	2.501	2.856	689	285	21,60	9,98	9,73	8,76
1926	2.673	3.113	1.016	523	27,54	16,80	9,18	7,63
1927	2.370	2.809	1.490	992	38,60	35,32	7,61	4,92
1928	2.648	3.203	1.243	895	31,95	27,94	8,19	5,90
1929	2.836	3.445	1.322	930	31,79	27,00	7,92	5,79
1930	2.480	2.986	1.696	2.822	40,61	94,51	6,56	0,36
1931	2.169	2.225	1.820	1.951	45,63	87,69	5,17	0,64
1932	2.055	1.958	1.711	2.374	45,43	121,25	4,57	-0,97
1933	2.179	2.110	1.499	1.927	40,76	91,33	5,22	0,45
1934	2.323	2.113	1.323	930	36,29	44,01	5,27	2,95
1935	2.671	2.414	1.010	436	27,44	18,06	6,23	5,11
1936	2.815	2.805	904	251	24,31	8,95	7,30	6,64
<i>Società industriali per azioni</i>								
1922	1.307	929	477	735	26,74	79,12	8,08	1,69
1923	1.415	1.129	502	209	26,19	18,51	8,92	7,27
1924	1.686	1.442	506	441	23,08	30,58	9,03	6,27
1925	1.915	2.104	491	163	20,41	7,75	10,32	9,52
1926	1.903	2.287	750	404	28,27	17,67	9,67	7,96
1927	1.693	2.048	1.091	723	39,19	35,30	7,87	5,09
1928	1.928	2.378	874	507	31,19	21,32	8,54	6,72
1929	2.059	2.551	924	692	30,98	27,13	8,30	6,05
1930	1.831	2.162	1.187	2076	39,33	96,02	6,69	0,27
1931	1.630	1.601	1.277	1.343	43,93	83,89	5,23	0,84
1932	1.581	1.504	1.216	1.929	43,48	128,26	4,87	-1,38
1933	1.698	1.656	1.042	1.022	38,03	61,71	5,69	2,18
1934	1.823	1.789	948	565	34,21	31,58	5,99	4,10
1935	2.106	2.052	708	353	25,16	17,20	6,94	5,74
1936	2.210	2.398	643	166	22,54	6,92	7,82	7,28

<sup>a</sup> Fonte: ASSONIME, op. cit.<sup>b</sup> ROE = (B/capitale) %.<sup>c</sup> ROEN = (B-D)/capitale) %.

nari» dichiarati<sup>34</sup> crebbe costantemente tra il 1927 e il 1932; quello dei fallimenti «minori» iniziati aumentò ancor di più fino al 1931 e la

<sup>34</sup> Un fallimento veniva classificato «ordinario» o «minore» a seconda che il volume di passività coinvolte fosse superiore o meno a una determinata soglia. Nel periodo considerato, la soglia era pari a 5.000 lire fino ad agosto 1930; dal settembre venne elevata a 20.000 lire.

Tab. 9.5. Alcuni indicatori sul mercato immobiliare (1927-1934) (i numeri indice sono basati 1927 = 100)

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	Decremento %	
									1927-1934	1929-1934
<b>Numeri indice prezzi dei fabbricati*</b>										
<i>vecchie costruzioni</i>										
grandi città	100	94	91	88	79	68	64	60	-40	-34
altri capoluoghi	100	99	95	87	78	71	67	63	-37	-33
in complesso	100	98	94	87	78	70	66	62	-38	-34
var. % su anno precedente	n.d.	-2	-4,1	-7,4	-10,3	-10,3	-5,7	-6,1		
<i>nuove costruzioni</i>										
grandi città	100	96	92	91	82	73	69	65	-35	-29
altri capoluoghi	100	98	94	88	80	75	71	67	-33	-28
in complesso	100	98	94	89	81	74	71	66	-34	-29
var. % su anno precedente	n.d.	-2	-4,1	-5,3	-9,0	-8,6	-4,1	-7,0		
Indice dei prezzi al consumo*										
var. % su anno precedente	100	93	94	91	82	80	76	72	-28	-24
Indice dei prezzi all'ingrosso*										
var. % su anno precedente	-8,70	-7,2	1,6	-3,1	-9,7	-2,6	-5,8	-5,3		
RNI pro-capite*										
var. % su anno precedente	100	97	92	83	72	67	61	60	-40	-35
RNI pro-capite*										
var. % su anno precedente	-15,84	-3,4	-4,5	-10,5	-12,7	-6,6	-9,0	-2,2		

\* Fonte: Rivista di Politica Economica, *Il mercato edilizio nell'ottiemme 1927-1934*, Roma, 1936, pp. 274-277.

† Fonte: Rey, op. cit.

crescita decelerò solo dal 1932 (tab. 9.3). *Last but not least*, il numero dei protesti cambiari iniziò a crescere vistosamente dal 1929: nel solo 1931 esso si incrementò del 21,6 per cento (tab. 9.3).

Il secondo fenomeno concerne l'andamento dei profitti e delle perdite delle società per azioni. Come si desume dalla tabella 9.4 numero di società in perdita, già aumentato nel biennio della stabilizzazione monetaria, tornò a salire vistosamente a partire dal 1930, toccando valori massimi del 45 per cento nel 1931-1932 e mantenendosi su livelli storicamente elevati fino almeno al 1934. Ciò che è forse più rilevante però è il forte incremento del rapporto tra perdite e utili maturati nell'esercizio: da valori sostanzialmente non superiori a terzo fino al 1929 si passò a una situazione ben diversa. Tra il 1930 il 1933 l'ammontare delle perdite riportate fu dello stesso ordine grandezza di quello degli utili; anzi, nel 1932 le perdite superarono gli utili del 21 per cento (tab. 9.4). I profitti delle società al netto delle perdite dell'esercizio determinarono rendimenti del capitale ben inferiori all'1 per cento nell'intero quadriennio 1930-1933; il rendimento fu del -1 per cento nel 1932 (tab. 9.4). In termini relativi, le società industriali per azioni accusarono perdite maggiori e profitabilità più bassa rispetto al totale delle società nel 1930 e nel 1932 (tab. 9.4).

Il terzo fatto che merita di essere sottolineato è l'andamento del valore degli immobili. Sulla base dei dati disponibili, la riduzione dell'indice dei prezzi dei fabbricati tra il 1929 e il 1934 fu pari al 34 per cento per le costruzioni vecchie e al 29,8 per cento per quelle nuove (tab. 9.5). Questa caduta fu ben superiore a quanto si verificò nel contempo per i prezzi al consumo (-24 per cento) e molto più vicina a quella segnata dai prezzi all'ingrosso (-35,1 per cento) o dal reddito nazionale lordo *pro capite* (-33,9 per cento).

#### 4. Vi fu un «credit crunch»?

La letteratura sugli aspetti finanziari della Grande Depressione in Italia si è sinora concentrata, come abbiamo avuto modo di rilevare sopra, sull'analisi della crisi delle banche miste e, dunque, dei legami tra la grande finanza e la grande industria. Le banche miste erano ovviamente assai importanti nell'economia italiana del tempo<sup>33</sup>, ma la crisi colpì anche gli altri intermediari nonché molte imprese non fi-

<sup>33</sup> Nel 1929 esse amministravano il 16 per cento delle attività totali del sistema creditizio (cfr. sub tab. 9.10).

nanziarie che non facevano parte della grande industria. Se è vero che in Italia i fenomeni di corsa ai depositi furono limitati e non si verificarono suspensioni dell'attività bancaria (*bank holidays*), è certo che vi furono molti fallimenti e diffuse perdite in campo sia bancario sia commerciale e industriale. È dunque una questione aperta se questi sviluppi peggiorarono in modo serio lo stato di fiducia dell'economia – al di là dei commenti di parte reperibili nella pubblicistica del tempo che minimizzava l'impatto della Grande Crisi in Italia, anche esaltando la superiorità dell'economia corporativa – in modo da generare un *credit crunch*<sup>16</sup>. In particolare, è possibile che, pur in assenza di *bank runs*, i fenomeni di instabilità abbiano ridotto la capacità di finanziamento del settore privato da parte degli intermediari creditizi sia per effetto di un riorientamento del risparmio che li sfavorì sia perché gli intermediari creditizi<sup>17</sup> sarebbero stati indotti ad atteggiamenti più cauti nella concessione del credito alle imprese? Se sì, si accrebbero perciò i fenomeni di razionamento del credito, per di più in un periodo in cui il valore nominale delle garanzie prestabili si riduceva accentuando i noti effetti di deflazione da debito?<sup>18</sup>

Indicazioni preliminari sull'andamento dei tassi d'interesse e sulla composizione dei bilanci bancari paiono spingere a una risposta positiva. Si ampliò infatti nel periodo lo *spread* tra i rendimenti all'emissione delle passività finanziarie delle imprese private e quelli dei titoli pubblici; vi fu uno spostamento nei bilanci bancari (non banche miste) verso impieghi meno rischiosi e l'investimento in titoli di Stato, o da esso garantiti; vi fu una tendenza all'ampliamento dei differenziali tra tassi bancari attivi e passivi. Prima di calare questa analisi nei dettagli, si esamineranno brevemente alcuni indicatori sui dissetti bancari.

Le fuoruscite bancarie dal mercato furono rilevanti nel periodo. Relativamente alle società ordinarie di credito, che nel 1929 detenevano il 45 per cento delle attività complessive degli intermediari operan-

<sup>16</sup> Per una concisa definizione di *credit crunch* si può fare riferimento a quella proposta dal Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, Government Printing Office, Washington D.C., 1992: «Un *credit crunch* si verifica quando l'offerta di credito viene ristretta al di sotto di quanto solitamente associato ai tassi d'interesse di mercato e alla profitabilità dei progetti d'investimento che risultano prevalenti».

<sup>17</sup> Con l'ovvia eccezione delle banche miste avvinghiate alle imprese controllate da quella che R. Mattioli, *I problemi attuali del credito*, in «Bancaria», 1961, n. 7, definì «mostruosa fratellanza siamese».

<sup>18</sup> I. Fisher, *The Debt-Deflation Theory of Great Depression*, in «Econometrica», 1933, pp. 337-357.

Tab. 9.6. Cessazione delle società bancarie italiane per azioni (capitale in milioni di lire)

	Aziende di credito ordinario					Per memoria	
	Banche cessate A	Banche esistenti a fine anno B	Tasso di uscita A(t)/B(t-1) %	Tasso di crescita B(t)/B(t-1) %	Capitale medio per uscita	Totale banche cessate*	di cui: fusioni autorizzate dalla BI*
1924 Numero Capitale	17 42	416 3.856	4,66 1,30	13,97 19,09	2,47	n.d. n.d.	n.d. n.d.
1925 Numero Capitale	16 31	473 4.780	3,85 0,80	13,70 23,96	1,94	n.d. n.d.	n.d. n.d.
1926 Numero Capitale	30 42	505 5.114	6,34 0,88	6,77 6,99	1,40	n.d. n.d.	n.d. n.d.
1927 Numero Capitale	31 160	502 5.163	6,14 3,13	0,59 0,96	5,16	n.d. n.d.	75 n.d.
1928 Numero Capitale	30 106	506 5.900	5,98 2,05	0,80 14,27	3,53	125 n.d.	103 n.d.
1929 Numero Capitale	35 137	520 6.858	6,92 2,32	2,77 16,24	3,91	98 n.d.	36 n.d.

		Aziende di credito ordinario				Per memoria	
	Banche cessate A	Banche esistenti a fine anno B	Tasso di uscita $A(i)/B(i-1)$ %	Tasso di crescita $B(i)/B(i-1)$ %	Capitale medio per uscita	Totale banche cessate*	di cui: fusioni autorizzate dalla BI*
1930	Número Capitalé	46 690	504 7.010	8,85 10,06	-3,08 2,22	15	46 n.d.
1931	Número Capitalé	62 768	457 6.768	12,30 10,96	-9,33 -3,45	12,39	213 n.d.
1932	Número Capitalé	44 679	428 7.642	9,63 10,03	-6,35 12,91	15,43	119 n.d.
1932*	Número Capitalé*	15 42	296 3.231	n.d. n.d.	n.d. 2,80	119 n.d.	21 n.d.
1933	Número Capitalé	34 84	266 3.140	11,49 2,60	-10,14 -2,82	2,47	198 n.d.
1934	Número Capitalé	15 42	263 3.079	5,64 1,34	-1,13 -1,94	2,80	102 n.d.
1935	Número Capitalé	31 203	235 2.880	11,79 6,59	-10,65 -6,46	6,55	99 n.d.
1936	Número Capitalé	n.d. n.d.	223 2.734	n.d. n.d.	-5,11 -5,07	n.d.	114 n.d.

\* Non essendo possibile distinguere le società finanziarie da quelle bancarie, fino al 1932 incluso si fa riferimento all'insieme dei due gruppi.

† Dati riportati in Banca d'Italia, op. cit.

Fonti: Rivista di Politica Economica, Movimento annuale delle società italiane per azioni, Roma, anni vari; ASSONIME, op. cit. e ISTAT, Annuario, cit.

ti, il numero di società cessate passò da valori inferiori al 7 per cento fino al 1929 all'8,7 nel 1930, al 12,3 nel 1931, all'11,5 nel 1933 e all'11,8 nel 1935 (tab. 9.6). Incrementi ancora maggiori si registrano considerando l'ammontare del capitale delle banche cessate. Anche se le cessazioni non individuano necessariamente dei fallimenti, è pur vero che il loro aumento costituisce una forte indicazione in tal senso. Nelle relazioni annuali della Banca d'Italia<sup>9</sup> è riportato il numero di banche cessate (in liquidazione, fallite, oggetto di concordato preventivo o di fusione) per alcuni anni del periodo in esame: si passò da 125, 98 e 46 nel 1928, 1929 e 1930, a 213 nel 1931; dopo la flessione a 119 unità nel 1932, il numero tornò a salire a 198 nel 1933 e si collocò sulle cento unità negli anni seguenti (tab. 9.6). L'aumento nel numero delle cessazioni non è da ascrivere a un incremento delle fusioni nel frattempo autorizzate, che anzi si ridussero. Per effetto del regio decreto 10.2.1927, n.269, si ebbero molti fenomeni di concentrazione tra le casse di risparmio e i monti di pietà che portarono il numero delle fusioni per il complesso delle aziende di credito a 75 nel 1927, a 103 nel 1928 e a 36 nel 1929; successivamente le fusioni non superarono mai la ventina all'anno. Rimane aperta la possibilità che alcune aziende si siano poste in liquidazione per cedere la propria attività ad altre banche. Questa eventualità non è quantificabile, ma, viste le dimensioni del fenomeno delle cessazioni bancarie, pare molto plausibile affermare che, in realtà, forte fu l'aumento dei fallimenti bancari nel periodo.

Tra le società ordinarie di credito non banche miste, la quota dei depositi di quelle cessate nell'anno sul totale della raccolta alla fine dell'esercizio precedente fu pari al 13,5 per cento nel 1930; il valore salì al 16,8 per cento nel 1931 per scendere al 12 nel 1932 e al 5 nel 1933. Nel frattempo, si registrò un significativo incremento anche nel numero delle società bancarie in perdita e nell'ammontare delle perdite stesse. Il primo valore salì dall'8,3 per cento del 1928 all'11,6 del 1929 e si collocò sul 18 per cento nel triennio 1930-1933 (tab. 9.7). Nonostante che nel caso delle banche vi siano buoni motivi — per ragioni di fiducia dei depositanti — per ritenere che le perdite possano essere state sottostimate più che presso altre società, nel 1930 il loro ammontare fu pari ai tre quarti dell'utile della categoria. Il rendimento del capitale — profitti al netto delle perdite della categoria — che si era riportato sul 10-11 per cento dopo la crisi del 1922, toccò

<sup>9</sup> Banca d'Italia, *Relazione annuale*, Roma, anni vari.

un minimo del 2 per cento nel 1930 e non si risollevò al di sopra del 5 per cento negli anni successivi (tab. 9.7).

L'evidenza sui dissetti bancari è coerente con la tesi che nella Grande Depressione non si verificarono in Italia diffusi fenomeni di corsa ai depositi. Tuttavia, anche in assenza di pienamente sviluppati *deposit runs* vi furono chiari segnali di crescente disagio nell'industria bancaria. Se i depositanti erano almeno in parte a conoscenza dei problemi delle banche, queste sapevano di trovarsi a fronteggiare un accresciuto rischio di subitanei, ampi ritiri di depositi. Di conseguenza, poteva essere nell'interesse delle banche stesse cercare di rendere più liquido l'attivo, in modo da accrescere la capacità di far fronte ai ritiri e di mandare un segnale di stabilità ai depositanti. Per fare ciò le banche dovevano restringere i prestiti al settore privato e investire in titoli di Stato. Interessanti indicazioni in questo senso si traggono da una lettera diretta da Giuseppe Toeplitz, a capo della Banca Commerciale Italiana (Bci), al Ministro delle Finanze Guido Jung all'inizio di dicembre del 1932. Nell'invocare l'intervento statale, attraverso l'Imi, per lo smobilizzo del più ampio prestito in sofferenza nel bilancio della Bci Toeplitz scriveva:

La valutazione del mercato circa il rischio inherente ad un deposito presso la Bci è indubbiamente influenzata dalla sensazione dell'imbarazzo della banca, che il mercato ricava da molteplici segnali. Il mancato smobilizzo del credito verso Sofredit, mentre il mercato non ignora le difficoltà patrimoniali ed il cattivo andamento di molte delle aziende alle quali Sofredit è notoriamente interessata.<sup>40</sup>

La situazione della Bci era tale da impedirle di inviare al mercato segnali rassicuranti sulla sua liquidità in assenza dell'intervento pubblico. Altri intermediari potevano tuttavia trovarsi con maggiori gradi di libertà nel perseguire un aggiustamento del proprio attivo verso una maggiore liquidità. Esamineremo ora se cambiamenti del genere si verificarono in effetti.

Per le casse di risparmio ordinarie si osserva invece un sensibile riorientamento verso le attività più liquide o, comunque, più garantite<sup>41</sup>. Tra il 1929 e il 1935, la quota dei titoli di Stato sul totale del-

<sup>40</sup> Carteggio citato in G. Rodano, *Il credito all'economia: Raffaele Mattioli alla Banca Commerciale Italiana*, Napoli, Ricciardi, 1983, p. 61.

<sup>41</sup> L'accesso ai bilanci delle casse di risparmio ordinarie e delle società ordinarie di credito, riclassificati a cura dell'Ufficio ricerche storiche della Banca d'Italia, consente ora di approfondire l'analisi sugli andamenti dei bilanci di queste categorie sulla base di dati più affidabili che in passato.

TAB. 9.7. Società bancarie per azioni in utile e in perdita (in milioni di lire)

In utile	A Numero	B Ammontare	Utile unitario	In perdita		C Numero	D Ammontare	Perdita unitaria	C/(A+C) %	D/B %	ROE <sup>a</sup> %	ROEN <sup>b</sup> %
				C	D							
1922	161	184	1,14	13	34	2,62	7,47	18,48	9,81	8		
1923	165	214	1,30	13	1	7,30	6,07	9,64	9,05			
1924	188	301	1,60	14	25	1,79	6,93	8,31	11,91	10,92		
1925	198	359	1,81	10	5	0,50	4,81	1,39	11,92	11,75		
1926	196	368	1,88	18	10	0,56	8,41	2,72	11,33	11,02		
1927	190	367	1,93	21	29	1,38	9,95	7,90	11,03	10,16		
1928	177	363	2,05	16	12	0,75	8,29	3,31	11,09	10,72		
1929	168	358	2,13	22	32	1,45	11,58	8,94	10,44	9,51		
1930	134	254	1,90	30	191	6,37	18,29	75,20	8,07	2,00		
1931	117	191	1,63	26	48	1,85	18,18	25,13	6,56	4,91		
1932	94	159	1,69	21	14	0,67	18,26	8,81	5,55	5,06		
1933	93	162	1,74	11	7	0,64	10,58	4,32	5,70	5,45		
1934	90	87	0,97	10	4	0,40	10	4,60	3,13	2,98		
1935	86	107	1,24	7	5	0,71	7,53	4,67	4,07	3,88		
1936	87	1,46	1,46	127	6	1,17	6,45	5,51	5,09	4,81		

<sup>a</sup> ROE = (B/capitale) %.  
<sup>b</sup> ROEN = ((B-D)/capitale) %.

Fonte: ASSONIENE, op. cit.

l'attivo delle casse passò dal 22,9 al 30,2 per cento; l'analogo valore per il totale dei titoli in portafoglio salì dal 24,9 al 34,6 per cento (tab. 9.8). Di conseguenza, il peso dei prestiti in bilancio scese vistosamente dal 49,4 al 38,8 per cento e il rapporto impieghi-depositi passò dal 58,9 al 45,6 per cento. Ma questi non furono gli unici cambiamenti significativi. È forse ancor più importante notare che all'interno dei prestiti alla clientela si sviluppò una cospicua ricomposizione a vantaggio delle forme contrattuali più garantite (prestiti alla pubblica amministrazione o finanziamenti garantiti da ipoteca) la cui quota in bilancio, in controtendenza, salì di circa un punto percentuale. Va da sé che la contrazione dei prestiti è interamente addebitabile alle altre forme d'impiego, quali le anticipazioni in conto corrente, gli sconti e le sovvenzioni cambiarie, i mutui e i conti correnti chirografari a privati, vale a dire le forme con cui venivano precipuamente finanziati i privati<sup>42</sup>.

Anche per le società ordinarie di credito non banche miste, tra il 1929 e il 1935, si riscontra una riduzione dei prestiti ma di entità più limitata: il rapporto impieghi-depositi scese dal 64 al 58,7 per cento, se misurato su un aggregato che sovrastima i depositi della clientela, o dal 147,9 al 96,4 per cento, se misurato su un aggregato che li sottostima<sup>43</sup>; in rapporto alle attività complessive, i prestiti scesero dal 47,6 al 42,4 per cento (tab. 9.9). Al tempo stesso, in rapporto all'attivo i titoli e le attività liquide salirono rispettivamente dal 14,3 al 22,3 per cento e dal 22,5 al 29,6 per cento. Nonostante che i mutui fossero una forma tecnica inconsueta per i finanziamenti delle società ordinarie di credito, anche per questi intermediari la quota dei mutui in bilancio mostrò una tendenza crescente nel periodo. Al contempo, in rapporto all'attivo, i titoli e le attività liquide (titoli, cassa e attività interbancarie a vista) salirono rispettivamente dal 14,3 al 22,3 per cento e dal 22,5 al 29,6 per cento.

Le informazioni disponibili sui tassi d'interesse sono meno dettagliate. Se ne traggono comunque indicazioni di rilievo.

In primo luogo è importante cercare di stabilire cosa accadde allo

<sup>42</sup> M. L. Marinelli-Fauci, *Note sull'evoluzione della struttura funzionale del sistema bancario durante il fascismo*, cit.

<sup>43</sup> Mentre non sussistono grandi problemi nella definizione degli impieghi (mutui, portafoglio, conti correnti attivi, riporti attivi e credito agrario) altrettanto non è vero per i depositi. Infatti, i depositi fiduciari sono certamente passività che le banche intrattengono con la sola clientela ordinaria ma sui conti correnti di corrispondenza passivi sarebbero registrate oltre a passività interbancarie – come si penserebbe sulla base delle modalità contabili attuali – anche passività verso la clientela. I depositi veramente della clientela sono dunque qualcosa di intermedio.

Tab. 9.8. Composizione dell'attivo delle casse di risparmio ordinarie (valori percentuali)

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	Variazioni 1929-35
Titoli di stato	26,36	24,48	22,90	21,77	21,81	23,92	26,82	28,55	30,16	32,55	7,26
Totale titoli	27,85	26,30	24,91	23,91	24,54	27,13	31,01	33,04	34,63	37,71	9,71
Intercred. attivo	8,19	8,92	6,89	9,84	11,73	10,34	8,92	9,61	7,17	7,69	0,28
Intercred. e titoli	37,19	36,51	33,19	35,28	37,57	38,74	41,14	44,24	42,98	46,87	9,79
Prestiti più garantiti*	28,08	27,28	28,46	29,11	29,42	29,39	29,64	29,80	29,65	30,64	1,19
Prestiti più garantiti*	25,16	23,86	24,72	25,49	25,53	24,99	25,20	24,93	25,81	26,10	1,10
Prestiti meno garantiti	21,78	20,02	20,93	17,73	15,18	12,82	10,71	12,86	9,15	7,87	-11,77
Prestiti meno garantiti	24,70	23,44	24,67	21,36	19,08	17,21	15,15	17,73	12,99	12,41	-11,68
Totale prestiti	49,86	47,30	49,38	46,84	44,60	42,20	40,35	42,66	38,80	38,51	-10,58
Per memoria:											
totale attivo (miliardi)	17,45	19,28	20,31	21,54	22,33	23,41	24,09	24,03	23,71	22,49	

\* Sulle operazioni a speciali condizioni ex-statuto non si hanno informazioni adeguate per poterne determinare l'assegnazione all'aggregato dei prestiti più o meno garantiti. Pertanto si presentano le due ipotesi alternative, che producono comunque andamenti qualitativamente analoghi.

Fonte: Dati tratti dall'archivio dell'Ufficio ricerche storiche della Banca d'Italia.

Tab. 9.9. Composizione del bilancio delle società ordinarie di credito al netto di Comit, Credit e Banco di Roma (valori percentuali)

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	Variazione 1929-35
Totale titoli	14,29	14,55	14,52	14,09	19,40	20,78	22,26	19,86	7,97
Liquidia e titoli*	22,53	22	24,37	23,41	28,37	28,16	29,59	28,66	7,06
Prestiti più garanzie*	0,27	0,31	0,49	1,22	0,71	0,81	0,96	0,98	0,69
Totale prestiti	47,58	45,84	45,32	45,82	44,02	43,63	42,43	43,86	- 5,15
Per memoria:									
rappporto impieghi/depositi*									
depositi ristretti	147,86	124,43	118,57	118,13	108,21	100,46	96,38	94,84	- 51,48
depositi ampi	64,04	59,83	61,54	63,17	60,29	59,45	58,66	58,55	- 5,38

Per memoria:

rappporto impieghi/depositi\*

depositi ristretti

depositi ampi

\* Nella liquidità sono inclusi: cassa e somme a vista presso altri istituti.

Trattasi dei mutui, che però non è possibile scomporre tra privati e P.A. né tra chirografari e ipotecari.

Il depositi ristretti sono dati dai soli depositi fiduciari. Quelli ampi includono, oltre ai depositi fiduciari, anche i conti correnti di corrispondenza passiva, che non è possibile scomporre tra clientela ordinaria e banche.

Fonte: Dati tratti dall'archivio dell'Ufficio ricerche storiche della Banca d'Italia.

*spread* tra rendimenti delle passività emesse sul mercato dai privati e dei titoli pubblici. Come si è avuto modo di richiamare (par. 2) l'ampliamento di questo *spread* costituisce un indicatore assai importante nell'ambito di spiegazioni delle crisi finanziarie che si basano sulle imperfezioni informative dei mercati<sup>44</sup>. In Italia, in questo periodo, è difficile trovare serie storiche adeguate all'uopo. Sulla base di una pubblicazione della Banca commerciale italiana del 1934<sup>45</sup>, è stato possibile ricostruire una serie dei rendimenti all'emissione delle obbligazioni industriali private. Mettendo a raffronto questi rendimenti con quelli all'emissione dei buoni del Tesoro novennali<sup>46</sup> è possibile avere una misura dello *spread* solo per alcuni anni, dal momento che i buoni novennali non venivano emessi in ognuno degli anni considerati. Sulla base delle osservazioni disponibili si nota un ampliamento dello *spread* in questione di quasi mezzo punto tra il 1927 e il 1931-32 e di altri 7 decimi nel 1934 (fig. 9.1). Il valore negativo dello *spread* (-22 centesimi) nel 1927 e l'esiguità del valore assoluto dello *spread* non debbono stupire. *In primis*, il dato del 1927 sconta la naturale ripulsa dei privati verso i titoli pubblici italiani nel periodo immediatamente successivo al consolidamento del debito. Inoltre, le obbligazioni industriali avevano una scadenza all'emissione compresa tra i 25 e i 50 anni. Essendo nel periodo i tassi a lunga più bassi di quelli a breve lo *spread* dà un'indicazione del premio al rischio sulle emissioni private solo nelle variazioni e non nei livelli.

L'analisi dei tassi d'interesse disponibili per le casse di risparmio ordinarie fornisce ulteriori indicazioni, che non sono però di facile interpretazione.

Il differenziale tra tassi netti d'imposta sui conti correnti cambiari e sui mutui ipotecari si ridusse tra il 1927 e il 1930 da 1,3 a 0,3 punti, tornò a crescere nel 1931-1932, si ridusse nuovamente sui valori minimi del periodo nel 1933-1934 e si attestò a 0,7 punti nel biennio successivo (fig. 9.2). La riduzione del differenziale dai valori me-

<sup>44</sup> Il riferimento più naturale è a B. Bernanke, *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, cit. e F. S. Mishkin, *Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective*, in NBER Working Paper n.3400, 1990. Recenti sviluppi analitici (cfr. ad esempio, B. M. Friedman e K. N. Kuttner, *Why does the Paper-Bill Spread Predict Real Economic Activity?*, in NBER Working Paper n. 3879, 1991) individuano un nesso tra cambiamenti nello *spread* e andamento dell'economia USA anche al di fuori dei periodi di crisi finanziaria.

<sup>45</sup> Banca Commerciale Italiana, *Titoli a reddito fisso*, Milano 1934.

<sup>46</sup> I rendimenti sono stati ricostruiti da G. Felicetti, *Le emissioni di titoli pubblici nel periodo 1918-1939*, in *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, vol. II, Bari, Laterza, 1993.

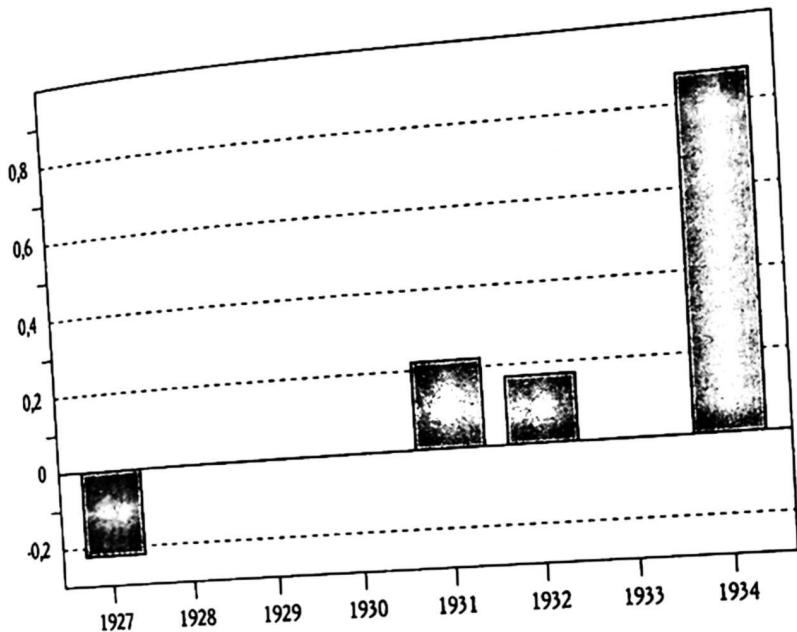


FIG. 9.1. Differenziale tra obbligazioni private e Btp novennali (rendimenti lordi all'emissione-punti percentuali).

di del biennio pre-crisi a quelli medi del 1930-1934 potrebbe sembrare in contrasto con l'interpretazione che gli intermediari stavano allontanandosi dai prestiti più rischiosi. Si potrebbe infatti obiettare che gli intermediari, per limitare i finanziamenti di forma meno garantita (è questo il caso dei conti correnti cambiari), avrebbero dovuto ampliare e non ridurre lo *spread* tra i tassi richiesti su queste forme di finanziamento e quelli praticati sui mutui ipotecari.

In realtà, il problema della relazione tra i due tassi considerati e col rischio di credito è più complessa. Da un canto, stiamo confrontando operazioni che differiscono non solo nelle garanzie accessorie al finanziamento ma anche nella sua durata: il differenziale in questione riflette perciò in qualche misura anche i cambiamenti nella relazione tra tassi a breve e a lungo termine. D'altro canto, si debbono tornare a considerare le implicazioni delle asimmetrie informative sul comportamento degli intermediari nella crisi. Se, secondo la banca, in seguito alla crisi, è cresciuta la probabilità di incontrare un debitore cattivo (selezione avversa) ed essa si adopera per ridurre tale eventualità è verosimile che ricorra al razionamento della quantità piuttosto che all'innalzamento del tasso. Alzando i tassi sulle operazioni meno garantite essa potrebbe sì ridurre la relativa domanda ma al costo di attrarre una maggiore quota di debitori cattivi. Se la banca attua dunque

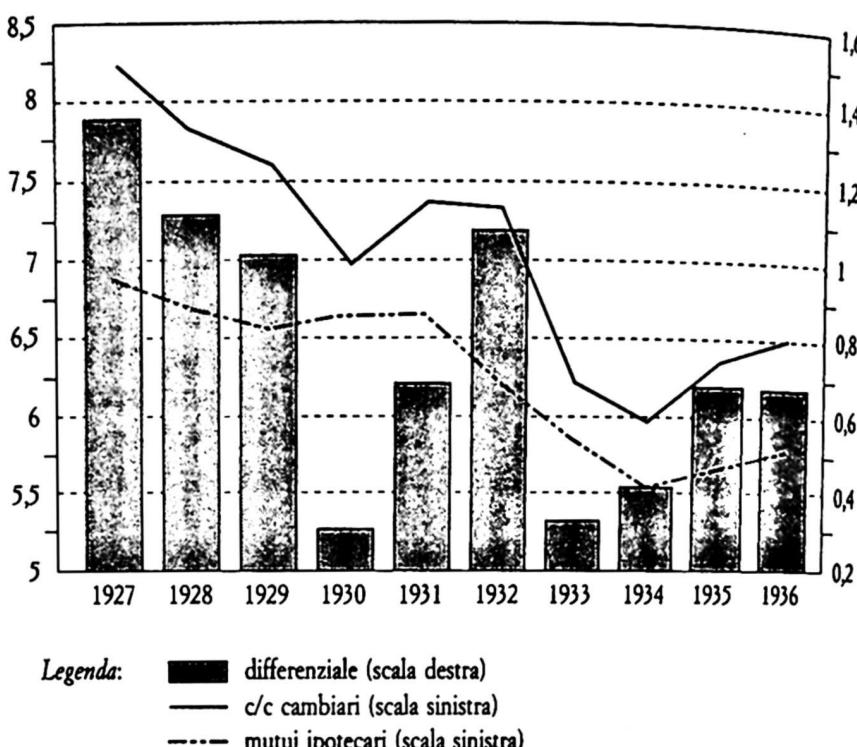


FIG. 9.2. Tassi d'interesse netti delle casse di risparmio (punti percentuali).

un razionamento delle operazioni meno garantite – magari riservandole solo ai clienti con i quali intrattiene rapporti d'affari da lungo periodo e sa essere buoni debitori – mentre non effettua lo stesso razionamento nell'erogazione dei mutui ipotecari – che abbiamo notato in espansione – allora il differenziale tra i due tassi non offre più indicazioni corrette sul valore implicito che la banca attribuisce alla disponibilità della garanzia reale rispetto al caso di finanziamento meno garantito. È questo il motivo fondamentale per il quale, come osserva anche Bernanke<sup>47</sup>, gli *spreads* tra tassi bancari possono risultare fuorvianti ed è opportuno misurare la percezione del rischio di credito su altri mercati, quali quello obbligazionario, come si è operato sopra.

Con questo *caveat* ben presente si può nondimeno procedere all'analisi degli altri tassi d'interesse delle casse di risparmio. Il differenziale, al netto d'imposta, tra il tasso medio applicato sui mutui ipotecari – l'unica forma di prestito che si andava espandendo nel periodo

<sup>47</sup> B. Bernanke, *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, cit.

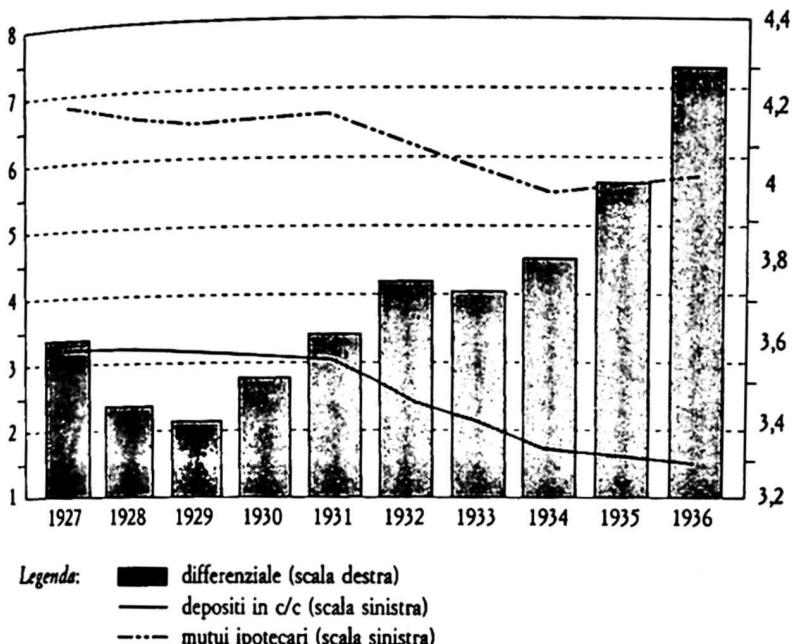


FIG. 9.3. Tassi d'interesse netti delle casse di risparmio (punti percentuali).

presso le casse – e la remunerazione media dei conti correnti si ampliò dai 3,4 punti nel 1929 fino a raggiungere i 4 punti nel 1935 (fig. 9.3). Se fosse legittimo ipotizzare immutate le condizioni concorrenziali nella raccolta, se ne potrebbe desumere che anche i tassi d'interesse sulle forme di finanziamento più garantite – i mutui ipotecari – incorporavano un premio al rischio crescente. Va tuttavia rilevato che la forma di raccolta che nel periodo le casse espansero di più fu quella dei depositi a risparmio – anche per limitare la trasformazione delle scadenze tra passivo e attivo – tanto che lo *spread*, al netto della fiscalità, tra la loro remunerazione e quella dei conti correnti, praticamente assente in precedenza, crebbe sensibilmente dal 1931 per sfiorare i 7 decimi di punto nel 1935 (fig. 9.4). Di conseguenza, il differenziale di tasso, al netto d'imposta, tra mutui ipotecari e depositi a risparmio non presentò andamenti univoci: si osserva un lieve innalzamento nel biennio 1930-1931 che però rientrò successivamente.

Sul problema della deflazione da debito è ora opportuno osservare che la forte riduzione nel valore degli immobili (tab. 9.5) poteva rendere ancor più difficoltoso l'indebitamento per le imprese in un momento nel quale gli intermediari si andavano spostando verso forme contrattuali più garantite di finanziamento.

Anche a prescindere dalla mutata propensione delle banche all'erogazione del credito o alla richiesta di garanzie, il meccanismo di intermediazione subì nel periodo una profonda metamorfosi che può aver avuto contraccolpi in termini di capacità di finanziamento del settore privato e, in particolare, della piccola impresa. L'area del controllo pubblico si ampliò notevolmente in seguito ai guadagni di quote di mercato delle aziende di credito già pubbliche, all'acquisizione, diretta o indiretta, di altre aziende sotto il controllo pubblico e all'ampliamento dell'intermediazione svolta dal credito speciale.

La riorganizzazione del settore creditizio in Italia procedette spedita in questi anni anche trascurando il salvataggio delle banche miste. È in particolare l'area pubblica degli intermediari che vide incrementare il proprio peso. L'attivo bancario dell'*area pubblica in senso stretto*, identificata con le casse di risparmio postali e gli istituti di credito speciale, passò dal 24,5 per cento del totale nel 1929 al 40,5 nel 1935 (tab. 9.10). Considerando anche le casse di risparmio ordinarie e gli istituti di diritto pubblico, la quota dell'*area pubblica allargata* salì nel contempo dal 47 al 66,9 per cento. Escludendo anche le Bin, l'area degli *intermediari privati* crollò dal 53 per cento nel 1929 al 18,6 nel 1935, una perdita di quasi i due terzi. Furono protagoniste del forte ridimensionamento tutte le categorie degli intermediari dell'area privata: le banche popolari (-44,5 per cento), le società ordinarie di credito (-35,2 per cento), i monti di pietà (-30,5 per cento), le casse rurali ed artigiane (-41,8 per cento) e le ditte bancarie (-54,9 per cento).

L'attrazione del risparmio verso gli intermediari dell'area pubblica trasse alimento dall'orientamento della domanda della clientela verso controparti meno esposte a rischi di instabilità<sup>29</sup> nonché dalla politica di elevati tassi d'interesse praticata dalle casse di risparmio postali<sup>30</sup> in contrapposizione ai tassi d'interesse fissati dal cartello bancario, sotto l'influenza del governo, che vincolavano le altre banche. Il permanere di disformità anche forti tra le categorie di aziende nell'orientamento dei prestiti tra la controparte pubblica e quella privata e, in quest'ultimo ambito, tra i vari comparti produttivi<sup>31</sup> può aver giocato

paesi sviluppati (A. M. Biscaini e P. Ciocca, *Le strutture finanziarie: aspetti qualitativi di lungo periodo (1870-1970)*, in *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, cit.).

<sup>29</sup> M. Marconi, *La politica monetaria del fascismo*, cit.

<sup>30</sup> M. Abrate, *Moneta e risparmio in Italia negli anni della Grande Crisi*, in *Industria e banca nella grande crisi*, cit.

<sup>31</sup> M. L. Marinelli-Fauci, *Note sull'evoluzione della struttura funzionale del sistema bancario durante il fascismo*, cit.

TAB. 9.10. Attività totali per gruppi di intermediari<sup>a</sup> (valori in miliardi di lire correnti)

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	Variazioni % 1929-1935
Casse risparmio postali <sup>b</sup> Quota %	17,23 16,95	18,27 16,69	19,36 16,79	21,65 18,44	23,57 19,98	25,56 21,59	29,44 23,52	32,73 26,09	31,79 26,04	32,81 25,76	55,07
Istituti credito fondiario <sup>b</sup> Quota %	2,14 2,11	2,89 2,64	3,73 3,24	4,60 3,92	5,36 4,54	5,77 4,87	6,02 4,81	6,16 4,91	6,16 5,05	6,95 5,46	55,96
Istituti cred. agrario <sup>b</sup> Quota %	0,72 0,71	1,35 1,23	1,58 1,37	1,66 1,41	2,01 1,70	2,34 1,98	2,88 2,30	2,12 1,69	2,07 1,70	2,64 2,07	23,73
Istituti credito mobiliare <sup>b</sup> Quota %	2,89 2,84	3,39 3,10	3,59 3,11	3,70 3,15	4,38 3,71	5,48 4,63	9,27 7,41	9,60 7,65	9,45 7,74	9,50 7,46	148,59
Area pubblica in senso ristretto. Quota %	22,60	23,67	24,51	26,93	29,94	33,06	38,03	40,35	40,52	40,75	65,32
Casse di risparmio ordinarie <sup>c</sup> Quota %	17,45 17,17	19,28 17,62	20,31 17,62	21,54 18,35	22,33 18,93	23,41 19,77	24,09 19,24	24,03 19,16	23,71 19,42	22,49 17,66	10,25
Istituti dir. pubblico Quota %	4,71 4,63	5,27 4,82	5,60 4,86	5,81 4,95	6,02 5,10	6,22 5,25	7,85 6,27	7,99 6,37	8,43 6,91	12,68 9,96	42,16
Area Pubblica allargata Quota %	44,40	46,10	46,99	50,22	53,98	58,09	63,55	65,87	66,85	68,36	42,28

Tab. 9.10. (segue)

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	Variazioni % 1929-1935
Banche popolari	9,40	9,88	9,91	8,79	8,10	7,28	6,73	6,10	5,82	6,47	
Quota %	9,25	9,03	8,60	7,49	6,87	6,15	5,38	4,86	4,77	5,08	-44,54
Soc. ord. credito <sup>a</sup>	42,07	44,22	45,98	44,77	41,41	37,79	35,37	33,29	31,56	30,80	
Quota %	41,38	40,41	39,88	38,13	35,11	31,91	28,26	26,54	25,85	24,18	-35,18
di cui: banche miste											
Monti picchi	1,48	1,15	1,48	1,53	1,83	1,97	1,06	1,07	1,09	1,07	
Quota %	1,46	1,05	1,28	1,30	1,55	1,66	0,85	0,85	0,89	0,84	-30,45
Casse nur. artig.	1,40	1,41	1,51	1,45	1,37	1,25	1,13	1,09	0,93	0,90	
Quota %	1,38	1,29	1,31	1,24	1,16	1,06	0,90	0,87	0,76	0,71	-41,84
Ditte bancarie	2,17	2,33	2,24	1,90	1,57	1,34	1,26	1,07	1,06		
Quota %	2,13	2,13	1,94	1,62	1,33	1,13	1,07	1,00	0,88	0,83	-54,89
Area privata	55,60	53,90	53,01	49,78	46,02	41,91	36,45	34,13	33,15	31,64	-37,47
Quota %	55,60	53,90	53,01	49,78	46,02	41,91	20,87	19,62	18,57	16,96	-64,97
Area privata meno B.I.N.											
Totale generale	102	109	115	117	118	118	125	125	122	127	5,89

<sup>a</sup> Fonte: ove non altrimenti specificato, R. De Martia (a cura di), *I bilanci degli istituti di emissione italiani 1845-1936*, vol. I, Tomo II, Banca d'Italia, Roma, 1967.

<sup>b</sup> Fonte: A.M. Bisceglie e P. Ciocca, *op. cit.*

<sup>c</sup> Fonte: dati tratti dall'archivio dell'Ufficio ricerche storiche della Banca d'Italia.

<sup>d</sup> Fonte: dal 1929, dati tratti dall'archivio dell'Ufficio ricerche storiche della Banca d'Italia.

un ruolo importante nel periodo. L'acquisizione dei fondi nell'area degli intermediari pubblici poteva infatti indurre segmentazioni anche in seguito a vincoli normativi e statutari più stringenti: ad esempio, Cova e Galli<sup>52</sup> descrivono le difficoltà che lo statuto e la prassi operativa frapponevano alla despecializzazione della Cariplo, che pure era alla ricerca di nuove aree di impiego. Ancora una volta, da queste segmentazioni potevano essere particolarmente danneggiate le piccole imprese, mentre la grande industria ne avrebbe sofferto di meno sia, in un primo tempo, perché maggiormente capace di accedere ad altre forme di finanziamento sia, in un secondo tempo, in quanto attratta essa stessa in larga parte nell'area pubblica in seguito agli interventi di salvataggio.

Nell'esaminare la politica dei prestiti dell'IMI nei primi anni di attività<sup>53</sup>, Cesarini osserva che:

L'IMI, pur senza rifiutarsi di prendere in considerazione e di istruire le operazioni di importo ridotto che gli vengono sottoposte, finisce col privilegiare le esigenze di consolidamento dei debiti delle grandi imprese e dei grandi gruppi, preferibilmente appartenenti al settore pubblico (aziende Iri) o ai settori protetti dell'economia italiana (industria idroelettrica)<sup>54</sup>.

Un giudizio analogo lo aveva già espresso Menichella:

L'esperimento tuttavia non ebbe successo, perché l'Istituto [l'IMI, N.d.R.] non ebbe l'animo di affrontare i casi più numerosi e difficili della media e piccola industria<sup>55</sup>; tardò ad organizzarsi e in pratica non fece nulla per circa un anno. La situazione bancaria e quella della media e piccola industria peggiorarono ancora durante il 1932. Alle banche si provvedeva, come detto, mediante intervento diretto della Banca d'Italia riuscendosi in tal modo a sostenere anche la situazione delle molte aziende industriali di proprietà delle banche stesse. Ma per le aziende di medie e piccole dimensioni, non legate intimamente alle banche, il Governo riteneva pure di dover fare qualche cosa, mentre urgeva di trovare un sistema di appello al mercato dei capitali facendo cessare la pressione sull'istituto di emissione. Per questi motivi nel gennaio

<sup>52</sup> A. Cova e A. M. Galli, *La Cassa di Risparmio delle Province Lombarde dalla fondazione al 1940*, vol. II, Bari, Laterza, 1991.

<sup>53</sup> Giova ricordare che l'IMI viene istituito sul finire del 1931 per lenire le esigenze finanziarie delle imprese e dunque, nelle intenzioni degli ideatori, risolvere i problemi creati dalla crisi del sistema bancario.

<sup>54</sup> F. Cesarini, *Alle origini del credito industriale: l'IMI negli anni trenta*, Bologna, Il Mulino, 1982, p. 11.

<sup>55</sup> La sottolineatura è mia.

del 1933 fu creato l'IRI al quale furono assegnate due sezioni: una detta «Sezione Finanziamenti» che avrebbe dovuto fare sovvenzioni alle varie industrie colpite dalla crisi per aiutarle a superare la crisi stessa; l'altra detta «Sezione Smobilizzi»<sup>56</sup>.

In altre parole, in senso lato, l'intervento statale procurò ampi benefici, sventando diffusi *deposit runs* e quindi il probabile collasso del sistema dei pagamenti, ma impose al tempo stesso costi distorcendo l'allocazione del credito e intensificando la segmentazione dei mercati finanziari<sup>57</sup>. L'efficienza dell'allocazione del credito venne danneggiata dalla priorità attribuita ai prestiti al settore pubblico e dall'incapacità da parte dei nuovi intermediari di valutare in maniera efficiente debitori coi quali non avevano in precedenza intrattenuto rapporti di clientela. Allo stesso tempo l'attrazione della funzione dell'intermediazione nella sfera statale rese più difficili ulteriori sviluppi dei mercati finanziari italiani.

Un'altra questione parte dalla constatazione che, date le modalità del salvataggio orientate alle banche miste – e, quindi, alla grande industria – gli altri intermediari ne sarebbero rimasti in gran parte esclusi. Dalla relazione del Presidente della Sezione smobilizzi industriali dell'IRI relativa all'esercizio 1934<sup>58</sup> risulta che le perdite per l'intervento di salvataggio delle tre banche miste rappresentavano quasi i quattro quinti degli oneri complessivamente sopportati dall'Istituto per interventi sul sistema bancario nel quinquennio 1930-1934. Gli altri interventi di un qualche rilievo avevano riguardato la Banca agricola italiana (circa 12 per cento) e un gruppo di banche cattoliche (circa 3 per cento)<sup>59</sup>. Le tensioni di liquidità potrebbero essere state accentuate in particolare in seguito alla connaturata inefficienza del mercato interbancario italiano<sup>60</sup>. Tale inefficienza nel passaggio della

<sup>56</sup> D. Menichella, *Le origini dell'IRI e la sua azione nei confronti della situazione bancaria* (Rapporto sottomesso il 2 luglio 1944 al Capitano Andrew Kamarck, rappresentante della Finance Sub-Commission dell'Allied Control Commission presso l'IRI), in D. Menichella, *Scritti e discorsi scelti 1933-1966*, Banca d'Italia, Roma, 1986, pp. 13-14.

<sup>57</sup> In questo senso si veda M. De Cecco, *La protezione del risparmio nelle forme finanziarie fasciste*, in «Rivista di storia economica», 1986, n. 2, pp. 237-241.

<sup>58</sup> Acs, ASIRI, cart. 18, *Relazione del Presidente della Sezione Smobilizzi Industriali dell'IRI sul Bilancio al 31 dicembre 1934*.

<sup>59</sup> Sulla crisi di questo gruppo di banche cattoliche si veda A. Gigliobianco, *La crisi delle banche cattoliche nel 1928-30: primi risultati della ricerca*, Roma, Banca d'Italia, 1991, dattiloscritto.

<sup>60</sup> A. M. Biscaini e P. Ciocca, *Le strutture finanziarie: aspetti qualitativi di lungo periodo (1870-1970)*, cit.

liquidità fu del resto probabilmente acuita dalla caduta dello stato di fiducia, data l'esistenza di asimmetrie informative anche nei rapporti interbancari.

## 5. L'interpretazione proposta e quelle alternative

Il verificarsi di un *credit crunch* è solo una delle possibili cause della propagazione e del protrarsi della Depressione in Italia. Facendo riferimento ai due paesi nei quali la Grande Depressione è stata analizzata più a fondo, che la trasmissione della crisi sia, almeno in parte, avvenuta attraverso il sistema bancario è una tesi comunemente accettata per gli Stati Uniti ma non per il Canada. Haubrich<sup>61</sup> sostiene che la Grande Depressione venne trasmessa al Canada dall'estero, che il ruolo della moneta sembra essere ambiguo e che la crisi del debito interna ebbe effetti trascurabili.

L'economia italiana del tempo era certamente meno aperta e integrata nel commercio internazionale di quella canadese; tuttavia la caduta della domanda estera e la fuga dei capitali internazionali può essere stata importante anche per l'Italia. Le interpretazioni che si basano sull'influenza del settore estero saranno riprese in dettaglio poco oltre, assieme all'impatto di altri fattori interni reali e monetari; prima si tenterà però di riproporre i principali risultati dell'analisi sviluppata sinora.

Come abbiamo evidenziato, tra il 1930 e il 1932 vi furono chiari segnali di peggioramento nella performance e di dissesto nell'economia italiana che non si era ancora pienamente ristabilita dall'impatto deflazionario della rivalutazione della lira del 1926-1927. Il numero di banche in attività cadde in misura significativa non solo in seguito a fusioni ma anche per effetto di fallimenti. Tra il 1926 e il 1936 il numero degli sportelli bancari diminuì di un terzo e quello delle piazze bancate si ridusse di circa un quarto<sup>62</sup>. Le banche, fatesi più caute nell'attività di prestito, investirono una parte sempre maggiore dei loro fondi in titoli di Stato e riconvertirono il portafoglio degli impieghi verso debitori meno rischiosi (es. le amministrazioni pubbliche) e, tra i prestiti al settore privato, fecero crescente ricorso a forme contrattuali più garantite. L'accrescere dell'intermediazione svolta da in-

<sup>61</sup> J. E. Haubrich, *Nonmonetary Effects of Financial Crises: Lessons from the Great Depression in Canada*, in «Journal of Monetary Economics», 1990, n. 25, pp. 223-252.

<sup>62</sup> A. M. Biscaini e P. Ciocca, *Le strutture finanziarie: aspetti qualitativi di lungo periodo (1870-1970)*, cit.

termediari dell'area pubblica – solo in parte dovuta ai salvataggi bancari – rafforzò le segmentazioni nel mercato del credito. Nel quantificare l'andamento del credito al settore privato è opportuno escludere le casse di risparmio postali e gli istituti di credito speciale, le cui politiche d'impiego erano assai diverse da quelle degli altri intermediari. In termini aggregati, i prestiti degli altri intermediari caddero in misura vistosa tra il 1929 e il 1935. Nei valori nominali la consistenza dei prestiti totali di questi intermediari diminuì di circa un terzo e quella degli impieghi meno garantiti (quelli più connessi col finanziamento dell'industria) quasi si dimezzò. La flessione dei prestiti fu notevole anche in rapporto all'evoluzione del prodotto. Nel periodo esaminato, la consistenza degli impieghi totali in questione flettè dal 20,1 per cento al 15,6 per cento del Pil, secondo la serie del prodotto proposta da Rossi, Sorgato e Toniolo<sup>63</sup>; in rapporto al Pil i prestiti meno garantiti discesero ancora di più: dal 16,1 al 10,4 per cento.

L'interpretazione che abbiamo proposto suggerisce che le piccole imprese furono particolarmente colpite dalla crisi e dalla ristrutturazione del sistema bancario. Anche se si rendono necessarie analisi più approfondite, il fatto che il peso delle industrie leggere nella struttura produttiva dell'industria italiana cadde di quasi un quarto tra la fine del 1928 e quella del 1932 è coerente con questa interpretazione. Tale evidenza fornisce del resto una risposta, per il caso italiano, all'obiezione sollevata da Temin con riferimento ai risultati di Bernanke<sup>64</sup>, che

verifiche di questo meccanismo dovrebbero esaminare gli andamenti delle diverse industrie. L'aumento del costo di intermediazione creditizia avrebbe colpito le famiglie e le piccole imprese molto più delle grandi imprese [ma] sfortunatamente la presenza delle grandi imprese è legata positivamente alla caduta della produzione negli Stati Uniti, non negativamente come predice il modello di Bernanke<sup>65</sup>.

Le spiegazioni della Grande Depressione italiana basate sul ruolo degli shocks da parte del settore estero si imperniano su due canali principali: la caduta delle esportazioni e il rimpatrio dei capitali internazionali affluiti in Italia negli anni precedenti. Le esportazioni si con-

<sup>63</sup> N. Rossi, A. Sorgato e G. Toniolo, *I conti economici italiani: una ricostruzione statistica, 1890-1990*, cit.

<sup>64</sup> B. Bernanke, *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, cit.

<sup>65</sup> P. Temin, *International Instability and Debt Between the Wars*, cit., p. 307.

trassero non solo per la flessione nella domanda internazionale in seguito alla depressione ma anche per effetto delle crescenti barriere commerciali introdotte dalla maggior parte dei paesi. Abbiamo tuttavia mostrato (par. 2) che la caduta delle esportazioni non fornisce una spiegazione soddisfacente per il crollo produttivo, almeno per i prodotti tessili che pure costituivano una delle principali componenti dell'export.

La fuga dei capitali può aver esercitato un importante effetto deflazionario sull'economia italiana. Le difficoltà a reperire finanziamenti sui mercati internazionali durante le turbolenze della Grande Crisi non richiedono probabilmente eccessive qualificazioni. Osserva Marconi che dal 1929

il ruolo che nell'economia italiana poteva essere assegnato all'operatore estero cambia dunque molto profondamente e velocemente, da presumibile fonte di creazione di liquidità esso si trasforma in canale di assorbimento netto di base monetaria, da sorgente di nuovo risparmio assume l'aspetto di uno stagno inaridito che inghiotte molto velocemente ciò che in passato aveva dato<sup>66</sup>.

### Spinelli e Fratianni sostengono che

la perdita continua di riserve dal 1928 in poi possa essere attribuita: soprattutto all'andamento delle partite correnti fino al 1930; soprattutto al deflusso dei capitali nel 1930-31; e a una combinazione di andamenti negativi delle partite correnti e dei flussi di capitale dal 1931 in poi [fino al 1935, N.d.R.]<sup>67</sup>.

Eichengreen nella sua approfondita analisi sulla trasmissione internazionale della Grande Depressione sostiene che

la caduta nell'attività economica negli Stati Uniti venne trasmessa agli altri paesi attraverso canali che si rinforzavano a vicenda. Questi canali operavano con forza perché le economie nazionali erano legate assieme dai tassi di cambio fissi del tallone aureo<sup>68</sup>.

Eichengreen argomenta che l'assenza di coordinamento nel sistema

<sup>66</sup> M. Marconi, *La politica monetaria del fascismo*, cit., p. 95.

<sup>67</sup> F. Spinelli e M. Fratianni, *Storia monetaria d'Italia: l'evoluzione del sistema monetario e bancario*, Milano, Mondadori, 1991, p. 368.

<sup>68</sup> B. Eichengreen, *The Origins and Nature of the Great Slump, Revisited*, University of California at Berkley, 1991, Working Paper n. 91-156, p. 16.

monetario, basato sul *gold standard*, si dimostrò un fattore importante nella trasmissione della crisi; di conseguenza, osserva Eichengreen, i paesi si potevano isolare da questi disturbi solo abbandonando il tallone aureo, com'è dimostrato dalla migliore *performance* ottenuta proprio da quei paesi che in effetti adottarono questa misura. L'Italia non abbandonò il *gold standard* durante la Depressione e rimase perciò esposta agli impatti deflazionistici provenienti dall'estero che furono solo parzialmente mitigati dalla graduale introduzione di restrizioni alla libertà dei movimenti dei capitali.

Spinelli e Fratianni<sup>69</sup> propongono un'interpretazione monetarista della Depressione: la politica monetaria era restrittiva per sostenere la parità sopravvalutata della lira; i tassi d'interesse reali erano, non solo positivi, ma più elevati che all'estero; la velocità di circolazione della moneta si contrasse significativamente (di circa il 40 per cento) tra la metà degli anni venti e il 1933-1934, mentre il moltiplicatore monetario diminuì dopo il 1929. Questa interpretazione si pone in conflitto con quella di Ciocca e Toniolo, i quali sostengono che

durante la recessione la quantità di moneta rimase praticamente stabile in termini nominali e si accrebbe sostanzialmente in termini reali, il rapporto tra l'offerta di moneta e il Pil aumentò piuttosto drasticamente e i tassi d'interesse a breve e a lungo termine poterono flettersi in termini nominali fino al 1934 [...] perciò una spiegazione della depressione italiana alla Friedman non trova alcun supporto empirico, qualsiasi ne siano i meriti nello spiegare il ciclo americano.<sup>70</sup>

Riconciliare queste due posizioni così distanti sarebbe un compito importante che prescinde però dagli obiettivi del presente lavoro.

Infine, si deve dedicare un po' di spazio alle interpretazioni della Depressione che si basano sui fattori reali interni. Romer<sup>71</sup> ha suggerito che l'incertezza sui redditi futuri in seguito al crollo della Borsa indusse le famiglie statunitensi ad astenersi dagli acquisti di beni durevoli. E' però difficile pensare che questa variabile fosse rilevante per l'economia italiana degli anni '30, nella quale la spesa delle famiglie per beni di consumo durevole era ancora assai limitata. Al contrario, possono avere rilievo spiegazioni degli andamenti produttivi che pog-

<sup>69</sup> F. Spinelli e M. Fratianni, *Storia monetaria d'Italia: l'evoluzione del sistema monetario e bancario*, cit.

<sup>70</sup> P. Ciocca e G. Toniolo, *Industry and Finance in Italy, 1918-1940* cit., pp. 129-130.

<sup>71</sup> C. D. Romer, *The Great Crash and the Onset of the Great Depression*, cit.

giano su effetti negativi del tipo acceleratore delle scorte indotti dalla caduta nella domanda attesa. Ad esempio, Hawtrey<sup>72</sup> – proprio in un articolo dal titolo *The credit deadlock* – notava il fatto che l'economia britannica aveva stentato a riprendersi anche dopo l'allentamento della politica monetaria. Va rilevato che gli effetti aggregati di una recessione causata dall'assenza di «domanda effettiva» sono probabilmente equivalenti, dal punto di vista dell'osservazione empirica, a quelli indotti da un *credit crunch*. La prima interpretazione, tuttavia, non prevede effetti settoriali. Il fatto che in Italia la contrazione produttiva fu massima per le industrie leggere – e, dunque, per le piccole imprese – si attaglia meglio all'interpretazione basata sulla restrizione creditizia che non a quella della caduta della «domanda effettiva».

## 6. Conclusioni

Le argomentazioni presentate forniscono sostegno alla tesi che anche in Italia si sia verificato un *credit crunch* durante la Grande Depressione, con conseguenze in termini di profondità e durata della crisi. Questo risultato assume particolare interesse dal momento che, nel caso italiano, non si verificarono diffusi fenomeni di corsa ai depositi. Nonostante ciò, la capacità degli intermediari di fornire credito al settore privato si contrasse per effetto della caduta nelle loro risorse, di un limitato ma non trascurabile numero di fallimenti e, soprattutto, del peggiorato stato di fiducia che indusse le banche a maggiore prudenza nei prestiti. I diffusi fallimenti societari, la contrazione nei profitti industriali e la ridotta capacità delle imprese di fornire garanzie contribuirono a motivare la ritrosia delle banche a concedere credito. Le banche, eccetto quelle miste, ridussero perciò l'offerta di credito orientandosi su forme contrattuali più garantite, accentuando il ricorso al razionamento del credito – cui le imprese non potevano far fronte – e l'investimento in titoli di Stato. Vi sono indicazioni che lo *spread* tra rendimenti all'emissione delle obbligazioni di imprese private e dei titoli di Stato si ampliò significativamente nel corso della Grande Depressione anche in Italia. Un altro elemento che può aver introdotto frizioni nel funzionamento del mercato del credito è da ritrovare nelle profonde trasformazioni che la morfologia del sistema creditizio subì in seguito alla sua attrazione nell'area del controllo pubblico. Tale mutamento – solo in parte connesso con la crisi –

<sup>72</sup> R. G. Hawtrey, *Lessons from Monetary Experience*, London, A. J. Goyer, 1937.

generò costi di aggiustamento per il finanziamento delle imprese private, dato che la nuova configurazione degli intermediari privilegiava i finanziamenti nell'ambito dell'area pubblica e della grande impresa.

Il *credit crunch* fu particolarmente nocivo per le piccole imprese, per le quali normalmente sono maggiori i problemi informativi e, di conseguenza, più severi i vincoli alla disponibilità di finanziamenti esterni. D'altro canto, le modalità del salvataggio bancario da parte dello Stato, dirette alle banche miste, avvantaggiarono i grandi gruppi industriali, controllati in gran parte dalle stesse banche miste: si sarebbero così prodotti effetti negativi che contribuirono a propagare la crisi.

La tesi qui sostenuta – secondo la quale si sarebbero avuti importanti effetti reali in seguito alla ridotta funzionalità del mercato del credito – è difficilmente distinguibile da una spiegazione del persistere della crisi che poggi su soli fattori reali (di domanda). Sarebbero necessari ulteriori approfondimenti, la cui fattibilità è messa in forse dalla limitatezza dei dati a disposizione. Alla luce delle argomentazioni e delle evidenze addotte, specie di quelle sugli effetti settoriali della crisi, sembra però difficile escludere che l'instabilità finanziaria descritta abbia costituito un importante canale di trasmissione nel prolungare la Grande Depressione in Italia.