

# Il funzionamento del sistema aureo

Nella teoria e nella pratica

# Idea principale

- Dato che il sistema aureo NON fu un sistema concepito secondo un piano prestabilito, nè in una maniera coordinata o controllata, non dovrebbe sorprendere che NON funzionò secondo i principi teorici che, all'epoca, si consideravano validi
- Di fatto, non si comprese bene come funzionava fino a che il sistema non entrò in crisi negli anni 1920-30

# Lo schema teorico di base /1

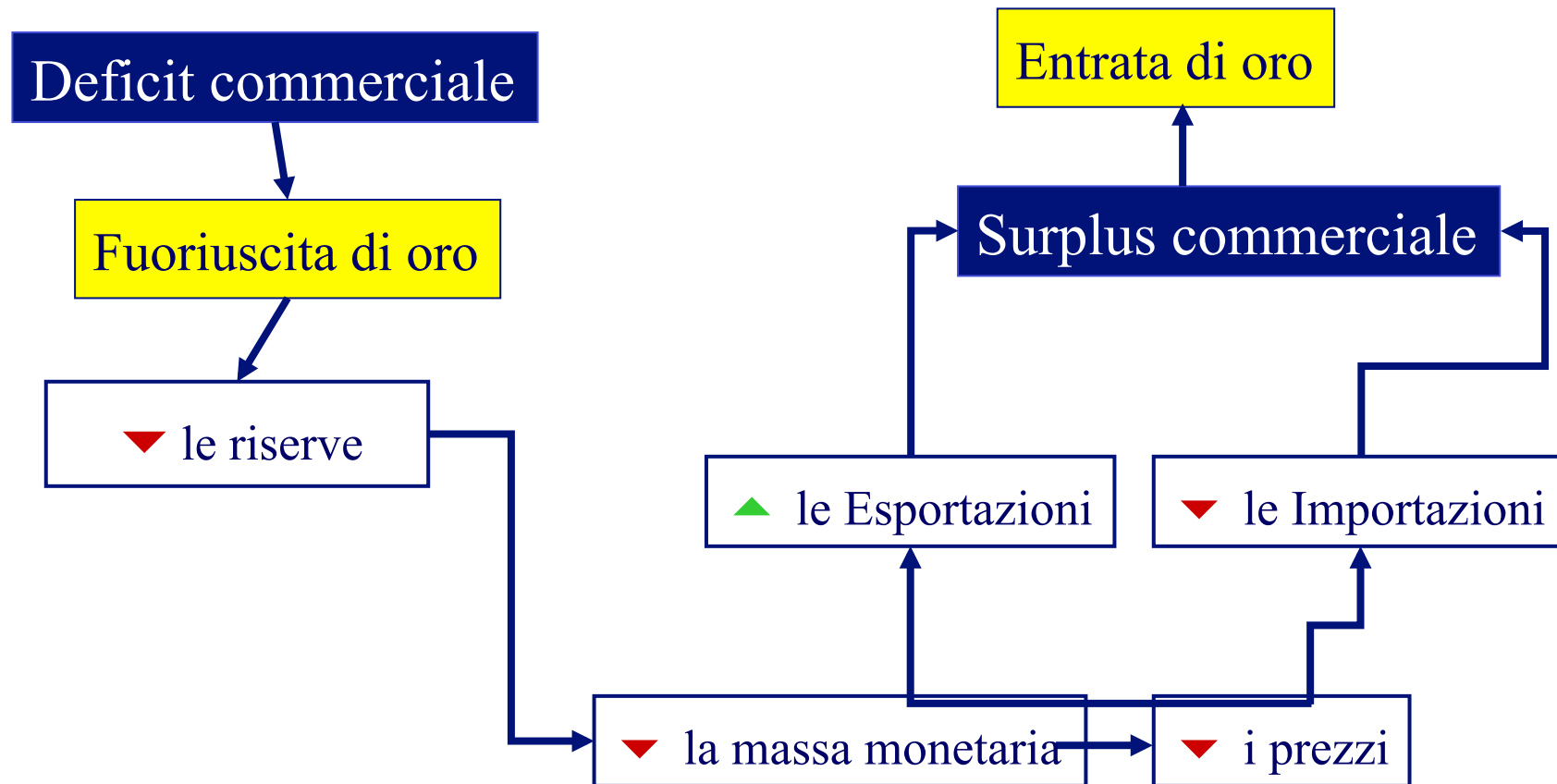
- Con tassi di cambio fissi, gli sguilibri nella Bilancia dei Pagamenti (BdP) si liquidano mediante lo scambio di denaro metallico
  - Con deficit esteriore, uscirà oro
  - Con surplus, entrerà oro.
- La quantità di oro in circolazione in un paese risulterà alterata (A)
  - Con deficit e uscita di oro, diminuirà l'Offerta Monetaria (OM)
  - Con surplus e ingresso di oro, aumenterà la OM
    - Inizialmente: la OM è formata da monete d'oro
    - Nel corso dell'Ottocento: la OM è formata anche da banconote, la cui circolazione diminuisce o aumenta a seconda dei casi
    - *(ruolo della macchina a vapore, per creare stampe sempre meno falsificabili)*

## Lo schema teorico di base /2

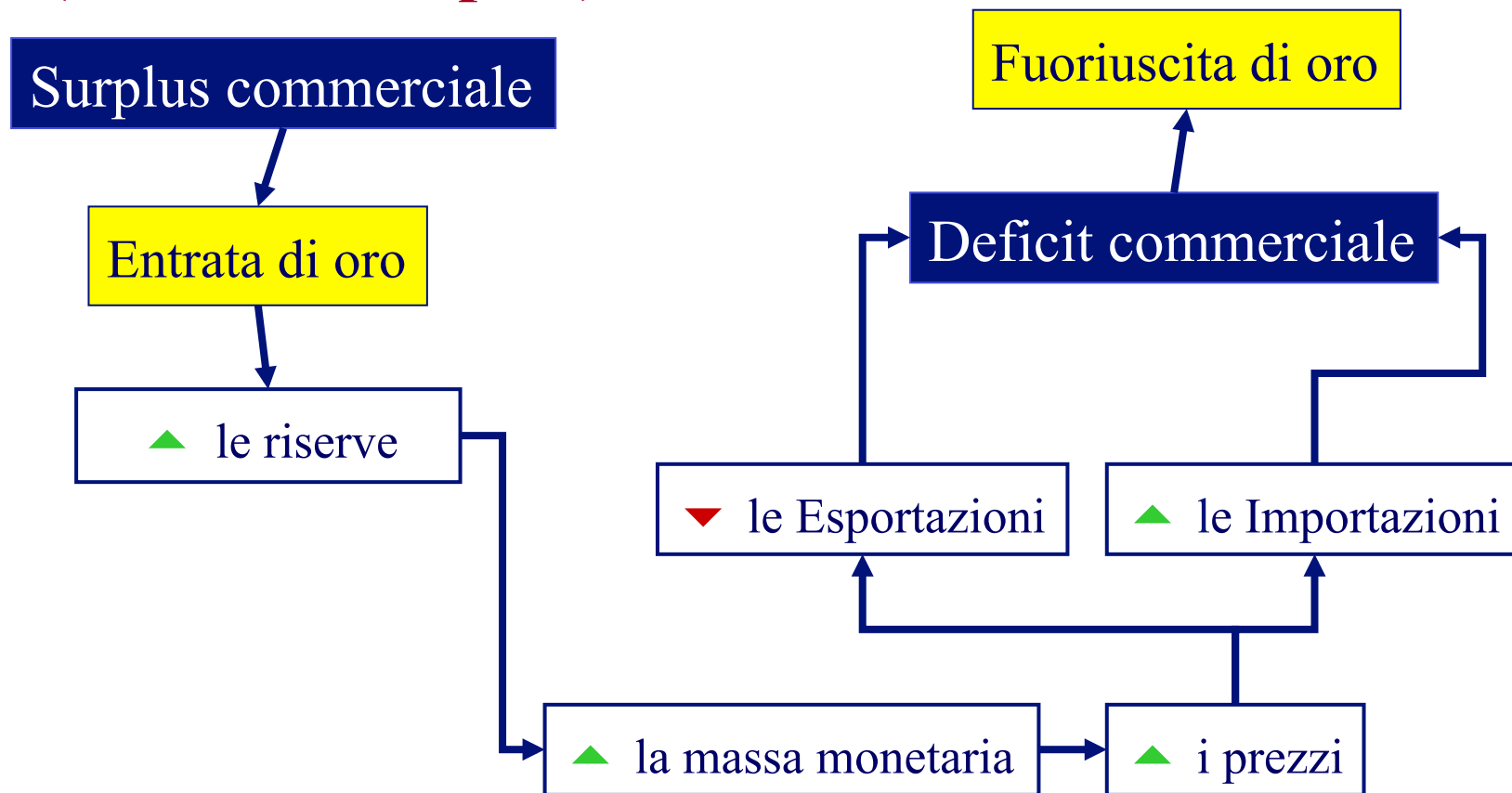
- Con mercati di beni e fattori (= capitale e lavoro) molto flessibili
- Con deficit esterno, la diminuzione dell'OM porterà a deflazione, che incentiverebbe le esportazioni e disincentiverebbe le importazioni, portando la Bilancia dei Pagamenti AUTOMATICAMENTE all'equilibrio
- Con surplus esterno, l'aumento dell'OM porterà a inflazione, che incentiverebbe le importazioni e disincentiverebbe le esportazioni, portando la Bilancia dei Pagamenti AUTOMATICAMENTE all'equilibrio

**Il sistema aureo imporrebbe AGGIUSTAMENTI SIMMETRICI,  
ATTRAVERSO I PREZZI**

# Gli aggiustamenti del sistema aureo (in caso di deficit)



## Gli aggiustamenti del sistema aureo (in caso di surplus)



# Implicazioni per la politica economica /1

- La partecipazione al sistema aureo richiedeva
  - mantenere la convertibilità delle monete e delle banconote in qualsiasi momento
  - non porre ostacoli alla libera circolazione dell'oro, tanto dentro le frontiere del paese così come attraverso
- La convertibilità si garantiva:
  - Mantenendo nei banche emissori un livello di riserve sufficiente per dare corso all'impegno, se necessario

# Implicazioni per la politica economica /2

- *Conseguenze sulla politica monetaria*
  - Il suo obiettivo era la difesa del tasso di cambio, sacrificando, se necessario, la situazione economica interna
- Esempio: in caso di deficit della bilancia dei pagamenti
  - La banca centrale comprendeva che prima o poi sarebbe uscito oro
  - Di fatto, le banche centrali capivano che la BdP del paese entrava in deficit quando le loro riserve di oro diminuivano
  - La riduzione di riserve obbligava la banca centrale a diminuire la quantità di banconote emesse
  - Questo si faceva dando meno credito (il credito si dava mediante l'emissione di banconote)
  - La riduzione del credito riduceva il livello di attività e forzava la deflazione, fino a recuperare di nuovo il riequilibrio dei conti con l'estero
  - Con il surplus si produceva l'effetto opposto



# Implicazioni per la politica economica /3

- *Conseguenze sulla politica fiscale:*
- **Stretto equilibrio di bilancio**, perché:
- Le banche centrali avevano una capacità molto limitata di finanziare la spesa pubblica
  - Le loro emissioni erano dettate dalla quantità di riserve
  - E queste servivano per difendere il tasso di cambio
- Un indebitamento eccessivo metterebbe a rischio la solvibilità dello Stato, e il rischio di questa insolvenza porrebbe in questione il valore della moneta
  - Il debito pubblico doveva emettersi a un tasso di interesse di mercato, per collocarlo presso i privati
  - Deficits sostanziosi o persistenti metterebbero in dubbio la capacità del governo di restituire il debito, con conseguente aumento del tasso di interesse sul debito, o...
    - ... oppure un finanziamento del debito da parte del banco centrale, che però così non poteva più mantenere il tasso di cambio fisso

# Implicazioni per la politica economica /4

- *Il bilancio dello Stato manteneva un andamento prociclico*
- In caso di recessione
  - Diminuiranno le entrate pubbliche
  - Bisognerà tagliare le spese pubbliche
  - E questo ridurrà ancora di più la domanda aggregata
  - In caso di espansione, il meccanismo funzionerà simmetricamente in maniera speculare, facendo aumentare ancora di più la domanda aggregata
- Nel XIX secolo la dimensione dello Stato era molto inferiore dell'attuale, per questo gli effetti sulla domanda aggregata erano minori

# Implicazioni per la politica economica /5

- *Il sistema aureo coordinava AUTOMATICAMENTE le politiche monetarie (e fiscali) dei paesi del sistema*
- **Nessun paese poteva aumentare la sua offerta monetaria molto al di là di quello che facevano gli altri perché, se l'avesse fatto**
  - La quotazione di mercato della sua divisa sarebbe caduta rispetto a quella delle altre
  - Però dato che la banca centrale era obbligata a difendere la parità ufficiale
  - ...avrebbe dovuto interrompere l'espansione monetaria.

# Implicazioni per la politica economica /6

- Però una riduzione monetaria non sarebbe stata altrettanto grave
  - Sarebbe aumentato il grado di copertura metallica
  - Favorendo la fiducia in quella moneta
  - Per questo si dice che il sistema aureo era *prodeflazionista*.
- In aggiunta, l'offerta monetaria totale di tutti i paesi era limitata dall'esistenza mondiale di oro monetario
- E l'aumento dell'offerta monetaria congiunta era legato alla produzione di oro
  - Che dipendeva, a sua volta, da un elemento casuale: la scoperta di nuovi giacimenti e la situazione delle riserve minerarie

# Implicazioni per la politica economica /7

- L'appartenenza al sistema aureo faceva sì che le politiche monetarie e fiscali dipendessero dalla situazione della bilancia dei pagamenti
  - Perché da lì dipendeva che il paese guadagnasse o perdesse oro, o mantenesse un equilibrio fra le uscite e le entrate
- Il mantenimento di un paese nel sistema esige l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, o un suo surplus
- Questo si otteneva sviluppando le attività in cui il paese aveva vantaggi comparativi
  - per la sua dotazione di beni naturali
  - o perché se li era creati (capitale fisico e umano, innovazione tecnologica)

## **Implicazioni per la politica economica /8**

- I paesi del CENTRO (Europa occidentale) godevano di strutture economiche diversificate, grazie alla loro buona dotazione di fattori di produzione di base
- ...e perché formavano uno spazio economico che si era andato integrando progressivamente nei secoli precedenti
- Mantenevano l'equilibrio esterno e, di conseguenza, avevano pochi problemi a rimanere nel sistema aureo.

## Implicazioni per la politica economica /9

- I paesi della periferia (produttori di base) avevano una struttura del commercio estero meno diversificata
  - ... ed erano appena entrati nel commercio internazionale
- Avevano periodicamente deficit, cosa che rendeva difficile mantenersi nel sistema aureo...
  - ... a meno di accettare di condizionare la loro attività interna alle fluttuazioni del loro commercio estero
  - (... e non tutti erano disposti)

# I presupposti del comportamento economico /1

- I mercati di beni e fattori erano allora più flessibili di oggi
  - Ogni eccesso di domanda o di offerta si traduceva rapidamente in variazioni dei prezzi, prima che delle quantità, a differenza di quello che capita oggi
  - Per questo motivo, la crisi o le recessioni duravano poco, e la disoccupazione aumentava molto meno che al giorno d'oggi
  - In cambio, i salari diminuivano più facilmente



# I presupposti del comportamento economico /2

- La flessibilità dei mercati si doveva, in parte almeno, all'eccesso di lavoro che all'epoca esisteva in Europa
  - ... a causa della transizione demografica
- Inoltre, la gran parte dei mercati erano molto concorrenziali, perché predominavano le piccole imprese e le tecnologie erano facilmente trasmissibili.
- L'eccesso di manodopera e il livello elevato di concorrenza nei mercati dei beni facevano sì che tutti i prezzi fossero molto flessibili, tanto al rialzo come al ribasso

# I presupposti del comportamento economico /3

- I prezzi dei beni e dei fattori rispondevano con rapidità alle variazioni dell'Offerta Monetaria
- Di modo che una piccola e corta deflazione era sufficiente a risolvere qualsiasi deficit temporaneo della bilancia dei pagamenti...
- E quanti ne soffrivano più le conseguenze (i lavoratori salariati) non partecipavano al gioco politico, perché non avevano capacità di influenza
  - Non avevano diritto di voto

**Il funzionamento del sistema  
aureo nella pratica:  
CENTRO e PERIFERIA**

## **Il sistema aureo nei paesi del Centro del sistema**

- Il funzionamento **pratico** del sistema aureo faceva sì che gli aggiustamenti fossero **asimmetrici**
- Il peso maggiore ricadeva sui paesi con deficit esterno
  - O perché dovevano sospendere periodicamente il sistema aureo
  - O perché dovevano adeguare la loro attività economica interna alla situazione della Bilancia dei Pagamenti

# Il sistema aureo nei paesi del Centro del sistema

- I paesi del Centro potevano utilizzare alcuni meccanismi non previsti negli schemi teorici dell'epoca, per evitare la deflazione o l'inflazione
  - Sterilizzazione delle entrate di oro
  - Manipolazione del tasso di interesse
  - Non rispetto temporaneo del tasso di riserva

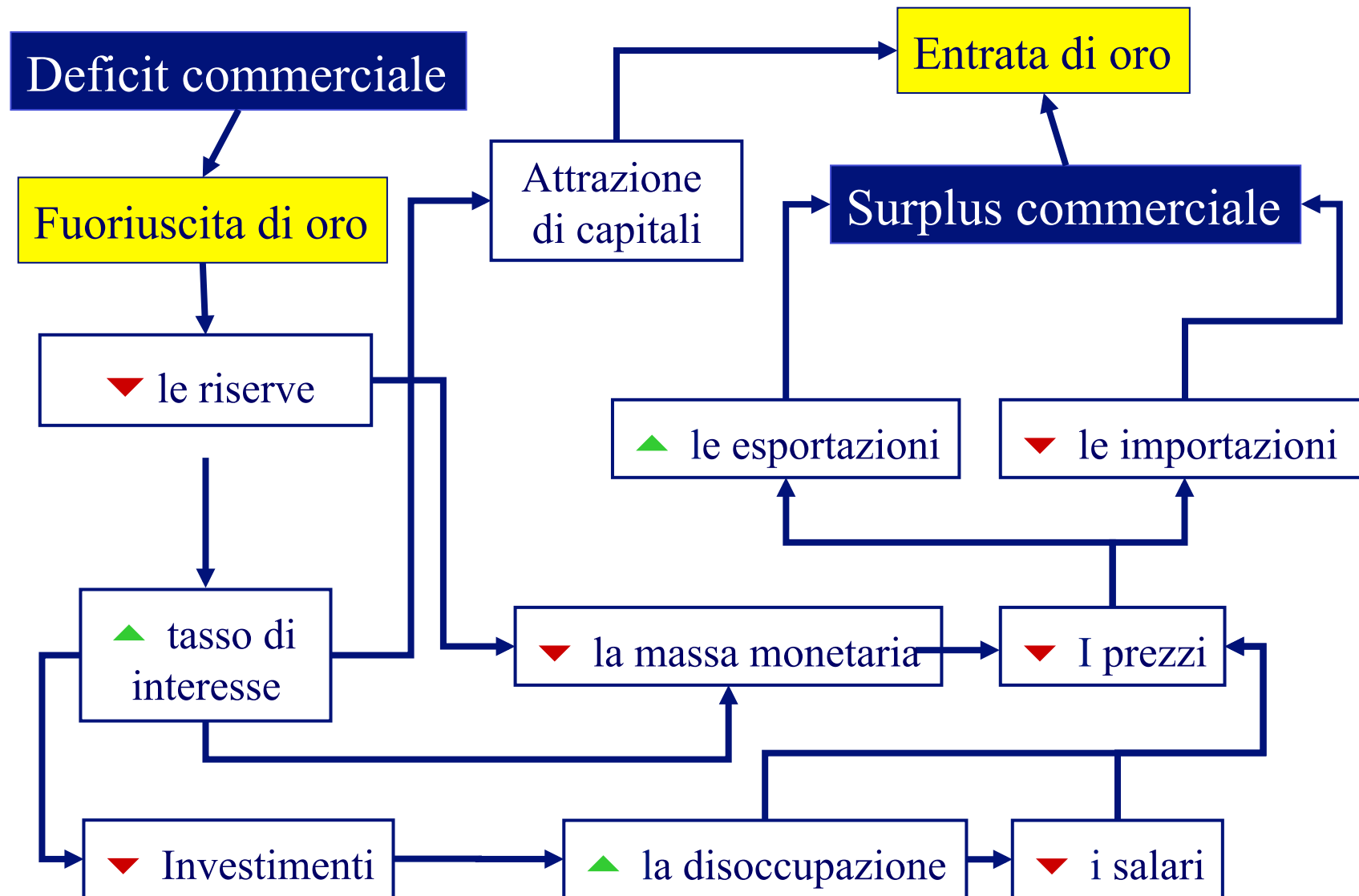
# Il sistema aureo nei paesi del Centro del sistema

- La **sterilizzazione** era una strategia utilizzata dai paesi con surplus estero continuo (Francia)
  - Quando entrava oro, i suoi possessori si recavano alla Banca Centrale e se lo facevano cambiare con banconote
  - Però la Banca Centrale, per un'identica quantità, assorbiva banconote per altre vie (dando meno credito al governo o ai privati, vendendo titoli di debito)
  - In questo modo, l'offerta monetaria interna non risultava alterata
- L'oro si accumulava nelle riserve della banca centrale, il meccanismo teorico di aggiustamento non scattava e il paese si manteneva in surplus

# **Il sistema aureo nei paesi del Centro del sistema**

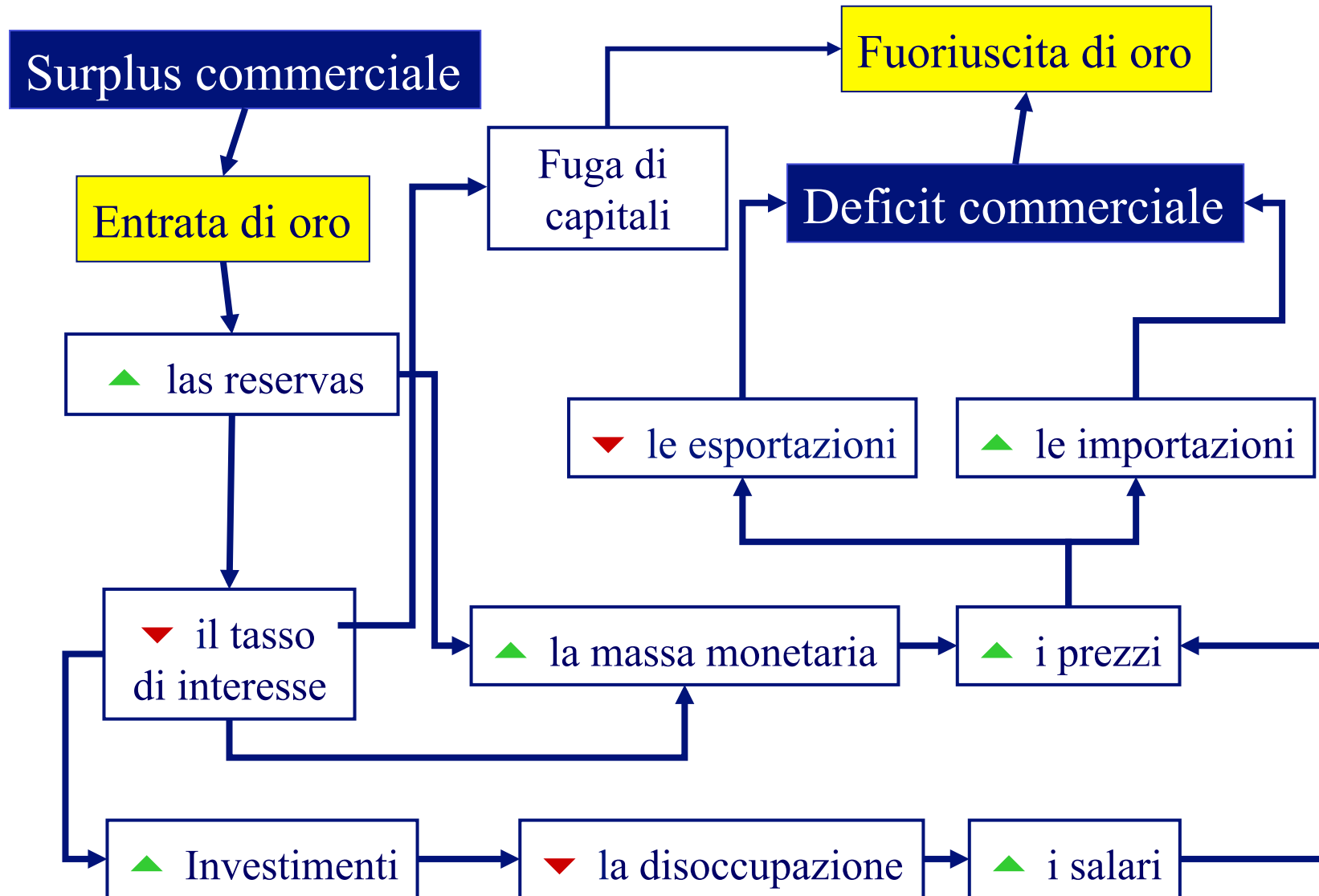
- **La manipolazione del tasso di interesse** veniva utilizzata dai paesi che avevano un deficit sporadico (la Gran Bretagna)
  - Di fronte a una fuoriuscita di oro, la Banca centrale poteva aumentare il tasso di interesse che applicava allo sconto di titoli alle altre banche
    - Questo rendeva più caro il credito per le altre banche
    - Le banche private aumentavano, a loro volta, i loro tassi di interesse
    - Il risultato finale era l'aumento di tutti i tassi di interesse
  - Il più alto tasso di interesse negli attivi interni del paese attraeva oro dall'estero, in quantità sufficiente per finanziare il deficit temporaneo della Bilancia dei Pagamenti, senza bisogno di alterare l'offerta monetaria interna

# Gli aggiustamenti del sistema aureo (in caso di deficit)





# Gli aggiustamenti del sistema aureo (in caso di surplus)



# Il sistema aureo nei paesi del Centro del sistema

- La manipolazione del tasso di interesse rafforzerebbe l'aggiustamento via prezzi o lo renderebbe non necessario.
  - Il meccanismo teorico di riequilibrio non funzionerebbe nemmeno in questi casi.
- Condizione necessaria che quelli che disponevano di oro da introdurre nel paese confidassero pienamente nella redditività, liquidità e basso rischio degli attivi finanziari che comprerebbero con il loro oro.
- Condizione di abse per questa fiducia è che non vi sia il minimo sospetto di svalutazione, ovvero, di sospensione del sistema aureo.

# Il sistema aureo nei paesi del Centro del sistema

- Temporaneamente, questi paesi potevano lasciar diminuire le riserve della banca centrale, e ridurre il grado di copertura delle loro banconote, senza vedersi minacciati dalla svalutazione della loro moneta.
  - Era possibile se gli operatori finanziari erano convinti della fermezza dell'impegno della Banca centrale con il sistema aureo
  - Non scorgerebbero nessun pericolo in una riduzione temporanea del tasso di copertura delle riserve...
  - ... Perché le loro aspettative erano che il livello di riserve si sarebbe ristabilito a breve senza alcun rischio.

# **Il sistema aureo nei paesi del Centro del sistema**

- Il ruolo delle aspettative:
- Sono necessarie affinché funzionino tanto il meccanismo di manipolazione del tasso di interesse, tanto quello di riduzione del tasso di copertura
- Queste aspettative degli operatori privati aiutavano le banche centrali a mantenersi nel sistema aureo, anche se di tanto in tanto rompevano le “regole del gioco”.
- ... ed erano le stesse che impedivano ai paesi della periferia di fare lo stesso.

# I paesi della Periferia

- I paesi con deficit estero cronico o molto grave non potevano evitare la fuoriuscita di oro.
- Se il disequilibrio esterno era grave e di difficile soluzione a breve termine, tutti erano convinti che, alla fine, si sarebbe pagato con una fuoriuscita di oro.
- Di conseguenza, ogni riduzione del livello di riserve si interpretava come un segno di disequilibrio esterno.

# I paesi della Periferia

- La manipolazione del tasso di interesse non attirava oro nel paese
  - Se il deficit estero era molto alto, tutti si attendevano che l'inflazione necessaria per ristabilire l'equilibrio estero sarebbe stata molto alta
  - Data la gravità della crisi economica interna attesa, non sempre si poteva confidare che gli agenti politici interni fossero disposti a sopportarla, ma si riteneva molto probabile che optassero per sospendere il sistema aureo
  - Però la possibilità di una svalutazione (sospensione del sistema aureo) introduceva la possibilità di perdite nel valore degli attivi finanziari interni a causa della svalutazione della moneta

# I paesi della Periferia

- La manipolazione del tasso di interesse non attirava oro nel paese
  - Di fronte a questa eventualità, gli operatori esigevano un di più sopra il tasso di interesse, per coprirsi del rischio di svalutazione
  - Però quanto più alto era il tasso di interesse, maggiore il rischio che si associava con la collocazione
- Gli attivi finanziari dei paesi deficitari non erano considerati della stessa qualità di quelli dei paesi del Centro del sistema
  - Quello che funzionava con gli uni non funzionava con gli altri.

# I paesi della Periferia

- In questo modo, qualsiasi problema nell'andamento del loro commercio estero fomentava la fuoriuscita di oro
- I paesi della Periferia non potevano utilizzare i “trucchi” che utilizzavano i paesi del Centro
- L'unica opzione che gli restava era la soluzione ortodossa: lasciare diminuire l'offerta monetaria e i prezzi fin tanto che era necessario per tornare all'equilibrio precedente
- Però questo supposeva, anche, condurre il paese in una situazione recessiva, e molte volte i governi preferivano sospendere il sistema aureo
- Questo capitò diverse volte in paesi periferici, come Argentina o Italia... la qual cosa non faceva altro che confermare le aspettative dei paesi periferici



# Il centro del centro: la Banca di Inghilterra

- Nonostante si attribuisca alla Banca di Inghilterra la regolazione del sistema aureo, non era lei che deteneva la quantità maggiore di riserve auree
- La sua capacità di regolazione del sistema si doveva a
  - La sua posizione creditrice netta di fronte al resto del mondo, grazie al surplus di lungo periodo della sua Bilancia dei Pagamenti
  - Il fatto di trovarsi nel centro finanziario più importante del mondo.

## **Il centro del centro: la Banca di Inghilterra**

- Le variazioni del tasso di interesse della Banca di Inghilterra influenzavano gli investimenti esteri netti inglesi
- Se il suo tasso di sconto aumentava:
  - L'insieme dei tassi di interesse inglesi aumentava...
  - Gli operatori finanziari internazionali compravano gli attivi
  - E aumentavano anche le riserve di oro inglesi
  - ... e viceversa

# Il centro del centro: la Banca di Inghilterra

- Condizione necessaria:
  - Fiducia assoluta nel fatto che mai si sarebbero sofferte perdite per la svalutazione della moneta
  - Ovvero, nel fatto che il governo inglese non avrebbe mai sospeso la convertibilità della sterlina e non avrebbe mai alterato la sua quotazione rispetto all'oro
- Addizionalmente, la Banca di Inghilterra poteva ottenere oro direttamente da altre banche centrali, specialmente dalla Banca di Francia
- Questo era un altro meccanismo per stabilizzare il funzionamento del sistema aureo: la collaborazione fra le banche centrali dei paesi del nucleo del sistema.

# **Il centro del centro: la Banca di Inghilterra**

- La contropartita del posto centrale della Banca di Inghilterra nel sistema era l'esposizione dell'economia britannica alle vicissitudini dell'economia internazionale
- Le variazioni del tasso di sconto della Banca di Inghilterra alteravano la disponibilità di credito interno, facendo sì che il ciclo economico del paese si aggiustasse alle esigenze della Bilancia dei Pagamenti
- Ciò portò all'idea che la politica economica del paese si faceva a favore dei finanziari della City di Londra e contro gli industriali del resto del paese
- Anche se... l'alta qualità degli attivi britannici e la flessibilità dei mercati facevano sì che l'aggiustamento fosse lieve

# Il centro del centro: la Banca di Inghilterra

- La posizione di Londra negli investimenti esteri facilitava la propagazione internazionale delle crisi finanziarie
- Quando scoppiava una crisi di liquidità in un qualunque paese del sistema:
  - Gli operatori interni pressonavano la liquidità esistente, forzando l'innalzamento dei tassi di interesse interni...
  - E attraendo capitale dall'estero
  - Principale fonte di oro: la City
- Però dato che le riserve del Banco di Inghilterra erano scarse, questo notava rapidamente il drenaggio estero di oro:
  - La Banca aumentava il suo tasso di sconto
  - Ed estendeva la crisi di liquidità al resto del mondo

# Il centro del centro: la Banca di Inghilterra

- Le modifiche del tasso di interesse a Londra influenzavano specialmente i paesi della periferia...
- ... Perché dipendevano dall'investimento estero – britannico – per finanziare i loro deficit nella bilancia dei pagamenti
- Quando i tassi di interesse a Londra aumentavano:
  - Attraevano capitale verso la City
  - E alcuni paesi della periferia potevano trovarsi, all'improvviso, senza fondi per coprire i loro deficit esteri
  - La qual cosa li obbligava alla deflazione per difendere la loro permanenza nel sistema aureo

## **Il paradigma del paese periferico: l'Argentina**

- L'Argentina si inserì nel commercio internazionale come esportatore di prodotti agricoli (grano, cuoio, carne) e importatore di beni di consumo e di capitale dai paesi industrializzati
- Il saldo netto della sua bilancia dei pagamenti tendeva al deficit, che si finanziava con investimenti esteri
- Questi investimenti si dirigevano verso le attività esportatrici (mattatoi) o che estavano al loro servizio (ferrovie)

# Il paradigma del paese periferico: l'Argentina

- La relazione fra le esportazioni e gli investimenti esteri provocava un comportamento asimmetrico nella BdP argentina
- Quando aumentava la domanda di esportazioni argentine nei mercati internazionali (inglesi):
  - aumentava la redditività attesa di queste attività...
  - Cosa che attraeva capitali esteri
  - Fintanto che crescevano le esportazioni di beni e importazioni di capitale
  - Si potevano importare beni molto al di sopra del tasso di copertura delle esportazioni
- L'auge delle esportazioni creava le condizioni per poter finanziare un deficit di conto corrente



# Il paradigma del paese periferico: l'Argentina

- Qualsiasi modifica delle condizioni dei mercati internazionali dei beni esportati per l'Argentina
  - Che pregiudicasse la redditività attesa delle attività esportatrici
  - Provocava la ritirata dei capitali dal paese
- In questo momento diminuivano gli ingressi per le esportazioni e, allo stesso tempo, le entrate di capitale straniero:
  - Il deficit estero non era più coperto...
  - e il paese doveva procedere all'aggiustamento interno

**L'accumulo di squilibri e  
l'instabilità del sistema.**

# Asimmetria negli aggiustamenti

- I paesi debitori (o con deficit della bilancia di conto corrente) erano obbligati ad aggiustare le loro economie di tanto in tanto per mantenersi nel sistema
- Però i paesi creditori (o con surplus nella bilancia di conto correnti) potevano evitare l'aggiustamento economico o mantenersi con aggiustamenti molto leggeri
- Qualsiasi scossa nel sistema, che si trasmetteva a traverso del coordinamento implicito delle politiche monetarie e del sistema finanziario, colpiva maggiormente i paesi debitori

# L'egemonia inglese

- Il comportamento della Banca di Inghilterra regolava il sistema
- Qualsiasi governo o impresa bisognoso di finanziamento si rivolgeva a Londra
- Se la pressione su Londra era eccessiva (diminuivano le riserve di oro), il Banco di Inghilterra poteva aumentare il tasso di interesse per attrarre oro dall'estero...
- ... o, nel caso opposto, lo diminuiva e ne favoriva la fuoriuscita verso l'estero

# L'egemonia inglese

- L'egemonia inglese si fondava sul surplus di lungo periodo della sua bilancia dei pagamenti...
- ...basato, a sua volta, nella sua potenza industriale e dei servizi
- Però la diffusione dell'industrializzazione eliminò buona parte dei vantaggi inglesi...
- ... La qual cosa tendeva a ridurre il surplus della Bilancia dei Pagamenti
- All'inizio del XX secolo, il suo surplus dipendeva dalla redditività dei suoi investimenti passati

# Il problema delle riserve

- Nominalmente, le riserve dovevano essere costituite esclusivamente di oro...
- ... e l'offerta monetaria mondiale doveva essere limitata dalla quantità delle riserve
- La quantità totale di oro esistente nel mondo dipendeva dalla produzione delle miniere di oro e dalla scoperta di nuovi giacimenti...
- ... Però la crescita economica necessitava di generare sufficienti mezzi di pagamento ( $Mv=pY$ )
- Di modo che l'aumento dell'offerta di oro coincideva con la sua domanda per mera casualità...

# Il problema delle riserve

- Inoltre, alcuni paesi con surplus estero (Francia) si dedicavano a sterilizzare sistematicamente le entrate di oro, accumulando così una percentuale crescente delle riserve mondiali
- Per fare fronte alla scarsità di oro, molti paesi iniziarono a utilizzare divise forti (principalmente, sterline) come riserve
- Dato l'impegno delle banche centrali di questi paesi con il sistema aureo, non si dubitava di poterli trasformare in oro in caso di necessità

# Il problema delle riserve

- Questa pratica aumentava il volume delle riserve nell'insieme del sistema
- Parte delle riserve metalliche dei paesi centrali serviva per supportare la circolazione monetaria del paese proprietario del metallo e del paese che utilizzava le divise per costituire le sue riserve
- Aumentava anche l'instabilità del sistema, perché creava una minaccia sulle riserve di oro dei paesi centrali
- Questi paesi potevano dover fronteggiare un drenaggio improvviso di oro, se si volevano trasformare le riserve di divise in metallo, obbligandoli a una brusca deflazione



# Il problema delle riserve

- Quanto maggiori erano queste riserve di divise, più grave sarebbe la minaccia sui paesi del centro, specialmente sulla Gran Bretagna...
- ... questionando il loro impegno con il sistema aureo.
- Come la composizione delle riserve dei paesi del sistema doveva essere nota, l'aumento delle riserve di divise faceva sì che gli agenti finanziari fossero sempre più consapevoli dell'instabilità potenziale del sistema

# Il problema delle riserve

- Però, in caso di crisi di liquidità mondiale, non ci sarebbe stato oro sufficiente per trasformare le riserve mondiali di divise in oro
- Chi sarebbe stato il prestatore di ultima istanza in questo caso?
- Il governo britannico e la Banca di Inghilterra erano coscienti dell'esistenza di questa quantità crescente di riserve in sterline nei banche centrali di altri paesi...
- ... la qual cosa poteva arrivare a mettere in questione la credibilità dell'impegno britannico con il sistema aureo...
- ... e, con esso, dell'insieme del sistema.