



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea magistrale  
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

# **La gestione delle finanze pubbliche inglesi e l'inflazione: dalla Gloriosa Rivoluzione alle Guerre Napoleoniche**

**Relatore**

Ch. Prof. Stefano Colonnello

**Laureando**

Andrea Poles

Matricola 868200

**Anno Accademico**

2022 / 2023

# Indice

<b>Introduzione</b>	<b>1</b>
<b>1 Gli sviluppi istituzionali e lo stato fiscal-militare</b>	<b>3</b>
1.1 Definire lo stato nella tarda Età Moderna . . . . .	3
1.2 Verso lo stato fiscal-militare: l’Inghilterra degli Stuart . . . . .	6
1.3 Il dibattito attorno al 1688 . . . . .	9
1.4 Il nuovo ordine istituzionale . . . . .	11
1.4.1 L’equilibrio ai vertici del regno . . . . .	11
1.4.2 La collaborazione con i privati . . . . .	13
1.4.3 Il significato profondo della supremazia parlamentare . . . . .	14
1.5 Partiti e dottrine economiche . . . . .	16
1.6 Il consolidamento dello stato fiscal-militare . . . . .	18
1.6.1 La Banca d’Inghilterra . . . . .	18
1.6.2 Le monied companies e il legame istituzionalizzato con i mercati finanziari . . . . .	24
1.6.3 Le finanze pubbliche tra la Guerra dei Nove Anni e la Guerra di Successione Spagnola . . . . .	26
<b>2 La formazione di un debito moderno</b>	<b>29</b>
2.1 Il problema delle rendite e le prime conversioni . . . . .	29
2.2 La bolla dei mari del sud e lo swap debito-equity . . . . .	33
2.2.1 Il piano di riconversione . . . . .	33
2.2.2 La bolla speculativa e la ristrutturazione del debito . . . . .	36
2.3 Amministrazione in tempo di pace . . . . .	40
2.3.1 Le South Sea Annuities . . . . .	40
2.3.2 Il contenimento del debito pubblico con il governo di Walpole . . . . .	43
2.4 Henry Pelham e la nascita dei Consols . . . . .	45
2.4.1 Il finanziamento della Guerra di Successione Austriaca . . . . .	45
2.4.2 Le conversioni del 1750 e il Consolidating Act . . . . .	48

<b>3</b>	<b>Finanze pubbliche e inflazione nelle grandi guerre</b>	<b>55</b>
3.1	La conquista e la difesa dell'impero . . . . .	55
3.1.1	La guerra dei sette anni: il costo di un conflitto globale . . . . .	55
3.1.2	L'inflazione in madrepatria e il caso delle Tredici Colonie . . . . .	57
3.1.3	Le spese per l'impero e la guerra di indipendenza americana . . . . .	60
3.2	Lo stato delle finanze e le riforme di Pitt . . . . .	63
3.2.1	Le riforme fiscali . . . . .	63
3.2.2	Il Sinking Fund . . . . .	65
3.3	La prima fase delle guerre rivoluzionarie . . . . .	67
3.4	La sospensione della convertibilità . . . . .	69
3.4.1	Il drenaggio dell'oro e il Bank Restriction Act . . . . .	69
3.4.2	L'emissione di denaro cartaceo . . . . .	70
3.5	Tasse e deficit: vecchi e nuovi metodi per finanziare la guerra . . . . .	73
3.5.1	Verso la tassazione della ricchezza . . . . .	73
3.5.2	L'Income Tax . . . . .	74
3.5.3	La deviazione dal tax smoothing e il ritorno ai grandi deficit . . . . .	75
3.6	L'inflazione durante le Guerre Napoleoniche . . . . .	77
3.6.1	La tendenza generale e il prezzo dei cereali . . . . .	77
3.6.2	Gli effetti della mobilitazione . . . . .	78
3.6.3	La dislocazione del commercio e il Blocco Continentale . . . . .	80
3.6.4	Il ruolo delle politiche monetarie . . . . .	83
<b>4</b>	<b>Analisi empirica: rendimenti e inflazione</b>	<b>87</b>
4.1	Premessa . . . . .	87
4.2	I dati e i campioni analizzati . . . . .	88
4.3	Statistiche descrittive . . . . .	91
4.4	Modello generale e risultati . . . . .	93
4.4.1	Definire l'inflazione attesa . . . . .	93
4.4.2	Formulazione del modello . . . . .	95
4.4.3	Risultati principali . . . . .	95
4.5	Regressioni mobili . . . . .	98
	<b>Conclusioni</b>	<b>99</b>
	<b>Bibliografia</b>	<b>103</b>
	<b>Appendice A</b>	<b>113</b>
	<b>Appendice B</b>	<b>117</b>

# Introduzione

Con questa tesi si mostrerà l'evoluzione della gestione delle finanze pubbliche in Gran Bretagna, in particolare il debito pubblico, tra la Gloriosa Rivoluzione e le guerre napoleoniche, prendendo in considerazione anche le dinamiche inflazionistiche quando connesse alle politiche finanziarie o alle circostanze militari. La motivazione alla base di questo studio sarà dimostrare come una gestione efficace delle politiche economiche e finanziarie possa influire sull'ascesa di una nazione al ruolo di potenza dominante, con un vasto e ricco impero coloniale. In tale contesto, infatti, dopo la Gloriosa Rivoluzione la Gran Bretagna si avviò alla lotta secolare per la supremazia con la Francia.

Lo studio di dinamiche così lontane nel passato può essere ostacolato dalla disponibilità dei dati, soprattutto in un'epoca in cui la burocrazia statale era ancora limitata e molte delle variabili macroeconomiche oggi rilevanti, come la crescita o il PIL, non erano oggetto di misurazione da parte dei contemporanei, per assenza di strumenti quantitativi adeguati o incompletezza della teoria economica. Tuttavia, tra le economie dell'Età Moderna, nessuna gode dello stesso supporto quantitativo e documentale della Gran Bretagna. Negli ultimi decenni, infatti, numerosi accademici hanno radunato dati ed effettuato stime estese su una vasta gamma di variabili macroeconomiche. In questo senso, fonti come *A millennium of macroeconomic data for the UK* o l'European State Finance Database rappresentano una risorsa molto preziosa.

Questa tesi si organizza in quattro capitoli, i primi tre a costituire la sezione storico-economica e il quarto l'analisi empirica. Nel primo capitolo delinearemo gli elementi istituzionali più rilevanti dal punto di vista finanziario caratteristici della Gloriosa Rivoluzione, la connotazione fiscale dello stato nell'Età Moderna e la progressiva costruzione dello stato fiscal-militare dall'epoca degli Stuart agli inizi del XVIII secolo. Il secondo approfondirà l'evoluzione della gestione del debito pubblico nella prima metà del Settecento, ossia la progressiva transizione verso un debito più liquido e meno oneroso per il governo, culminata con l'introduzione dei Consols. Si proseguirà con il Capitolo 3, dedicato agli sviluppi finanziari e fiscali incorsi tra la

guerra dei sette anni e le guerre napoleoniche, evidenziando l'onere delle politiche imperiali e della lotta contro le armate della Rivoluzione. Maggiore attenzione sarà rivolta al fenomeno dell'inflazione, in particolare nel caso delle Tredici Colonie e delle guerre napoleoniche, in cui, oltre alla tipica influenza della scarsità dei raccolti, le circostanze militari e le dinamiche monetarie ebbero un impatto apprezzabile sulla crescita dei prezzi.

Nel quarto ed ultimo capitolo si indagherà la capacità dei titoli associati alle finanze pubbliche di offrire copertura contro l'inflazione dei prezzi al consumo e all'ingrosso. Si studierà la questione attraverso un semplice modello di regressione lineare, ipotizzando aspettative adattive. Infine, per verificare la stabilità delle stime saranno effettuate delle regressioni mobili come analisi di robustezza. Lo studio verrà condotto tramite il software *Stata* e i risultati grafici saranno riportati nelle Appendici A e B.

# Capitolo 1

## Gli sviluppi istituzionali e lo stato fiscal-militare

### 1.1 Definire lo stato nella tarda Età Moderna

Lo studio delle finanze pubbliche inglesi non può limitarsi unicamente agli aspetti più tecnici come la struttura del bilancio dello stato, la composizione di introiti e spese o gli strumenti finanziari che compongono il debito pubblico. Specialmente in un'epoca in cui la lenta formazione dello stato moderno era già avviata, ma ben lungi dall'essere completa, è necessario soffermarsi sulla natura profonda dello stato, sia dal punto vista istituzionale che fiscale, per comprenderne le esigenze economiche e finanziarie. In questo senso, da una prospettiva britannica il Settecento è sottoposto a una periodizzazione estesa, denominata *The Long Eighteenth Century*, compresa tra il 1688 e il 1815, in virtù dei profondi mutamenti attraversati dal paese. Naturalmente, sul piano economico la trasformazione più significativa fu la lenta transizione dell'economia da una prevalenza agricola a una manifatturiera, processo segnato dalla protoindustrializzazione e dall'avvio della Rivoluzione Industriale che produssero una crescita senza precedenti. Ma per quanto riguarda la natura e la costruzione dello stato due furono gli sviluppi fondamentali, uno istituzionale e uno militare. Nella sfera istituzionale, con la Gloriosa Rivoluzione in Inghilterra si riequilibrarono i rapporti tra il Parlamento e la Corona, ridimensionata a una monarchia parlamentare, compiendo il passo definitivo verso un regime costituzionale. Sul piano militare, il paese prevalse nella *Seconda Guerra dei Cent'Anni*, la lunga lotta per la supremazia contro la Francia compresa tra la Guerra dei Nove Anni e la battaglia di Waterloo, passando dal ruolo di spettatore nelle vicende europee al rango di superpotenza. Nella letteratura economica si sono sviluppati numerosi filoni che cercano di indagare le interdipendenze tra questi fenomeni. Ma mentre

non sembra esserci un consenso unanime sulle cause profonde della Rivoluzione Industriale, gli sviluppi istituzionali e la conquista della supremazia si sono mostrati sia tappe fondamentali nella formazione dello stato moderno, che fenomeni cruciali nella gestione delle finanze pubbliche.

Un contributo fondamentale nella definizione dello stato inglese nella tarda Età Moderna è il saggio seminale *The sinews of power: War, Money and The English State* di Brewer (1989). L'autore ha coniato il termine *stato fiscal-militare* descrivendo i caratteri amministrativi dell'Inghilterra tra il 1688 e il 1783. In sintesi, il saggio evidenzia come la Gran Bretagna si sia trasformata in una macchina bellica estremamente efficace, alimentata da un sistema fiscale e finanziario esteso, perseguendo una strategia di crescita basata sulla guerra. Le tesi di Brewer hanno molteplici utilità e punti di forza.

In primo luogo, fornendo i dati sull'espansione burocratica e organizzativa del sistema fiscale inglese, mette in discussione la solidità delle vecchie tesi di stampo *laissez-faire* che consideravano la Gran Bretagna come un ottimo esempio di apparato pubblico limitato. Certamente la macchina dello stato settecentesco è considerabile esigua se confrontata con gli standard odierni, ma il saggio fornisce le evidenze dell'articolata e superiore capacità estrattiva del regno rispetto al contesto europeo dell'epoca. Infatti, Brewer (1989, pp. 82-91) sottolinea la penetrazione territoriale e il buon grado di burocratizzazione del sistema fiscale, l'espansione dei funzionari coinvolti nella riscossione delle imposte, nonché la professionalizzazione e il turnover degli esattori. Inoltre, svolgendo un'analisi evolutiva, l'autore enfatizza come le dinamiche intercorse tra la Gloriosa Rivoluzione e la Guerra di Successione Spagnola (1701-14) siano state cruciali affinché la Gran Bretagna acquisisse stabilmente le principali caratteristiche di un potente stato fiscal-militare: una base fiscale relativamente ampia, con un fardello tributario sempre più a prevalenza indiretta; un debito pubblico di miglior qualità, la cui spesa per interessi è sostenuta dalle imposte; un apparato amministrativo strutturato ed esteso; la determinazione politica a perseguire una strategia militare aggressiva. Questo, nella definizione di Brewer, era lo stato fiscal-militare, un paese che fonda in maniera massiccia il proprio successo sulla capacità di mobilitare efficacemente risorse economiche attraverso il fisco, impiegandole per alimentare una strategia di espansione e un ampio apparato militare. Infine, si tratta di un concetto molto sintetico e utile nello spiegare il successo del regno nella lotta per la supremazia contro la Francia.

Naturalmente, l'espressione evidenzia il fatto che le principali attività dello stato nella tarda Età Moderna fossero ancora l'estrazione tributaria e l'impresa militare, una tendenza in verità presente anche nel Medioevo. Tuttavia, lo stato fiscal-militare

era profondamente differente dall'accezione medievale di queste attività per via della scala e del modo di intendere il problema. Come riconosciuto dallo stesso Brewer (1989), la guerra, ormai spogliata della sua componente religiosa, non era più vista come un vezzo dinastico, ma come motore economico per assicurare la prosperità e la crescita della nazione, una via necessaria per aprire e occupare nuovi mercati. Questo risulta coerente con l'ottica mercantilista dell'economia: proteggere i mercati acquisiti ed occuparne di nuovi è nel pieno interesse della protezione della ricchezza nazionale (Sánchez, 2007). Riguardo al fattore dimensionale, da una parte i costi di mantenimento degli apparati militari esplodono, sia a causa del progresso tecnico che della sostituzione del mercenario con eserciti professionali o di leva (Landers, 2005); dall'altra tra XVII e XVIII secolo i paesi europei arrivarono a gestire con una certa abilità amministrativa una quantità di risorse e introiti superiore rispetto alle epoche precedenti.

La connotazione fiscal-militare non è applicabile alla sola Inghilterra. Sebbene Brewer abbia costruito la definizione per descrivere la superiore qualità e robustezza del sistema fiscale inglese, il concetto è abbastanza ampio. Infatti, lo sviluppo dello stato fiscal-militare era un processo in corso anche nei regni di antico regime del Continente, come Francia e Spagna, dove la crescita complessiva del fardello fiscale iniziava a erodere, seppur troppo lentamente, i privilegi fiscali previsti dall'assolutismo monarchico (Storrs, 2009). Uno sviluppo, certo, non paragonabile a quello inglese. A fare la differenza tra la Gran Bretagna e i rivali oltremontani furono l'efficienza dell'estrazione tributaria e le riforme del sistema fiscale. Riforme che, come mostrato da E. White (1999) e Sargent e Velde (1995), arrivarono troppo tardi in Francia, accelerandone il collasso finanziario. Inoltre, nella sua applicazione ai paesi dell'Europa continentale, il concetto subì varie deformazioni, preferendo in alcuni casi la dicitura *militar-fiscale*, per indicare quei paesi che, pur non essendo in grado di amministrare risorse fiscali su vasta scala, erano comunque capaci di mobilitare apparati militari di grandi dimensioni, come l'Impero Russo o quello ottomano.

Ad ogni modo, non si può considerare lo stato fiscal-militare come una singola innovazione, ma un processo evolutivo di adattamento a nuove esigenze economiche e finanziarie, su tutte il sostenimento di conflitti sempre più costosi e la conseguente necessità di sperimentare nuovi metodi di finanziamento. He (2007) fa un'utile divisione delle fasi evolutive di un paese in chiave fiscale, distinguendo tra lo stato demaniale e quello fiscale. Il primo è una costruzione di origine medievale, caratterizzata nel trarre reddito in larga misura dall'alienazione delle proprietà della Corona, come terreni o immobili, e dalla concessione di privilegi di stampo feudale. Il secondo viene ulteriormente suddiviso tra stato fiscale tradizionale e moderno. Quello tradizionale

fa fronte alle spese correnti soprattutto con la riscossione di tributi e con il ricorso a prestiti a breve termine nelle fasi di crisi o stress del sistema fiscale, come una guerra. La variante moderna, invece, utilizza gli introiti per facilitare l'emissione di passività a lunga scadenza, prevedendo perciò una partecipazione istituzionalizzata sui mercati finanziari e un debito pubblico sufficientemente liquido.

Quindi, per capire la natura dello stato britannico dal punto di vista fiscale, è bene vedere la questione in chiave evolutiva, presentando le esigenze economiche emerse e gli sviluppi istituzionali del paese.

## 1.2 Verso lo stato fiscal-militare: l'Inghilterra degli Stuart

Sotto la dinastia Stuart i rapporti tra la monarchia e il Parlamento erano molto turbolenti su vari fronti. Sul piano religioso, il raffreddamento dei rapporti con una Westminster a maggioranza anglicana è dovuto a un riavvicinamento al mondo cattolico da parte della monarchia restaurata dopo il 1660. Un secondo fronte di tensione era quello politico e giudiziario. Già prima del 1688 l'elemento caratteristico dello stato inglese era la sovranità -non ancora una supremazia- del Parlamento: esso era il massimo organo legislativo, con il potere di emettere o abrogare leggi e nessun soggetto, nemmeno il re, disponeva ufficialmente del diritto di sovvertirne o ignorarne la legislazione (Harris, 2004). Tuttavia, pur non godendo dello stesso status legale degli atti parlamentari, la Corona poteva emettere proclamazioni reali, direttamente diffuse attraverso i tribunali, perno dell'amministrazione locale. Il sovrano disponeva inoltre del potere di rimozione di giudici e funzionari, licenziando spesso figure non accondiscendenti e ostacolando la formazione di una magistratura veramente indipendente. Quindi, la sovranità del Parlamento coesisteva con un'effettiva concentrazione di potere esecutivo e giudiziario presso la Corona, limitandone i vincoli e il controllo istituzionale. Le tensioni politiche tipiche dei regni di Giacomo I e Carlo I non si esaurirono con la Guerra Civile (1642-1651) e il periodo repubblicano (1649-1660), ma si ripresentarono anche con la monarchia restaurata (North e Weingast, 1989).

Sul piano economico, la progressiva evoluzione verso uno stato fiscale moderno è evidente dai dati disponibili sulle finanze degli Stuart. Mentre il potere di decidere l'allocazione delle spese spettava alla Corona, la gestione degli introiti era più complessa. Come mostrato in Tabella 1 le entrate si potevano distinguere tra gettito parlamentare ed extra-parlamentare. Il primo era composto essenzialmente dai tributi imposti ai sudditi e richiedeva l'approvazione di Westminster. Il secondo

era costituito principalmente dai redditi esclusivi della Corona e, per una frazione minore, dai ricavi del signoraggio. A causa della riluttanza del Parlamento ad approvare nuovi tributi, i proventi dell’alienazione degli asset della monarchia erano spesso insufficienti a sopperire al cronico fabbisogno di fondi del sovrano, quindi nei redditi della Corona rientravano la concessione di monopoli o privilegi feudali, confische o esazioni senza compensazione e prestiti forzati (Clark, 1996).

Tabella 1: Gettiti (in milioni di sterline), contribuzioni fiscali e tassi applicati ai prestiti in media decennale nel XVII secolo.

	gettito parlamentare			gettito non-parlamentare		tasso
	totale	diretto (%)	indiretto (%)	totale	incidenza (%)	(%)
1600	0,39	62	38	0,19	33	10
1610	0,38	38	62	0,16	29	10
1620	0,53	47	52	0,18	25	10
1630	0,62	43	57	0,13	17	8
1640	-	-	-	-	-	8
1650	1,42	64	36	0,27	14	-
1660	1,28	64	36	0,14	9	8-20
1670	1,68	30	60	0,19	10	8-20
1680	1,58	22	78	0,12	7	10-20

Fonti: European State Finance Database, Clark (1996), Homer e Sylla (2005).

Il progressivo abbandono di uno stato demaniale è indicato dalla progressiva diminuzione della componente diretta del sistema fiscale e soprattutto del peso del gettito extra-parlamentare sul bilancio. Sebbene una netta prevalenza indiretta non emerse fino al regno di Carlo II, i redditi della Corona, un terzo del gettito totale al subentrare della dinastia Stuart, si ridussero in media a meno di un quinto un decennio prima della Guerra Civile.

Al considerevole aumento degli introiti riscossi a partire dal periodo repubblicano, seguiva l’ammodernamento dell’amministrazione fiscale con la monarchia restaurata. Rispettivamente a partire dal 1671 e dal 1683, la riscossione dei dazi e delle accise passarono sotto il diretto controllo del governo, garantendo un prelievo più efficace attraverso funzionari pubblici salariati, in sostituzione della raccolta per concessione monopolistica da parte di esattori privati, ormai incapaci di garantire un flusso sufficiente ad alimentare le spese (Johnson e Koyama, 2014).

La formazione di un moderno stato fiscale non poteva ancora dirsi matura a

causa delle dinamiche del debito. Anche se convenzionalmente la data di nascita del debito pubblico inglese coincide con la fondazione della Banca d'Inghilterra nel 1694, la Corona ricorreva spesso all'indebitamento. Come rilevano Homer e Sylla (2005), non sono sopravvissute serie storiche sui tassi di interesse dell'epoca, ma solo cifre puntuali su prestiti specifici, quindi la Tabella 1 riporta i dati su alcuni prestiti alla monarchia. I debiti della Corona erano costituiti in larghissima parte da passività a breve termine, soggette a tassi di interesse che potevano variare su forbici considerevoli. Tali prestiti erano offerti dai goldsmith banker londinesi in maniera forzata, ovvero la coercizione del sovrano imponeva in modo unilaterale il tasso, il quale, artificialmente basso, non rispecchiava la rischiosità del debitore. Frequenti erano le manipolazioni alle clausole da parte della monarchia, con riprogrammazioni delle scadenze, rimborsi parziali del capitale o addirittura il ripudio unilaterale delle proprie obbligazioni (North e Weingast, 1989). Fino alla Guerra Civile, i dati suggeriscono un livello dei tassi attorno all'8 o al 10%, mentre all'epoca della monarchia restaurata si presentava una forbice tra l'8 e il 20%, a seconda che il debito fosse coperto o meno dagli introiti.

Oltre ai prestiti alla monarchia, una delle passività a breve termine più diffuse erano le wooden tallies, illiquide e non trasferibili, la cui successione di pagamenti dipendeva dalla discrezionalità del Parlamento. Per sopperire alla loro illiquidità, un'innovazione significativa fu l'introduzione nel 1664 degli Orders of Payment da parte dell'Exchequer. Si trattava di strumenti cartacei trasferibili, emessi insieme alle tallies, con un interesse del 6% e potevano essere rimborsati in ordine numerico in base al gettito raccolto. In teoria, l'emissione di debito avrebbe dovuto essere approvata in previsione di introiti fiscali futuri posti appositamente a copertura; all'atto pratico spesso il debito veniva emesso a fronte della totalità degli introiti, compresi quelli non parlamentari e quelli non indirizzati specificatamente a garanzia delle obbligazioni (Needham, 2019). Le finanze degli Stuart si dimostravano fragili in caso di conflitto. Dato il pressante fabbisogno di fondi in previsione della terza guerra anglo-olandese (1672-74), il gettito corrente venne deviato verso le spese navali e, nel 1672, i pagamenti degli interessi e dei rimborsi sulle obbligazioni furono sospesi con lo Stop of the Exchequer, l'ultima bancarotta dell'Inghilterra (Li, 2019).

Quindi, se da una parte si abbandonava uno stato di tipo demaniale, dall'altra l'assenza di un legame istituzionalizzato con i mercati finanziari, di un equilibrio istituzionale stabile, di un debito a lunga scadenza, di una capacità amministrativa ed estrattiva profonda non permette di definire l'Inghilterra, precedente alla Gloriosa Rivoluzione, come uno stato fiscale moderno nel pieno senso del termine. Tali traguardi, fondamentali nella costruzione dello stato fiscal-militare, furono pienamente

raggiunti dopo il 1688 e costituirono la caratteristica fondante della Gran Bretagna dal punto di vista finanziario.

### 1.3 Il dibattito attorno al 1688

L'elemento istituzionale più caratteristico della Gran Bretagna è la lunga tradizione parlamentare, inserita in un contesto monarchico. Come è noto, il passo definitivo verso il regime costituzionale fu compiuto attraverso i mutamenti innescati dalla Gloriosa Rivoluzione del 1688, dalla deposizione di Giacomo II e l'insediamento di Guglielmo III al progressivo ridimensionamento della monarchia nel Settecento.

I cambiamenti istituzionali del 1688 sono tra i più discussi in letteratura politica ed economica inglese, in particolare riguardo ai loro effetti su gestione delle pubbliche finanze, crescita economica, stabilità politica e ascesa della Gran Bretagna al rango di superpotenza.<sup>1</sup>

Un contributo molto influente è *Constitutions and Commitment*, di North e Weingast (1989), che ben riassume la posizione degli economisti neoistituzionalisti sulla questione. Oltre a un'agevole rassegna degli eventi e un confronto con l'Inghilterra degli Stuart, gli autori riassumono le principali novità apportate dalla Gloriosa Rivoluzione: (1) un precedente credibile di rimozione di un sovrano inadempiente; (2) la limitazione al potere coercitivo del re; (3) la riaffermazione del dominio parlamentare in materia fiscale; (4) i vincoli reciproci derivati dal ribilanciamento dei rapporti tra la Corona e il Parlamento e la separazione dei poteri; (5) lo smantellamento di un sistema fiscale arcaico. La tesi centrale dell'articolo sostiene che il nuovo assetto istituzionale sia stato una condizione necessaria a una crescita economica più rapida, a una più credibile salvaguardia dei diritti di proprietà privata e a una superiore estrazione fiscale. Quest'ultima, argomentano North e Weingast, era assicurata dall'equilibrio istituzionale, dove il Parlamento, in cambio di una maggiore partecipazione alla direzione del paese, si impegnavo a fornire al governo, attraverso un ampio gettito fiscale, un terreno operativo finanziariamente solido. Alla credibilità nella tutela dei diritti di proprietà seguiva quella creditizia, lo sviluppo dei mercati dei capitali e il crollo del costo debito. Quindi, concludono gli autori, gli sviluppi istituzionali spianarono la strada alla conquista della supremazia contro la Francia e, indirettamente, alla Rivoluzione Industriale.

---

<sup>1</sup>Oltre al saggio di Brewer (1989), sono presenti altri contributi di grande importanza. Dickson (1967), in *The Financial Revolution in England*, si concentra sugli sviluppi finanziari tra il 1688 e la Guerra dei Sette Anni, in particolare sulla rivoluzione finanziaria e l'evoluzione del debito pubblico da forme illiquide a titoli moderni. Plumb (1967) e Hoppit (2000) esaminano il contesto istituzionale tra XVII e XVIII secolo e la formazione della stabilità politica tipica dell'età georgiana.

Tuttavia, sugli effetti della Gloriosa Rivoluzione non sembra esserci un consenso del tutto unanime. Ad esempio, sui diritti di proprietà privata, Harris (2004) sottolinea come questi godessero di una buona solidità già prima del 1688, con un'articolazione paragonabile a quella delle Province Unite. Prendendo in riferimento la Spagna nel XVIII secolo, Irigoin e Grafe (2012) criticano le eccessive generalizzazioni subite dalle tesi di North e Weingast, mostrando come le difficoltà fiscali della Spagna borbonica fossero riconducibili più a una scarsa coordinazione istituzionale che a una mancata definizione dei diritti dei privati.

In merito al fisco, O'Brien (1988; 2011) riconosce che l'Inghilterra post-rivoluzionaria possa essere considerata molto efficiente dal punto di vista fiscale, ma non sottovaluta l'importanza delle riforme amministrative intraprese a partire dalla Guerra Civile e durante la monarchia restaurata. Infatti, le basi istituzionali per il sistema fiscale dell'Inghilterra georgiana erano state definite dal controllo governativo sulla raccolta delle accise e dei dazi con Carlo II, come mostrato da Brewer (1989) e Johnson e Koyama (2014).

Riguardo le dinamiche del debito, Stasavage (2007) accoglie la tesi secondo cui la Gloriosa Rivoluzione abbia inaugurato un corso notevolmente migliore delle finanze pubbliche, ma come fattore determinante per una maggiore credibilità creditizia identifica l'inizio della cosiddetta Supremazia Whig. Sussman e Yafeh (2006), pur condividendo l'importanza di istituzioni efficienti per la crescita economica, sostengono che l'andamento del tasso di interesse sul debito sovrano fosse dovuto soprattutto alle vittorie decisive contro Francia e Spagna. Clark (1996) sostiene che un regime ostile e predatorio sia d'ostacolo alla crescita economica a causa della dipendenza dello sviluppo di migliori tecniche produttive dal volume di investimenti, e che una definizione dei diritti di proprietà sia una condizione necessaria ma non sufficiente alla crescita stessa. O'Brien (2011) mitiga l'impatto del 1688, evidenziando come già l'Inghilterra degli Stuart fosse l'economia con la crescita più rapida.

L'assenza di un consenso uniforme rende difficile stabilire se il 1688 sia stato una cesura netta su ogni fronte rispetto al regime precedente. Sicuramente lo è stato sul piano politico. D'altra parte, la definizione dei diritti di proprietà, le prime riforme amministrative e fiscali intraprese dagli Stuart e la già percepibile transizione verso un sistema tributario a prevalenza indiretta segnalano evoluzioni significative precedenti alla Gloriosa Rivoluzione. Ad ogni modo, ciò che è universalmente riconosciuto dalla letteratura sono il nuovo corso intrapreso dalle finanze pubbliche e le nuove esigenze economiche dello stato emerse in seguito all'insediamento di Guglielmo III. Come hanno sottolineato Brewer (1989) e Sánchez (2007), con il nuovo ordine istituzionale il regno arrivò a controllare una quantità di risorse economiche

senza precedenti, con una moltiplicazione della capacità di spesa e una superiore efficienza amministrativa. Fornire una descrizione istituzionale dettagliata del paese su ogni livello va ben oltre gli obiettivi di questa tesi, quindi andremo ad evidenziare solo gli elementi caratteristici dello stato fiscal-militare.

## 1.4 Il nuovo ordine istituzionale

### 1.4.1 L'equilibrio ai vertici del regno

Dopo la Gloriosa Rivoluzione, la sovranità parlamentare si evolvé progressivamente in una vera e propria *supremazia* del Parlamento. Si rafforzava il ruolo del Parlamento come massima autorità legislativa del paese, posta in una posizione almeno paritaria rispetto alla monarchia. Questa nuova visione è riassunta nel Bill of Rights (1689).<sup>2</sup> Da allora le azioni del re furono vincolate al consenso parlamentare e il suo potere di calpestare o sovvertire la legislazione o imporre qualunque tributo a suo piacimento fu impedito dall'assemblea costituita. Da un sistema di tipo *king and parliament* si passava al *king in parliament*.

L'influenza della Corona sul Parlamento venne inoltre regolata dall'Act of Settlement (1701), sottoponendola a ulteriori vincoli rigidi, come la rimozione dei funzionari reali dalla Camera dei Comuni; la responsabilizzazione dei membri del Consiglio Privato per le informazioni fornite al re; il ripristino dell'indipendenza della magistratura e delle corti di giustizia locali tipiche della common law, imponendo l'approvazione di entrambe le Camere per la rimozione dei giudici (Brewer, 1989).

Il progressivo distacco della monarchia dall'esecutivo portò all'istituzione della carica di primo ministro. Il primo a ricoprirne ufficialmente la funzione fu Robert Walpole (1721-42), ma già nei decenni precedenti l'emergere di figure influenti in politica, come il generale John Churchill o il cancelliere dello Scacchiere -il corrispondente moderno del ministro delle finanze- Robert Harley indicavano la progressiva concentrazione di poteri e cariche in un membro prominente del governo. Il capo del governo necessitava del controllo della maggioranza alla Camera dei Comuni e ricopriva la funzione di coordinamento tra i vari ministeri, con particolare attenzione alle questioni strategiche come politiche fiscali, estere e militari.

La separazione dei poteri nel contesto della supremazia parlamentare passava anche attraverso le competenze fiscali e finanziarie delle istituzioni. Per quanto ri-

---

<sup>2</sup>Si sanciva il divieto di sospendere le leggi o la loro esecuzione, mantenere un esercito stabile in tempo di pace e imporre tributi per volontà regia senza il consenso del Parlamento; la libertà delle elezioni dei membri delle Camere; la frequente riunione del Parlamento per correggere e rafforzare le leggi; il divieto di persecuzione religiosa dei sudditi.

guarda le finanze reali, la creazione della Civil List nel 1697 aumentava notevolmente la dipendenza economica del sovrano dal governo. Essendo questa un'assegnazione di fondi al monarca, pensata allo scopo di coprirne le spese e assorbire alcuni dei costi dell'amministrazione civile, egli necessitava di una relazione il meno conflittuale possibile con il governo, al fine di garantire la propria stabilità finanziaria. Nell'ambito delle finanze pubbliche le competenze delle istituzioni erano spartite come segue. Il ruolo della Corona era limitato alla proposta di nuove spese, le quali, civili o militari che fossero, richiedevano l'approvazione del Parlamento, che definiva le specifiche modalità di raccolta dei fondi necessari. Il governo e il Parlamento detenevano un'autorità pressoché esclusiva sugli introiti. Solo con il loro consenso era possibile imporre o ridefinire qualunque tributo o autorizzare emissioni o modifiche delle condizioni dei titoli di debito pubblico. Venivano riconfermate e rafforzate le competenze già stabilite sotto gli Stuart, ma si inaugurava anche una nuova pratica, il cosiddetto *earmarking*: ogni entrata fiscale veniva, di fatto, "contrassegnata", ovvero indirizzata specificatamente alla copertura di un determinato costo, come ad esempio le spese militari o gli interessi sul debito (North e Weingast, 1989). Sebbene l'approvazione e la centralità di un'assemblea nazionale nella gestione del bilancio dello stato fossero una dinamica non comune in Europa, ne vanno riconosciute alcune mancanze dovute anche a limitazioni tecniche e amministrative dell'epoca, come sottolineano Harris (2004) e O'Brien (2011). In primo luogo, dato il frequente coinvolgimento della Gran Bretagna nei conflitti europei e l'urgenza imposta dai tempi della guerra, spesso il Parlamento esaminava sommariamente le politiche fiscali proposte dal governo. Secondariamente, nonostante la Camera dei Comuni avesse cercato di sviluppare metodi efficaci di controllo e revisione delle spese, la complessa struttura amministrativa e contabile delle uscite lo rendeva un compito difficile. Infatti, durante la guerra d'indipendenza americana il Tesoro non era ancora in grado di effettuare una stima con precisione accettabile delle spese annuali del governo. Per un controllo completamente efficace, si dovettero attendere gli anni Sessanta del XIX secolo. Se da una parte i creditori osservavano un certo grado di supervisione dello stato sulle emissioni del debito e sulla raccolta fiscale, dall'altra non era affatto garantita sull'entità delle spese, soprattutto in periodo di guerra.

Eppure, per gli standard dell'epoca, se paragonato ad altri organi elettivi europei come gli Stati Generali delle Province Unite, Westminster fu un organo molto efficiente, il cui ruolo andava ben oltre il contenimento della monarchia. Infatti, nel XVIII secolo le Camere approvarono un gran numero di leggi ben definite non solo in materia di protezione dei diritti di proprietà o repressione del crimine, ma

anche provvedimenti ad hoc per soggetti specifici (Black, 2008). Presto divenne chiaro come il Parlamento potesse servire una moltitudine di portatori di interessi terrieri, finanziari o commerciali. L'approvazione di leggi a carattere locale o "privato" a beneficio di gruppi specifici di notabili o compagnie coloniali era una pratica consolidata.

### 1.4.2 La collaborazione con i privati

Nonostante la Gran Bretagna, come dimostrano gli sviluppi istituzionali, si avviasse verso uno stato moderno, nel XVIII secolo l'apparato burocratico e amministrativo risultava ancora molto limitato rispetto alla capillarità odierna. Una forma di decentramento amministrativo periferico era rappresentata dai giudici di pace. Essi si occupavano delle politiche sociali oltre che dell'amministrazione della giustizia (Black, 2008). Considerando però l'inefficienza delle comunicazioni, le difficoltà di reperimento di informazioni accurate in tempi brevi e il numero contenuto dei funzionari pubblici, si poneva inevitabilmente un problema di sovranità e cooperazione sia in patria che nelle colonie. Come ha sottolineato Sánchez (2007), lo spazio di manovra del governo dipendeva dalla mobilitazione di risorse, proporzionale alla capacità di esercizio della sovranità. La sovranità non era affatto sinonimo di un apparato statale iper-esteso e centralizzato, era semmai imperniata su una necessaria cooperazione con i privati, per operare efficacemente su una scala nazionale e coloniale con gli stessi effetti e a un costo minore rispetto a una struttura del tutto centralizzata.

Anche dal punto di vista militare la cooperazione tra il governo e i privati si dimostrò necessaria. Infatti, se da una parte una delle caratteristiche dello stato fiscal-militare era la costruzione di vasti eserciti in pianta stabile, dall'altra il loro rifornimento dipendeva largamente da produttori locali e mercanti. Ad esempio, molti dei vascelli da guerra della Royal Navy erano costruiti e sottoposti a manutenzione in cantieri navali privati, utilizzando materiali acquistati presso appaltatori privati. Allo stesso modo, l'approvvigionamento delle derrate per l'esercito era in gran parte affidata ai privati tramite contratti. La persistenza delle imprese private dedite alla produzione bellica era inoltre incentivata dall'affidabilità dello stato nel rispettare gli accordi contrattuali, essendo la guerra la sua principale attività (Torres-Sánchez et al., 2018). Anche se la diffusa partecipazione privata in questo settore è andata ad esaurirsi verso la fine del XVIII secolo, essa è stata cruciale nel mobilitare risorse al di fuori della stretta capacità estrattiva dello stato (Storrs, 2009).

Laddove la sovranità era frammentata in numerosi poteri locali o in aree geografiche semplicemente troppo distanti perché le istituzioni dello stato potessero operare

con efficacia, la concessione di privilegi e monopoli commerciali era un buon modo per la mobilitazione delle risorse e l'esercizio indiretto della sovranità. Questo è forse l'aspetto più rappresentativo del mercantilismo e della diffusione di società private come la Compagnia delle Indie Orientali. Anche se la tendenza naturale di questi monopoli era la perdita di efficienza nel tempo, quindi generando progressivamente meno risorse, questa era in parte compensata dalla costante competizione con compagnie di altre nazioni, consentendo allo stato di ricevere rendite considerevoli utili al mantenimento degli apparati militari (Sánchez, 2007). Inoltre, data la loro influenza politica e la disposizione di milizie proprie, costituivano un'estensione dello stato a livello coloniale

In patria, per quanto riguarda il governo civile, la collaborazione con gentry locali, corporazioni cittadine ed enti privati era una strada obbligata per un'amministrazione coesa. Infatti, molte delle funzioni che oggi sono attribuibili alla sfera pubblica erano sostanzialmente privatizzate, come gran parte del limitatissimo welfare allora presente, l'educazione, la sanità, l'ordine pubblico, la gestione delle carceri e degli enti di carità (Black, 2008).

I contesti che abbiamo descritto rendevano difficile, in ambito finanziario distinguere nettamente tra fondi pubblici e privati, in quanto il confine tra sfera pubblica e privata si dimostrava molto labile.

### **1.4.3 Il significato profondo della supremazia parlamentare**

Gli aspetti istituzionali finora discussi fanno sicuramente emergere alcune delle enormi imperfezioni dello stato britannico e il modo in cui intendere la natura del governo dell'epoca, ma sono utili anche per capire il significato profondo della supremazia parlamentare.

La composizione del Parlamento, rappresentazione quasi esclusiva dei ceti abbienti e di personalità prominenti, e i legami con gli interessi privati riflettevano, da una parte, la non democraticità del sistema, ma dall'altra incarnavano un aumento notevole del controllo sulla politica da parte dei rappresentanti dei detentori della ricchezza, i quali potevano porre un veto alle modifiche di policy se queste non rientravano nel loro interesse (North e Weingast, 1989). Inoltre, dato che almeno fino al periodo napoleonico i governi tendevano a dominare Westminster in termini maggioritari, il Parlamento non andrebbe visto in chiave moderna come un'istituzione di dialogo tra il governo e la popolazione, ma piuttosto come un luogo per il dibattito *intragovernativo*. Questo differenziava il Parlamento dall'essere un classico organo passivo e rigido di antico regime, si trattava di parte integrante di un sistema tutt'altro che inflessibile.

Nel complesso, la supremazia parlamentare rese il governo centrale la fonte ultima del potere politico, con un re vincolato da restrizioni rigide sia dalle istituzioni che nelle prassi informali. Dopo il 1688, considerato il peso acquisito dal Parlamento e dal governo e la necessaria collaborazione a livello locale con i privati, si forma definitivamente una rete di potere politico con una buona coordinazione centrale che impone una certa conformità giudiziaria e amministrativa, tale da rispecchiare la volontà del governo e dei detentori della ricchezza, invece che quella del sovrano (He, 2007).

Nondimeno, questo non significava un'estromissione della monarchia dagli affari di stato. North e Weingast (1989) argomentano estesamente come l'assetto costituzionale non fosse una semplice acquisizione da parte di Westminster dei poteri che erano caratteristici della monarchia degli Stuart, ma piuttosto un ribilanciamento del potere, rafforzato da una magistratura più indipendente, dall'imprescindibilità del consenso parlamentare e dalla minaccia credibile di rimozione del sovrano in caso questo non rispetti le proprie funzioni, costituita dai precedenti della Guerra Civile e del 1688. In aggiunta, Blanning (2000) e O'Brien (2011) sottolineano l'influenza mantenuta dalla Corona nell'assetto istituzionale. Anche nel regime costituzionale la monarchia era centrale nel processo politico, tanto che i primi ministri dovevano acquisire la fiducia tanto del Parlamento quanto del re. Dopotutto, il successo politico era irrimediabilmente legato anche al favore della Corona. Va detto inoltre che i Comuni e l'amministrazione locale svolgevano ruoli più che altro circoscritti e limitati nella definizione delle politiche strategico-imperiali della Gran Bretagna, campo in cui la monarchia e le figure di spicco del governo detenevano ampia influenza.

Ad ogni modo, il consolidamento della supremazia parlamentare divenne un processo inevitabile. Come osserva Dickinson (1984), la protezione del regime costituzionale fu una necessità politica, sia per le frange progressiste che per quelle conservatrici. Le prime ne fecero uno dei cardini della loro dottrina politica, condensata nel partito Whig; le seconde, riunite nel partito dei Tory, ne accettarono progressivamente il consolidamento, vista l'approvazione dell'Act of Settlement e del Septennial Act e la sconfitta definitiva subita dai ribelli giacobiti nel 1745. Ma fu anche una necessità economica: la supremazia parlamentare garantiva alle élite possidenti di entrambe le fazioni la protezione dall'ingerenza del vecchio regime e da qualunque minaccia proveniente dai ceti sociali inferiori.

## 1.5 Partiti e dottrine economiche

L'importanza della divisione partitica del Parlamento andava oltre il semplice aspetto istituzionale. L'implementazione delle politiche economiche e la gestione delle finanze pubbliche dipendevano anche dalle ideologie e dalle linee guida dei partiti che componevano il governo. Fino alla prima metà del XIX secolo l'ambiente bipartitico di Westminster vedeva i tory contrapposti ai whig. Sorti ufficialmente sotto Carlo II nel 1679, durante l'Exclusion Crisis, furono gli schieramenti politici di riferimento rispettivamente fino al 1834 e al 1859, quando si trasformarono nel Partito Conservatore e in quello Liberale.

Il "progressismo" whig e il "conservatorismo" dei tory si fronteggiavano trasversalmente su vari ambiti connessi alla cosa pubblica, in particolare l'equilibrio istituzionale, la religione, le politiche imperiali ed economiche. È possibile immaginare quali fossero i contrasti già solo dalla composizione dei partiti. I whig erano un gruppo abbastanza eterogeneo, con una maggioranza composta da esponenti della nobiltà terriera affiancata da una prominente minoranza di finanzieri e mercanti londinesi, detentori di investimenti significativi nel debito pubblico inglese. Pur condividendo un orientamento di interessi prevalentemente commerciale e finanziario, questa eterogeneità richiedeva che il partito si reggesse su un equilibrio di compromesso tra i suoi membri. Nei whig si condensava il cosiddetto *monied interest*. I tory, invece, costituivano uno schieramento molto più omogeneo, rappresentativo della grande nobiltà del latifondo, il *landed interest*. Chiaramente, questo facilitava un più facile raggiungimento del consenso interno rispetto al partito rivale.

Politicamente parlando, la dottrina whig concepiva l'esercizio dell'autorità politica come condizione di un contratto sociale stretto tra chi detiene il potere e il popolo, basato sul rispetto dei diritti fondamentali dell'intera comunità. Qualora il governo abusasse della fiducia in esso riposta, i privati cittadini erano legittimati a rivedere le condizioni di tale patto sociale. Riguardo alle politiche imperiali, il partito puntava ad una ridefinizione del ruolo della Gran Bretagna sullo scacchiere internazionale, con una politica strategica aggressiva nella difesa degli interessi commerciali e coloniali contro lo schieramento franco-spagnolo, sostenendo sempre un apparato militare ben finanziato, in particolare la Royal Navy.

I tory si mantenevano su posizioni più conservatrici. Se dapprima essi non condividevano appieno il nuovo equilibrio costituzionale, obiettando un'eccessiva incursione nei confronti dell'autorità reale, in seguito l'accettazione del nuovo ordine costituito divenne progressivamente inevitabile e funzionale alla sopravvivenza del partito stesso dopo la sconfitta delle frange giacobite. Riguardo alle politiche

strategiche, lo schieramento conservatore preferiva un ruolo del paese distaccato rispetto al Continente, con un appoggio mite verso le imprese militari contro i rivali oltremarica.

Anche gli argomenti economici e finanziari si dimostravano divisivi. I whig insistevano sulla necessità di sviluppare forme di debito pubblico più moderne, flessibili e di miglior qualità, da sostituire ai vecchi e illiquidi strumenti tipici del XVII secolo come le wooden tallies. Questa posizione era coerente con politiche strategiche del partito, favorevoli a un coinvolgimento massiccio del paese nelle guerre continentali e oltreoceano. In tal senso, si facevano promotori dell'utilizzo frequente di tontine, lotterie e rendite vitalizie o pluridecennali per emettere un primo nucleo di debito a lungo termine. Come hanno dimostrato diversi autori tra cui Dickson (1967), A. Carlos et al. (2005) e Velde (2018) queste si dimostrarono cruciali per finanziare la lotta contro la Francia di Luigi XIV. Ma ciò che meglio rappresentò il monied interest fu il supporto alla fondazione della Banca d'Inghilterra, costituita nel 1694 per raccogliere fondi a scopo militare.<sup>3</sup> Di contro, l'opposizione tory mostrò una forte ostilità contro la Banca, proponendo attraverso diverse frange una sua abolizione. Durante la Guerra di Successione Spagnola, i tory osteggiarono fortemente anche l'espansione del debito e dei costi bellici, accusando i rivali di far ricadere il fardello economico della guerra interamente sul landed interest impoverendo il latifondo (Pincus e Robinson, 2016). Sul fronte fiscale, i tory si dimostrarono ostili alla Land Tax, l'imposta diretta sul latifondo a quota fissa con differenziazione regionale approvata annualmente dal Parlamento, una delle prime forme di tassazione della ricchezza Pearsall (2011). In accordo con la loro tipica riluttanza al finanziamento dell'apparato militare, erano promotori di un'imposizione fiscale contenuta. I whig, invece, insistevano sullo sviluppo della componente indiretta degli introiti, in modo che accise, dazi e imposte di bollo costituissero la spina dorsale del prelievo fiscale sia in tempo di pace che in tempo di guerra.

Le divisioni caratteristiche del primo periodo lasciarono il posto a una maggiore stabilità.<sup>4</sup> Dopo il fallimento della rivolta giacobita nel 1715, i whig dominarono il Parlamento assicurandosi una maggioranza stabile. In tale contesto, l'approvazione del Septennial Act permise di rivolgersi all'elettorato meno frequentemente,

---

<sup>3</sup>Secondo Carruthers (1996) e Stasavage (2007), la Bank of England poteva essere definita come la più whig delle istituzioni visto che, almeno nella prima metà del Settecento, la maggior parte dei direttori erano dichiaratamente affiliati al partito.

<sup>4</sup>Plumb (1967) analizza l'emergere della stabilità politica in Gran Bretagna, attribuendola soprattutto allo sviluppo dell'oligarchia di governo, all'espansione dell'esecutivo e all'instaurazione di un regime quasi monopartitico (supremazia whig). Nel descrivere i tre elementi pone particolare enfasi sull'emergere della supremazia parlamentare e l'accettazione delle istituzioni e degli uomini posti alle redini da parte della società britannica.

lasciando ai whig maggior spazio di manovra sulle politiche finanziarie ed economiche (Stasavage, 2003). Questo non significava che il partito avesse mano libera in ogni occasione. Le politiche di compromesso erano frequenti, a cominciare dal fronte interno, vista l'eterogeneità del partito.<sup>5</sup> Inoltre, per evitare opposizioni rivoltose dei tories, i whig cercarono di non intraprendere provvedimenti eccessivamente duri o incuranti verso il landed interest (Dickinson, 1984). Le frequenti formazioni di opposizioni trasversali erano indice di una convergenza progressiva. A partire dal 1760, la rigidità del sistema partitico lasciò il posto a coalizioni larghe e trasversali, che includevano sia gruppi di deputati interessati alla stabilità del governo che membri indipendenti, attenti principalmente alle questioni interne o locali, ma disposti a offrire il proprio supporto (Black, 1990). Quindi, nel lungo periodo, l'equilibrio tra la corona e il parlamento, il compromesso politico e la convergenza permisero una buona continuità delle politiche economiche e strategiche.

## 1.6 Il consolidamento dello stato fiscal-militare

### 1.6.1 La Banca d'Inghilterra

Sulla scia delle esigenze economiche generate dalla Guerra dei Nove Anni (1689-1697) e la Guerra di Successione Spagnola (1701-1714), si completava finalmente la formazione dello stato fiscal-militare in Inghilterra. Sintomo evidente di questa maturazione fu la nascita di Bank of England. L'esplosione dei costi di mantenimento degli apparati militari, dovuta al progresso tecnologico e alla sostituzione del mercenario con eserciti stabili, rendeva evidente che il paese non potesse più finanziare un conflitto semplicemente con tasse o strumenti di debito a breve scadenza. Una via alternativa spesso battuta erano le tontine e le lotterie. Nel 1694 il governo organizzò la Million Adventure Lottery: per ogni biglietto da dieci sterline era offerta una rendita da una sterlina per sedici anni e venivano estratti 2500 biglietti fortunati che garantivano fino a mille sterline a un costo medio del 14% per il governo. La lotteria fu un successo, radunando più di un milione di sterline (Velde, 2018). La buona riuscita delle lotterie e delle tontine, però, era tutt'altro che scontata. Ad esempio, la complessa tontina dell'anno precedente riuscì a raccogliere poco più di un decimo del capitale previsto di un milione di sterline e la Malt Lottery del 1697 fu un completo disastro, con appena l'1% dei biglietti venduti. L'insuccesso delle tonti-

---

<sup>5</sup>Il ricorso frequente al compromesso politico risparmiò i governi da crisi. Un esempio significativo è l'Excise Crisis del 1733. Nel tentativo di accelerare la transizione del sistema fiscale verso una prevalenza indiretta, il governo Walpole approvò un provvedimento di riapplicazione dei dazi interni e della tassa sul sale. A causa dell'aspra opposizione trasversale, giudicante come un'eccessiva ingerenza, il governo dovette smantellare l'iniziativa (Turner, 1927).

ne e delle lotterie doveva essere compensato con la vendita di rendite pluridecennali o vitalizie molto onerose per il governo, con un interesse compreso tra il 10 e il 14% (Needham, 2019). Quindi, il governo necessitava di una modalità di finanziamento più efficace e meno onerosa.

Così, nel 1694 il Parlamento approvava la costituzione di Bank of England allo scopo specifico di proseguire la guerra contro la Francia. La patente reale iniziale era piuttosto semplice. La Banca avrebbe dovuto prestare alla Corona una somma di 1,2 milioni di sterline, pari al suo capitale, con un interesse annuo dell'8%, coperto dai proventi delle tasse sul tonnellaggio dei vascelli. Qualunque prestito alla monarchia poteva essere concesso solo con espresso consenso del Parlamento e in presenza o previsione di un adeguato introito fiscale a copertura. I prestiti dovevano sempre rispettare le pattuizioni iniziali e non erano richiamabili anticipatamente dalla Banca in nessun caso. Veniva concesso l'esercizio della tipica attività bancaria dell'epoca: accettare depositi privati, acquistare o vendere lingotti, emettere banconote pagabili a vista, accettare e commerciare cambiali. Inoltre, lo statuto non era perpetuo, ma la patente reale prevedeva una vita iniziale di undici anni, alla fine dei quali, con un anno di preavviso, il Parlamento poteva esercitare l'opzione di restituzione del capitale con i relativi interessi, sciogliendo quindi la Banca (Goodman, 2009).

Nella sua struttura Bank of England era ispirata ad altre istituzioni e compagnie. La forma giuridica era la joint-stock company, ovvero una società di capitali a responsabilità limitata, analoga alla Compagnia delle Indie Orientali o alla Royal African Company, con le quali condivideva anche un simile schema organizzativo. Al vertice erano collocati un governatore con il suo vice e un consiglio di 24 direttori riunito trimestralmente, eleggibile da chi detenesse almeno 500 sterline in azioni della Banca. Seguiva poi un'ampia schiera di funzionari, cassieri e contabili (Carlos e Neal, 2011).

Ben presto le esigenze belliche della Guerra dei Nove Anni e della Guerra di Successione Spagnola trasformarono le concessioni alla Banca in privilegi monopolistici. Il rinnovo della patente reale del 1697 con il Continuation Act richiese l'aumento del capitale di un milione di sterline per riassorbire le vecchie tallies, in cambio del divieto parlamentare temporaneo alla costituzione di nuove banche. Il rinnovo del 1708, a fronte di un prestito gratuito di £400000, vietava l'esercizio dell'attività bancaria a responsabilità limitata e l'emissione di banconote a società bancarie con più di sei membri. Tali privilegi vennero poi riconfermati a partire dal 1713 e nei successivi rinnovi del 1742, 1764, 1781 e 1800 (Broz e Grossman, 2004). Il monopolio concesso non riguardò la totalità del settore bancario, ma solo la responsabilità limitata. Al di fuori di Londra le banche del regno, le cosiddette country banks, erano costituite

in forma di società di persone e in quanto tali potevano rilasciare biglietti di banca. Inoltre, visto che Bank of England non aprì filiali fino al 1826, le sue banconote erano pagabili a vista solo nella capitale, mentre nel resto del regno circolavano con un valore scontato per via dei costi di trasporto (Quinn, 2004).

Anche se il suo campo d'azione era limitato quasi esclusivamente al circondario di Londra, Bank of England riuscì a stabilire un'attività commerciale e creditizia di notevoli dimensioni. Considerati i privilegi concessi, la struttura dello stato patrimoniale è chiara, come si vede in Tabella 2: le attività si componevano di debito pubblico e altri titoli, metallo prezioso e liquidità in forma di moneta metallica e banconote trattenute; banconote emesse, depositi e capitale tra le passività. L'attività di maggior peso erano le security governative, con altri titoli e crediti a costituire una frazione minoritaria. Oltre al capitale, i depositi e le banconote in circolazione formavano gli elementi passivi maggiori, queste ultime in particolare erano assolutamente preponderanti rispetto alle cambiali, che costituivano una percentuale sostanziale delle altre passività.

Tabella 2: Stati patrimoniali in sterline di Bank of England ai rinnovi delle patenti reali.

	Attività			Passività			
	debito pubblico	altri titoli	moneta e lingotti	banconote in circolo	depositi	altre passività	capitale
1697	3.074.226	112.609	275.855	1.937.400	325.320	-	1.200.000
1708	3.021.950	494.127	446.321	1.399.041	1.292.132	71.255	1.200.000
1713	4.511.637	1.136.609	876.635	803.613	477.159	193.872	5.559.996
1742	14.183.795	645.059	3.424.106	4.781.753	4.056.530	454.681	8.959.996
1764	15.997.700	2.397.037	1.753.371	5.616.885	2.645.513	765.155	10.780.000
1781	18.051.936	1.712.267	3.284.998	6.740.708	3.599.947	1.928.546	10.780.000
1800	22.778.985	7.490.361	6.144.248	16.122.102	4.265.575	4.383.517	11.642.400
1833	34.060.374	5.317.163	9.500.270	17.726.088	12.395.443	4.203.276	14.553.000
1844	29.363.520	5.837.936	16.213.951	20.108.508	12.529.165	4.224.734	14.553.000

Fonti: Bank of England.

I privilegi concessi fanno capire cosa significasse essere una banca centrale nel XVIII secolo. Infatti, definire la Bank of England dell'epoca come una banca centrale nel senso moderno del termine sarebbe improprio. In nessuno dei rinnovi delle patenti reali era previsto che l'istituzione fosse tenuta a esercitare vigilanza sull'attività bancaria, fungere da prestatore di ultima istanza, determinare l'offerta di moneta o regolare un tasso di interesse di riferimento per rispondere all'inflazione. Bank of England era un ente privato a scopo di lucro, retto da una serie di accordi sequenziali con il Parlamento, a cui era concesso il privilegio esclusivo di unico possibile creditore a responsabilità limitata del governo. Qualunque altra banca, che fosse un piccolo istituto londinese o una country bank, era considerata una concorrente, quindi non vi era alcun incentivo da parte di Bank of England a ricoprire il ruolo di prestatore di ultima istanza (Quinn, 2004). Nessun aggregato monetario

era pienamente controllabile dalla Banca, data la supervisione del Parlamento sulla zecca e il potere di emettere banconote delle country banks. Inoltre, non era presente nessun tasso di riferimento vero e proprio per la politica monetaria. Mentre oggi il Bank Rate è il tasso di policy nel Regno Unito, all'epoca indicava il tasso di sconto applicato alle cambiali e influenzava al più i prestiti effettuati da piccoli istituti bancari o compagnie assicurative. Le leggi sull'usura imponevano un tetto massimo ai tassi di interesse pari al 6% fino al 1714, poi ridotto al 5%, e il tasso di sconto applicato dalla Banca sfiorava sempre il limite legale: ad eccezione delle fluttuazioni dei primi anni e di un livello del 4,5% durante la Guerra di Successione Spagnola, a partire dal 1719 e fino al 1821 venne applicato sempre il 5% (Homer e Sylla, 2005).

Naturalmente, le opposizioni prima alla costituzione della Banca e poi al rinnovo dei privilegi non mancarono. Nonostante il supporto parlamentare alla Banca provenisse in gran parte dai whig, all'interno del partito esistevano delle minoranze riconducibili al landed interest timorose del fatto che la facilitazione nella raccolta di fondi potesse sfociare in risorse quasi illimitate per la Corona, con il rischio di sbilanciare l'equilibrio istituzionale in favore del sovrano. Dal canto loro, anche i tory ebbero a ridire che l'esistenza di una simile istituzione avrebbe minacciato l'ordine costituito, rischiando di trasformare il paese in una repubblica. La durezza dell'opposizione tory verso la *monied company* dei rivali era evidente fin dalla sua costituzione. Nel 1696 il Parlamento approvò su spinta dei tory la costituzione della Land Bank, un tentativo goffo di fondare un istituto concorrente. L'opposizione whig, di Bank of England e dei funzionari del Tesoro fu tale che il progetto fallì in soli sei mesi (Goodman, 2009). L'ostilità di queste frange parlamentari fu comunque destinata a estinguersi progressivamente nella prima metà del Settecento, di fronte all'evidente utilità di questa istituzione.

Un primo vantaggio apportato da Bank of England era aumentare la credibilità creditizia del regno. La credibilità veniva anzitutto rafforzata dalla configurazione dell'ente. Sebbene fosse in parte ispirata alla Banca di Amsterdam, la sua struttura organizzativa la rendeva molto più affidabile e solida agli occhi dei privati. A differenza della corrispondente olandese il capitale non era fornito dal governo o da corporazioni, ma alla sottoscrizione partecipava un ventaglio abbastanza variegato di investitori, come piccoli banchieri, finanziari londinesi, mercanti. Questo rendeva la Banca direttamente responsabile verso i propri azionisti, riducendo in parte la dipendenza nei confronti della politica (Carlos e Neal, 2011). In secondo luogo, le clausole dello statuto costitutivo della Banca prevedevano che questa interrompesse immediatamente i finanziamenti alla Corona in caso di ritardo o mancato pagamen-

to degli interessi dovuti sul capitale prestato, vincolando così il Parlamento a una condotta più responsabile nel rispetto delle proprie obbligazioni (North e Weingast, 1989).

Particolarmente utile era anche l'emissione di banconote. Certo, le banconote del Settecento non erano percepite sempre e comunque come mezzi di pagamento affidabili. Essendo delle promesse di pagamento convertibili a vista, il loro valore era dipendente dalla percepita affidabilità dell'emittente e della sua effettiva solvibilità. Nel 1696 Bank of England ne sospese la convertibilità in metallo prezioso e in seguito alla bolla dei mari del sud del 1720 e alla rivolta giacobita del 1745 subirono deprezzamenti significativi rispetto al valore facciale. Eppure, e questo vale anche per le country banks, la loro utilità risiedeva nel poter essere accettate in pagamento delle imposte (Kim, 2012). In pochi anni il sistema bancario londinese divenne dipendente dalla circolazione delle banconote di Bank of England, diffondendo un mezzo di pagamento abbastanza uniforme nell'area economicamente più importante del regno (Quinn, 2004).

Il beneficio più significativo, strettamente legato alla questione della credibilità creditizia, fu inaugurare l'emissione di debito a lunga scadenza, il quale presentava tre vantaggi rispetto alle classiche forme di debito a breve termine. Innanzitutto, l'allontanamento della scadenza e il pagamento degli interessi su periodi di tempo più lunghi consentiva al Parlamento di finanziare più facilmente le immediate necessità belliche nonostante un gettito fiscale relativamente inelastico. Secondariamente, la lunga scadenza era associata alla possibilità di prendere a prestito somme considerevoli che permettevano di finanziare lo sforzo bellico ricorrendo al *tax smoothing*, evitando impopolari incrementi sostanziali e repentini delle imposte. Infine, si trattava di un debito cosiddetto *funded*, ovvero il Parlamento approvava specifici introiti a copertura del pagamento degli interessi, pratica analoga all'*earmarking*, il che rafforzava la credibilità creditizia del regno. Invece, gli strumenti a breve termine del debito pubblico costituivano la componente *unfunded*, priva di introiti a copertura (Broz e Grossman, 2004).

Un ulteriore vantaggio per il governo derivava dal particolare rapporto esistente con la Banca. Tra il 1694 e il 1844 i privilegi furono riconfermati nove volte, estendendo la vita residua dell'istituto fino ad una nuova data di opzione, ma l'intervallo tra le ritrattazioni non era regolare poiché le rinegoziazioni dei termini avvenivano prima della scadenza.<sup>6</sup> Il rapporto era asimmetrico e sbilanciato in favore del Parlamento. Ogni volta che si presentava l'opportunità del rinnovo, il Parlamento o il

---

<sup>6</sup>La probabilità di rinnovare i privilegi della Banca era maggiore in presenza di elevati deficit fiscali o in tempo di guerra, tanto che i rinnovi del 1713 e del 1800 avvennero rispettivamente ben 19 e 12 anni prima della data di opzione (Broz e Grossman, 2004).

governo minacciavano, in modo latente o palese, di rivedere le disposizioni statutarie della Banca, ad esempio preannunciando lo scioglimento dell'incorporazione o l'approvazione di banche concorrenti, come nel caso della Land Bank. Nulla vietava l'approvazione di una nuova legge per sospendere unilateralmente quanto già pattuito (Kim, 2012). La posizione di forza contrattuale in cui si trovava lo stato gli consentiva di strappare più facilmente finanziamenti meno onerosi.

Va detto, però, che in questo senso Westminster non era onnipotente. Il ricorso a minacce più o meno velate o a pressioni politiche non esulava il Parlamento dalla ricerca di un compromesso soddisfacente per entrambe le parti valutando costi e benefici, perciò l'asimmetria non era totale. Affinché il rapporto contrattuale fosse sostenibile, argomenta Quinn (2008), la Banca doveva ricevere concessioni abbastanza generose da poter compensare la posizione subalterna rispetto al Parlamento e i vincoli alla propria attività. I direttori della Banca, agendo per conto degli azionisti, ricercavano una profittabilità nel processo di rinegoziazione, soprattutto di fronte alla possibilità di entrata di nuovi partecipanti al mercato. Contemporaneamente, lo stato doveva riuscire a strappare un accordo il cui prezzo, rappresentato dal privilegio concesso, fosse inferiore al vantaggio di costo ottenuto con nuovi finanziamenti. Quantificare in termini monetari questi costi e benefici sarebbe arduo, ma la convenienza del Parlamento a emanare concessioni è presto detta e coerente con quanto esposto sulla natura del governo dell'epoca. In un processo precoce di statebuilding concedere monopoli era un buon compromesso per rafforzare ed estendere indirettamente la sovranità dello stato, laddove non disponeva di mezzi propri per farlo. Questo criterio non si applicava solo alla Banca. I monopoli delle compagnie coloniali erano un fenomeno rappresentativo, ma, come vedremo a breve, il Parlamento applicò lo stesso processo negoziale ad altre compagnie per l'apposita gestione del debito pubblico.

In conclusione, il processo di rinegoziazione, seppur caratterizzato da tensioni e minacce tra le parti, garantiva comunque al governo e alla Banca una flessibilità sufficiente per adattarsi alle mutevoli condizioni politiche, economiche e militari. Come vedremo, la Banca fu un apparato cruciale nella gestione del debito pubblico e si dimostrò essenziale dal punto di vista finanziario nel corso delle Guerre Napoleoniche. Alla fine, dando prova della sua utilità Bank of England venne investita di uno statuto permanente nel 1844.

## 1.6.2 Le monied companies e il legame istituzionalizzato con i mercati finanziari

Il successo di Bank of England rendeva evidenti al Parlamento le potenzialità dello sfruttamento dei mercati finanziari per guadagnare l'accesso a prestiti meno onerosi. Essendo una società joint-stock godeva naturalmente della possibilità di emettere azioni trasferibili sui mercati secondari. Considerando che queste erano molto più semplici da scambiare rispetto agli illiquidi biglietti della lotteria e che i prestiti al governo ricoprivano la maggior parte dell'attivo patrimoniale della Banca (vedi Tabella 2), Neal (1990) fa notare come le sue azioni potessero essere considerate di fatto una forma più liquida di debito pubblico. La Tabella 3 mostra come altre compagnie joint-stock abbiano ricoperto un ruolo importante nelle finanze pubbliche, riproponendo o imitando parzialmente lo schema di Bank of England con incorporazioni e privilegi ad hoc in cambio di finanziamenti. Assieme alla Banca, queste divennero note come *monied companies*.

Tabella 3: Prestiti delle monied companies al governo tra le guerre dei nove anni e di successione spagnola.

	compagnia	prestito (£m)	tasso (%)	concessioni
1694	Bank of England	1,2	8	incorporazione
1697	Bank of England	1	8	aumento del capitale
1698	New East India	2	8	incorporazione
1708	Bank of England	0,4	0	monopolio bancario joint-stock
1709	East India	1,2	0	acquisizione di New East India
1711	South Sea	9,17	6	incorporazione
1713	Bank of England	1,2	-	conferma dei privilegi

Fonti: Quinn (2008), Broz e Grossman (2004), Dickson (1967).

Negli anni 1690 East India Company fronteggiava l'ostilità dei whig a causa delle concessioni rilasciate ai mercanti stranieri, dell'eccessiva influenza economica, della sua affiliazione ai tory e al regime pre-costituzionale. Nel 1698 i whig spinsero il Parlamento ad approvare le sottoscrizioni per la costituzione di una compagnia concorrente, New East India Company. In cambio della concessione del privilegio di commerciare con le Indie Orientali, spezzando il monopolio della vecchia compagnia,

New East India Company prestava il proprio capitale di due milioni di sterline al governo con un interesse annuo dell'8%, una dinamica analoga alla costituzione di Bank of England quattro anni prima. Il benessere whig alla nuova compagnia e il supporto politico tory alla vecchia impedirono all'una di soppiantare l'altra e i due concorrenti vissero per circa un decennio, quindi un processo progressivo di fusione o acquisizione divenne l'unica strada percorribile (Carruthers, 1999). Il Parlamento non tardò a sfruttare l'occasione. Concedendo alla vecchia compagnia di acquisire New East India Company e di ristabilire il monopolio sulle Indie Orientali, il governo ricevette un ulteriore prestito di 1,2 milioni di sterline privo di interessi (Quinn, 2008).

Un'altra compagnia ampiamente coinvolta nella gestione delle finanze pubbliche fu South Sea Company. Sostenuta dal tory Robert Harley, ministro delle finanze di Anna e vecchio sostenitore della Land Bank, la compagnia venne fondata nel 1711 con un capitale superiore a nove milioni di sterline, aumentato a dieci nel 1715. A differenza di quanto accaduto per Bank of England e New East India Company, l'incorporazione non avvenne con sottoscrizioni del capitale in denaro, ma attraverso il riassorbimento del debito a breve termine emesso durante la Guerra di Successione Spagnola. La sottoscrizione del capitale avveniva per più di due terzi con obbligazioni a breve termine emesse dalle forze armate, come Army e Navy Debentures, e per la parte rimanente principalmente con tallies (Dickson, 1967). La ragione principale della costituzione di South Sea Company era trasformare il debito a breve termine in debito funded a lunga scadenza. In base al South Sea Act, il debito a breve termine ceduto veniva scambiato per azioni della compagnia, il cui capitale veniva prestato al governo con un interesse annuo del 6% utilizzato per il pagamento dei dividendi azionari. Inoltre, in cambio del prestito alla compagnia veniva conferito il monopolio commerciale su merci e schiavi verso l'America spagnola. Come sottolinea Neal (1990), tale concessione si rivelò molto poco profittevole, viste le restrizioni commerciali imposte dalla Spagna, quindi l'attività principale della compagnia rimase la gestione del debito pubblico.

La fondazione delle monied companies permise al Parlamento di accelerare la formazione di un nucleo di debito funded scambiando i privilegi di una compagnia con finanziamenti a lunga scadenza, la cui spesa per interessi era sostenuta da specifici introiti fiscali. Con la cessione di rigidi strumenti a breve termine, come tallies e Army Debentures, in cambio di azioni e prendendo a prestito il capitale delle compagnie, il governo sostituì gli onerosi interessi a breve termine con tassi concordati più agevoli, omogeneizzò la composizione del debito pubblico e ridusse il numero di creditori. In altri termini, il Parlamento e le compagnie attuarono un esteso pro-

cesso di ristrutturazione del debito. Il pubblico supportò lo schema acquistando azioni e accettando banconote. Si creò così un legame istituzionalizzato con i mercati finanziari, ai quali lo stato partecipava indirettamente attraverso le compagnie per raccogliere fondi. Inoltre, la leva contrattuale rappresentata dalla rinegoziazione delle patenti reali rendeva i finanziamenti delle compagnie di fatto perpetui, permettendo al Parlamento di non dover restituire il capitale. Il governo non fu l'unico beneficiario del sistema. Il pubblico accolse con favore la costituzione delle compagnie perché preferiva detenere asset molto liquidi con la garanzia di un flusso stabile di dividendi, accettando il rischio di eventuali perdite del valore azionario, piuttosto che fare affidamento a security a breve scadenza con interessi generosi ma altamente illiquide. Dal canto loro le compagnie, anche se non godevano della stessa forza contrattuale del Parlamento, traevano vantaggio dalla rinegoziazione dei loro privilegi, rafforzando la loro posizione monopolistica.

L'attività delle monied companies contribuì anche allo sviluppo dei mercati finanziari. L'emissione dei titoli di capitale e l'incorporazione delle compagnie aumentò la liquidità presente sul mercato londinese, tanto che anche compagnie che non assorbono il debito pubblico, come Royal African Company e Hudson's Bay Company, videro un incremento notevole negli scambi azionari (Quinn, 2004). La crescente liquidità presente sul mercato fece emergere dealer e broker specializzati la cui attività riduceva i costi di transazione per acquirenti e venditori, contemporaneamente allo sviluppo di una stampa finanziaria specializzata nella pubblicazione delle quotazioni con una frequenza almeno settimanale come *The Course of the Exchange, and other Things*. Inoltre, come osserva Carlos (2013), l'emergere di infrastrutture adibite alla compravendita di titoli, come la Jonathan's e la Garraway's coffee house, nonché le sedi centrali delle compagnie joint-stock, contribuirono all'allargamento del numero di investitori, con un mercato più accessibile anche a piccoli privati e investitori non tradizionali come donne o stranieri, espandendo lo spazio di manovra delle compagnie e, indirettamente, del governo.

### **1.6.3 Le finanze pubbliche tra la Guerra dei Nove Anni e la Guerra di Successione Spagnola**

Le dinamiche che abbiamo considerato sono il segnale chiaro del consolidamento dello stato fiscal-militare inglese. Il nuovo ordine costituzionale limitò la monarchia e vincolò il Parlamento a una condotta finanziaria più responsabile introducendo l'earmarking regolare degli introiti, con risvolti positivi sulla credibilità creditizia. La collaborazione necessaria tra il governo e i privati, la fondazione di Bank of England

Tabella 4: Medie triennali di entrate fiscali e debito pubblico nominale in milioni di sterline e yield sui debiti a lunga scadenza, 1694-1720.

	Introiti fiscali (£m)		Debito pubblico (£m)			Yield (%)
	diretti	indiretti	funded	unfunded	rendite	
1694-96	2,02	2,25	1,23	8,35	4,05	-
1697-99	1,40	3,03	4,54	11,71	3,89	-
1700-02	1,45	2,97	4,64	9,44	3,66	-
1703-05	1,99	3,41	4,28	9,02	5,38	6
1706-08	2,03	3,29	4,78	10,00	10,55	6
1709-11	2,09	3,16	10,35	11,94	10,37	7,67
1712-14	1,69	3,92	26,83	8,67	13,05	7,03
1715-17	1,53	4,39	30,64	7,75	16,88	4,83
1718-20	1,58	4,56	41,72	4,62	11,74	4,17

Fonti: Bank of England.

e lo sviluppo delle monied companies espansero la profondità amministrativa dello stato, con una maggiore mobilitazione delle risorse a scopo militare.

Queste dinamiche sono confermate numericamente dai dati mostrati in Tabella 4. La composizione del gettito fiscale risulta più omogenea durante le ostilità contro la Francia, con picchi della contribuzione diretta media compresi tra il 38 e il 47% del gettito totale nelle fasi finali della Guerra dei Nove Anni (1694-96) e nel periodo acuto della Guerra di Successione Spagnola (1706-11). Anche se non ci sono informazioni molto precise a riguardo, Plumb (1967) rimarca come la contribuzione diretta, costituita in larghissima parte dalla Land Tax, fosse stata molto utile a finanziare lo sforzo bellico contro Luigi XIV; a tal proposito Pincus e Robinson (2016) sottolineano come il ricorso alla Land Tax avesse generato il malcontento dei tory, accusando le politiche interventiste dei whig di depauperare il latifondo e impoverire il landed interest. Al cessare delle ostilità (1697-1702, 1715-20), invece, la prevalenza del gettito era marcatamente indiretta, ricoprendo stabilmente i tre quarti delle entrate fiscali a partire dal 1715. Facendo un confronto con la Tabella 1 possiamo dire che, al di fuori delle circostanze emergenziali dei conflitti, si confermava la tendenza alla prevalenza indiretta già avviata sotto gli Stuart.

L'evoluzione del debito pubblico è particolarmente apprezzabile dai dati. Complessivamente, la sua espansione era dovuta soprattutto alle esigenze militari. Per la Guerra dei Nove Anni Dickson (1967) stima un costo di 49,3 milioni di sterline, finanziato per il 33,6% dall'indebitamento, mentre per la Guerra di Successione Spagnola, a fronte di una spesa di 93,6 milioni di sterline, il contributo dell'indebitamento si attestava al 31,4%. Secondo Bank of England, il debito pubblico nominale totale aumentava da 3,2 a 59,3 milioni di sterline tra il 1689 e il 1715, registrando

un'espansione di quasi 17 volte. Le passività evolvevano anche nella composizione. Il significato delle componenti funded e unfunded è già stato discusso, ma la Tabella 4 include l'elemento aggiuntivo delle rendite. Larga parte di queste furono conferite in forma di premi delle lotterie, ad esempio, oltre alle già accennate Million e Malt Lottery, le lotterie indette tra il 1710 e il 1712 raccolsero più di 8 milioni di sterline, con premi in rendite al 6% con scadenza a 32 anni (Velde, 2018). A queste si accompagnarono più di 6 milioni di sterline in rendite nominative tra il 6,25 e il 6,6% per la durata di 99 anni emesse a partire dal 1705, e circa 1,2 milioni in rendite vitalizie conferite durante la Guerra dei Nove Anni (Carlos et al., 2005). Analogamente ai prestiti delle monied companies, anche le rendite e i premi della lotteria erano erogati a fronte di introiti fiscali già riscossi o previsti, eppure il loro valore capitale non veniva incluso nella componente funded del debito, poiché soggetto a un continuo ricalcolo e in parte dipendente dall'incertezza sulla vita residua dei beneficiari. Il finanziamento della Guerra di Successione Spagnola dipese notevolmente dalla diffusione di queste, tanto che a partire dal triennio 1706-08 il loro valore capitale più che raddoppiò, segno che le monied companies, per quanto utili, non soppiantarono la vecchia prassi di emissione di rendite generose tramite lotterie.

Il peso assunto dalla componente funded del debito su spinta delle monied companies era evidente. Inizialmente il debito finanziato era composto quasi esclusivamente dal capitale di Bank of England, coprendo appena il 9% dello stock totale di debito, mentre nel periodo 1697-1708 superò stabilmente i 4 milioni di sterline, grazie ai primi rinnovi della Banca e della costituzione di New East India Company. In seguito all'incorporazione di South Sea Company il debito finanziato sostituì quello non finanziato come parte principale dello stock di debito. Infatti, alla fine delle ostilità nel 1714 ne costituiva oltre la metà, portandosi al 72% del totale nel triennio precedente alla bolla dei mari del sud. Se si aggiungono anche le rendite, più dell'85% del debito complessivo era sostenuto dagli introiti fiscali.

Le dinamiche mostrate dai dati non costituivano una semplice circostanza momentanea legata alla Guerra dei Nove Anni e alla Guerra di Successione Spagnola. Invece, come vedremo nel prossimo capitolo, descrivevano un cambiamento definitivo e stabile che si rivelerà rappresentativo delle finanze pubbliche inglesi del XVIII secolo.

## Capitolo 2

# La formazione di un debito moderno

### 2.1 Il problema delle rendite e le prime conversioni

Il successo nei conflitti combattuti da Guglielmo III e Anna per ostacolare i progetti espansionistici di Luigi XIV arrivò al costo di un notevole fardello caricato sulle finanze pubbliche inglesi. Alla firma del trattato di Utrecht nel 1713 il debito del regno si attestava a 49,3 milioni di sterline, pari approssimativamente al 68% del prodotto nazionale, più che raddoppiando le passività finanziarie generate dalla Guerra dei Nove Anni. Dopo la Guerra di Successione Spagnola le maggiori preoccupazioni del governo di Giorgio I furono l'amministrazione del debito e la relativa spesa per interessi. Per definire meglio il problema è utile considerare la composizione del debito suddividendolo in tre gruppi di passività, come mostrato in Tabella 5: la già definita componente unfunded a breve termine, le passività estinguibili anticipatamente (*redeemables*), i titoli non rimborsabili fino alla scadenza (*irredeemables*).

Al termine delle ostilità, significativo era il volume di Exchequer Bills in circolazione, superiore alla metà del debito non finanziato a breve termine, costituito per la restante parte dalle obbligazioni dell'esercito e della marina, nonché da Ordnance e Victualling Bills, emessi per il pagamento di ordigni e vettovaglie delle armate sul Continente, e tallies. I debiti redimibili si spartivano tra i capitali delle tre monied companies e le passività amministrate dall'Exchequer. Queste ultime, a loro volta, comprendevano per più di 11 milioni il capitale residuo delle sei lotterie organizzate tra il 1711 e il 1714 e, per la frazione rimanente, le cosiddette *Bankers' Annuities*, un vecchio debito contratto da Carlo II verso i goldsmith banker e consolidato nel 1705. Le rendite a 99 anni con scadenza a partire dal 1792 e le Short Annuities al 9% con scadenza nel 1742, emesse con le lotterie del 1710, erano attribuibili al gruppo non rimborsabile anticipatamente. Complessivamente, nel 1714 il servizio del debito assorbì quasi la metà del gettito fiscale, con 3 milioni di sterline a fronte di introiti per

Tabella 5: Composizione del debito pubblico nel 1714, 1716, 1719.

Gruppo	1714	1716	1719
<b>Irredeemable</b>			
Long Annuities	10	10,16	13,3
Short Annuities	2,54	2,4	1,7
<b>Redeemable</b>			
Exchequer	12,07	11,8	16,55
Bank of England	3,38	3,38	3,38
East India Company	3,2	3,2	3,2
South Sea Company	9,18	10	11,75
<i>Totale funded</i>	40,37	40,9	49,88
<b>Unfunded</b>			
Exchequer Bills	4,5	4,6	1,28
Army, Navy, Ordnance, Victualling Bills altro	-	1,3	-
<i>Totale unfunded</i>	8,4	8,4	4,4
Totale	48,77	49,34	54,28
Interessi	3	3	2,7

Note: I dati relativi al 1716 sono riferiti all'anno solare, mentre per il 1714 e il 1719 all'anno fiscale terminante il 30 settembre.

Fonti: Grellier (1810), Dickson (1967), Bank of England.

6,2 milioni. In termini assoluti, la componente con maggiore apporto alla spesa per interessi ricadeva sul gruppo di obbligazioni riconducibili all'Exchequer e alle monied companies, ma, relativamente al volume, l'incidenza delle rendite non rimborsabili era piuttosto gravosa: un quarto del debito produceva approssimativamente un terzo degli oneri di servizio totali.

L'accumulazione del debito e il dispendioso servizio non fu fonte di preoccupazione solo a Londra, ma anche in altre potenze belligeranti. Nelle Province Unite il debito veniva emesso sia in nome degli Stati Generali che delle province costituenti. Alla fine della Guerra di Successione Spagnola il servizio sul debito di 61 milioni di fiorini degli Stati Generali venne interrotto per nove mesi, al termine dei quali gli obbligazionisti furono costretti ad accettare una riduzione arbitraria dal 4 al 3%. In Olanda lo sforzo bellico aumentò il debito provinciale a 310 milioni di fiorini entro il 1714, un'espansione nell'ordine di due terzi rispetto al livello del 1700, con oneri di servizio che assorbono il 57% delle spese provinciali. Oneri significativi furono accumulati anche dalle province di Zelanda e Utrecht, seppur su scala minore rispetto ai territori olandesi (Hart, 1999). In Spagna la Guerra dei Nove Anni causò tre

riprogrammazioni delle scadenze sulle obbligazioni tra il 1693 e il 1697 e nel 1705 la monarchia forzò un taglio di due punti percentuali sul tasso annuo, imponendo un livello del 3% (Gelabert, 1999).

Particolarmente significativo fu il caso francese. A Versailles la Reggenza affrontò problemi analoghi, ma più severi nella portata. Nonostante i dati disponibili sulle finanze francesi si prestino a valutazioni approssimative e non godano della precisione del caso inglese, è comunque possibile classificarne le passività in due gruppi principali. Nel primo, la componente non finanziata a breve termine includeva ordini di pagamento addebitabili con differimento di almeno un anno, obbligazioni a breve scadenza emesse a fronte di futuri introiti fiscali attesi e cambiali molto semplici analoghe ai pagherò, attestanti la presenza di un debito, senza indicarne con precisione l'importo o la scadenza. Nel secondo gli illiquidi con elevati costi di trasferimento, costituivano i finanziamenti a lungo termine: *rentes*, rendite vitalizie o perpetue finanziate dalla riscossione delle imposte, e *gages*, la vendita di uffici pubblici e cariche, misura comune in periodi bellici (Velde, 2003). Già nel 1710 le esigenze belliche forzarono una rinegoziazione unilaterale dall'8 al 5% su tutte le *rentes*, parte delle quali fu colpita da un'ulteriore riduzione arbitraria al 4% nel periodo 1713-15 (Homer e Sylla, 2005). Nel 1715 i progetti imperiali del Re Sole lasciarono al suo erede un debito nominale di 2,8 miliardi di lire toinesi, triplicando il volume di inizio secolo, con un rapporto sul prodotto nazionale prossimo a uno. Le prime contromisure adottate dalla reggenza per ridurre gli oneri sul debito si mantennero sulla stessa linea arbitraria. Un avanzo primario di appena 48 milioni di lire era del tutto insufficiente a soddisfare un servizio delle obbligazioni di almeno 86 milioni, ai quali si aggiunsero altri 40 a causa dei pagamenti arretrati sugli interessi delle passività non finanziate. Tra il 1715 e il 1717 la monarchia ripudiò parte delle obbligazioni perpetue e alleggerì gli oneri sulla vendita di cariche con una serie di bancarotte parziali, mentre le passività a breve termine vennero forzatamente riconvertite in *Billets d'Etat* al 4% circolanti con un valore scontato di almeno un terzo. Congiuntamente alla svalutazione della lira e agli introiti del signoraggio, queste misure ebbero il merito di riportare le finanze francesi verso il pareggio di bilancio, ma la Corona trovò ancora notevoli difficoltà nel pagare gli interessi sul debito rimanente, minacciando la futura capacità del regno di sostenere nuove guerre (Velde, 2003).

Sul suolo britannico non venne presa in considerazione la possibilità di ripudiare parte delle obbligazioni, in quanto il Parlamento temeva di compromettere la credibilità creditizia del regno. A partire dal 1715 le politiche finanziarie del governo si concentrarono sulla costruzione di quattro *fondi*, creati allo scopo di ridurre la

spesa per interessi e riassorbire parte dello stock di debito. Nello stesso anno venne approvata la riunione del gettito di diverse accise e dazi nell'Aggregate Fund, accantonati specificatamente per il pagamento di interessi miscellanei. Sebbene le somme raccolte e i successivi pagamenti fossero incerti, l'Aggregate Fund rappresentò una prima miglioria sia nell'amministrazione che nel servizio del debito (Dickson, 1967). I Conversion Acts del 1717 completarono il quadro. Il tasso sul capitale di South Sea Company venne ridotto dal 6 al 5% (Parliamentary Papers, 1898) permettendo un risparmio annuo di 100000 sterline, un'operazione nota come South Sea Fund. Il General Fund prevedeva l'estensione perpetua delle imposte sollevate a copertura delle lotterie tenutesi nel regno di Anna con premi al 6% (Grellier, 1810), riconvertiti assieme alle Bankers' Annuities in rendite al 5% rimborsabili, la cui emissione venne amministrata da Bank of England. I mercati finanziari confermarono l'accoglienza molto positiva delle conversioni da parte del pubblico: entro l'inverno 1717-18 i nuovi titoli vennero scambiati al 4% sopra la pari, aprendo la possibilità di una liquidazione proficua per i detentori (Neal, 1990). Inoltre, qualunque eccedenza raccolta attraverso i suddetti fondi dovette essere convogliata nel Sinking Fund per onorare gli interessi e riacquistare il debito emesso fino all'anno precedente (Grellier, 1810).

Il Sinking Fund e la diminuzione dei tassi su parte delle passività produssero un risparmio annuo approssimativo di 326000 sterline, il 13% del servizio del debito, e un sostanziale rientro degli Exchequer Bills in circolazione (Dickson, 1967). Come si vede in Tabella 5, la componente non finanziata a breve termine risultava ridotta da 8,4 a 4,4 milioni entro il 1719, un volume affatto momentaneo dato che i livelli del 1716 non saranno più raggiunti fino alla Guerra di Successione Austriaca.

Tuttavia restava il problema delle Long e Short Annuities, un onere gravoso per il governo. Queste rendite potevano essere estinte in anticipo o soggette a rinegoziazioni del tasso solo e soltanto su espresso consenso del beneficiario, il quale non aveva particolare incentivo ad accettare una riconversione se non a fronte di un'adeguata compensazione in termini di capitale, considerando che esse staccavano annualmente pagamenti tra il 6,25% e il 9% del valore facciale. Queste rendite costituivano per il beneficiario un flusso finanziario solido e proficuo, e all'atto pratico, almeno per le Long Annuities, perpetuo (Ashworth, 2003).<sup>7</sup> Siccome le rendite costituivano

---

<sup>7</sup>A differenza di quanto approvato dal Parlamento, in origine i Conversion Acts avrebbero dovuto includere anche la proposta di Walpole di convertire le Long Annuities in rendite al 5% rimborsabili, in maniera analoga a quanto accaduto per le lotterie del 1711-12. Le motivazioni non sono del tutto chiare. Dickson (1967) ritiene che la causa più probabile consista nel fatto che l'offerta di termini di compensazione accettabili per i beneficiari sarebbe stata troppo onerosa per il governo. Neal (1990) include anche eventuali motivazioni politiche, ammettendo che la massiccia detenzione degli Standing Order delle rendite da parte dei goldsmith banker e le commissioni che ne derivavano potrebbero aver permesso a questi di esercitare un'influenza sufficiente a bloccare la conversione, oppure è possibile che molti beneficiari fossero riluttanti nell'accettare titoli amministrati da un

approssimativamente un quarto del debito, una riduzione unilaterale del tasso o una soppressione forzata non sarebbe stata una mossa praticabile per il governo, poiché ne avrebbe compromesso la credibilità creditizia e la possibilità di raccogliere nuovi finanziamenti in futuro. Dunque, per ridimensionare l'onerosità delle rendite a lunga scadenza era necessario optare per una soluzione alternativa.

## 2.2 La bolla dei mari del sud e lo swap debito-equity

### 2.2.1 Il piano di riconversione

Entro l'inizio dell'età georgiana, la cessione di strumenti di debito pubblico in cambio di azioni divenne una pratica collaudata. Come abbiamo visto, le compagnie a responsabilità limitata furono cruciali per la concessione di finanziamenti con interessi moderati e nel riconvertire parte del debito già emesso. Durante il regno di Anna, però, le sottoscrizioni al capitale delle monied companies avevano coinvolto la cessione di passività a breve termine, spesso illiquide o scontate. Nessuno scambio per azioni aveva coinvolto obbligazioni a lunga scadenza. Dopo l'approvazione dei Conversion Acts il governo iniziò a valutare con attenzione questa possibilità.

Grazie alle preoccupazioni del Parlamento sul livello del debito pubblico e all'insediamento di John Aislabie come Cancelliere dello Scacchiere, nel 1719 South Sea Company uscì dall'isolamento politico causato dall'avvento della supremazia whig. In febbraio il Tesoro autorizzò la compagnia a convertire in azioni le Short Annuities al 9%, emesse come premi della lotteria del 1710 (A. Murphy, 2012). Queste vennero convertite in azioni alla pari al prezzo di 11 anni e 6 mesi di reddito, il che significava un acquisto di 1150 sterline in azioni per ogni rendita da 100 sterline annue. I dividendi erano sostenuti dai debiti pregressi del governo verso la compagnia (Quinn, 2008) e il capitale, così emesso, veniva preso in prestito perpetuo dal Parlamento a un tasso del 5%. Nel complesso la proposta fu accolta dal pubblico. Circa due terzi delle Short Annuities in circolazione furono trasformate in azioni, mentre il capitale della compagnia raggiunse 11,7 milioni (Parliamentary Papers, 1898).

La buona accoglienza della conversione dimostrava la percorribilità della strategia dello swap tra debito e capitale azionario, ponendo i presupposti per una sua applicazione su scala maggiore. Inoltre, segnali molto positivi provenivano dalla Francia dove la Reggenza si affidò ai progetti di John Law.<sup>8</sup> Osservando l'esperienza francese, South Sea Company non si fece attendere e nell'autunno del 1719 il

---

istituto di affiliazione whig, data la loro frequente appartenenza allo schieramento tory.

<sup>8</sup>Per una trattazione completa del *Système* di Law, vedi Velde (2003; 2012) e Neal (1990).

direttore John Blunt avanzò una prima proposta informale di conversione. L'obiettivo della compagnia era assorbire e sottoporre allo swap tra obbligazioni e capitale azionario l'intero debito pubblico, pari a 54 milioni di sterline alla fine dell'anno fiscale, comprese le passività amministrative e dovute a Bank of England ed East India Company. L'allarmismo del governo britannico, preoccupato dal rapido risanamento delle finanze pubbliche dei rivali oltremontani grazie al sistema di Law, garantì il necessario supporto politico (Dickson, 1967). Il progetto fu sicuramente audace, ma di portata più limitata rispetto alla controparte francese. Oltre a liquidare i debiti della Corona, Law mirava a una completa riforma del sistema monetario, sostituendo nel lungo periodo la lira tornese in moneta metallica con denaro cartaceo fiduciario denominato nella medesima unità di conto (Velde, 2012). L'ipotesi di una tale riforma non venne vagliata in Inghilterra, dove, a differenza della Francia, la circolazione delle banconote era un fenomeno diffuso da tempo sia a Londra che nelle contee e coesisteva con la moneta tradizionale.

La proposta definitiva di conversione venne presentata al Tesoro nel febbraio 1720. A fronte dell'approvazione parlamentare alla conversione del debito pubblico da completarsi entro la primavera del 1722, la compagnia si impegnava a trasferire all'Exchequer fino a 7,5 milioni di sterline, 4 dei quali certi e per la restante parte incerti a seconda del volume di rendite cedute per azioni e di Long Annuities non convertite. Inoltre, la compagnia si sarebbe fatta carico gratuitamente dell'immissione in circolazione di un milione di sterline in Exchequer Bills pagabili a vista. Lo stato avrebbe potuto iniziare a liquidare i propri debiti verso la compagnia a partire dall'estate 1724. L'assorbimento delle passività dovute a Bank of England ed East India Company venne rimosso a causa dell'opposizione delle due società, le quali sarebbero state private di una fonte stabile e sicura di introiti (Dickson, 1967).<sup>9</sup>

Il piano di conversione, noto ai contemporanei come *South Sea Scheme* e preludio alla Bolla dei Mari del Sud, venne inserito con alcune modifiche nel South Sea Act. La legge stimava un debito convertibile prossimo a 31 milioni di sterline, mentre le passività dovute alle altre due monied companies e le rendite vitalizie residue emesse nel 1694 venivano escluse dalle operazioni. Qualunque altra obbligazione era cedibile senza coercizioni alla compagnia, in cambio di nuove azioni sottoscrivibili e a un

---

<sup>9</sup>Questo fu il prodotto finale del susseguirsi di diverse proposte in un processo d'asta al rialzo. Infatti, nelle settimane precedenti il governo offrì la propria disponibilità ad esaminare proposte alternative provenienti da altre società o soggetti privati, anche se era improbabile che qualunque altro ente disponesse di risorse sufficienti ad amministrare un'operazione simile, se non East India Company e Bank of England. La prima non mostrò interesse alla conversione. La seconda formulò due proposte, ma furono rifiutate perché richiedeva commissioni per gli Exchequer Bills, stabiliva dei rapporti di conversione fissi tra le obbligazioni assimilabili e l'emissione di azioni e una data di completamento più lontana (Dickson, 1967).

prezzo accordato tra la compagnia e il portatore (Dickson, 1967). La conversione prevedeva che per ogni 100 sterline di debito incamerato la società avrebbe dovuto emettere un'azione di pari valore facciale. Quindi, nella migliore delle ipotesi, se tutte le passività identificate dall'atto parlamentare fossero state cedute, l'incremento del capitale sarebbe stato pari a 31 milioni (Ashworth, 2003). Inoltre, il prezzo di trasferimento delle azioni al sottoscrittore non veniva fissato necessariamente al valore nominale, ma stabilito dalla compagnia o sulla base delle condizioni di mercato. Ad esempio, dato che le Long Annuities erano soggette a una valutazione pari a un reddito ventennale di cento sterline annue (Neal, 1990), nel caso in cui il beneficiario della rendita avesse aderito allo schema, sarebbe seguito un aumento del capitale in venti azioni con valore facciale pari a cento. Se scambiate alla pari, tutte le azioni sarebbero state necessarie ad acquistare la passività ceduta, ma nel caso in cui fossero state scambiate a un prezzo doppio, solo la metà delle azioni sarebbe bastata a compensare il sottoscrittore e le restanti avrebbero potuto essere vendute a prezzo di mercato. Tanto maggiore fosse stato il prezzo delle azioni, tanto minore sarebbe stato il capitale complessivamente conferito ai creditori dello stato. Ad ogni modo, il governo avrebbe preso a prestito il capitale così emesso a un tasso del 5% a fronte delle cessioni di rendite o Navy Bills, e del 4% in caso di Army Debentures o dei premi di alcune lotterie. Dal 1727 sarebbe stato applicato solo il 4%. Restavano ferme le condizioni sul pagamento certo e sugli Exchequer Bills (Dickson, 1967).

La partecipazione allo schema apportò vantaggi percepibili per tutte le parti coinvolte. Il governo beneficiò di una riduzione del servizio delle obbligazioni, rappresentata non solo dai tassi imposti dal South Sea Act, ma anche dal generoso pagamento dovuto all'Exchequer (Kleer, 2012). Un ulteriore beneficio era generato da una razionalizzazione amministrativa. Dal momento che alla fine del 1719 l'amministrazione di Long e Short Annuities e di almeno il 45% del debito redimibile era competenza dell'Exchequer (vedi Tabella 5), convertire gran parte delle passività presso un'unica società comportava dei costi amministrativi inferiori rispetto alla gestione dei rapporti con una pluralità più ampia di creditori.

Per i detentori delle rendite, la negoziabilità delle azioni costituiva sicuramente un elemento appetibile. A compensare le consistenti cedole annue staccate dalle rendite concorrevano anche il flusso di dividendi in caso di detenzione del titolo azionario ed eventuali plusvalenze; una prospettiva concreta considerato che all'approvazione del progetto di conversione le quotazioni di South Sea Company oscillarono tra 310 e 320 sterline, mentre fino alla fine del 1719 non eccedettero mai le 128.<sup>10</sup> Trasfor-

---

<sup>10</sup>Una puntualità non sempre impeccabile nei pagamenti sulle rendite e l'influenza della compagnia verso il governo possano essere stati fattori determinanti per l'adesione allo schema da parte del pubblico (Paul, 2011).

mare la moltitudine di creditori dello stato in azionisti di una compagnia incaricata di rifinanziare il debito sovrano permetteva a questi di essere indirettamente rappresentati dall'apparato amministrativo della società, la quale disponeva di una forza contrattuale ben superiore rispetto al singolo investitore (Paul, 2011).

La letteratura è abbastanza concorde nel definire l'attività commerciale di South Sea Company come marginale rispetto alla gestione del debito pubblico.<sup>11</sup> Durante la Guerra della Quadruplice Alleanza, gli spagnoli avevano confiscato gli asset della compagnia nelle Indie Occidentali, causando un'interruzione nella tratta atlantica degli schiavi. Tuttavia, alla riapertura della tratta nel 1720, il pubblico si dimostrava comunque entusiasta sulle prospettive commerciali della compagnia, sulla base del potenziale sfruttamento delle ricchezze dell'America del Sud. Questo potrebbe aver contribuito al sostegno del prezzo delle azioni e all'adesione del pubblico allo schema di conversione (Paul, 2011; Parliamentary Papers, 1898).

Chiaramente, il beneficio più evidente per la compagnia erano gli interessi dovuti dal governo. Supponendo una totale conversione delle passività ammesse dal Parlamento, essi avrebbero potuto generare un introito fino a 1,24 milioni di sterline dal 1727 e ancor maggiore negli anni precedenti, dato l'interesse miscelaneo applicato, da aggiungere a quanto già percepito sul proprio capitale dalla fondazione. Un altro vantaggio implicito nella conversione è segnalato da Kleer (2012). Le condizioni poste dal South Sea Act sulla circolazione degli Exchequer Bills impegnavano South Sea Company a esercitare un'attività che fino a quel momento era stata competenza quasi esclusiva di Bank of England. Inoltre, la compagnia aveva predisposto l'emissione di un volume significativo di South Sea Bonds, utilizzabili per l'acquisto delle azioni fino a un quinto del prezzo, gettando le basi per una possibile concorrenza al ruolo di principale forma di denaro cartaceo del regno rivestita dalle banconote della Banca.

### 2.2.2 La bolla speculativa e la ristrutturazione del debito

Lo schema dei mari del sud venne implementato tra aprile e agosto del 1720 alterando due tipologie di sottoscrizioni, quattro in denaro e tre in titoli ceduti. La Tabella 6 ne riporta le date. Note ai contemporanei come *money subscriptions*, le sottoscrizioni in denaro servivano a radunare i fondi necessari al pagamento dov-

---

<sup>11</sup>Doubleday (1847) riporta l'invio di appena un paio di mercantili fino al 1719, descrivendo i privilegi conferiti dal trattato di Utrecht come poco più che apparenti. Dickson (1967) definisce i privilegi commerciali della società come una passività più che un asset. Anche Neal (1990), Murphy (2012) e Garber (2000) evidenziano la bassa proficuità della tratta. Velde (2012) enfatizza come South Sea Company fosse del tutto marginale nel commercio atlantico, a differenza della Compagnie des Indes di Law.

to all'Exchequer. Vennero stabiliti prezzi crescenti nelle quattro date, pari a 300 sterline per la prima, 400 per la seconda e 1000 per le rimanenti, sistematicamente superiori al prezzo spot sul mercato secondario, eccezion fatta per la prima sottoscrizione (Kleer, 2015). Inoltre, era possibile acquistare le azioni a rate o attraverso la cessione degli East India Bonds, una soluzione copiata dal sistema di Law (Paul, 2011). Alla sottoscrizione, però, non seguiva un'emissione immediata di capitale e i partecipanti venivano inseriti in appositi registri, attestando il loro intento e impegno legale verso la compagnia. L'emissione sarebbe avvenuta con notevole differimento, ad esempio la prima sottoscrizione non prevedeva il rilascio di quanto sottoscritto fino al dicembre 1720. Come fa notare Neal (1990) queste sottoscrizioni determinavano un incremento della domanda di capitale senza espanderne l'offerta. Nonostante i prezzi crescenti, la partecipazione superava stabilmente le aspettative della compagnia radunando 10 milioni di sterline (Dickson, 1967), più che sufficienti a onorare quanto dovuto allo stato.

Tabella 6: Effetti delle conversioni sul debito pubblico e andamenti azionari in date chiave della Bolla dei Mari del Sud.

<i>Registration</i>	Debito circolante			Debito convertito			
	totale	irredimibile	redimibile	totale	irredimibile	redimibile	
28/4/1720	22,11	5,56	16,55	30%	63%	0%	
14/7/1720	10,86	5,56	5,3	51%	0%	68%	
4/8/1720	5,49	3,37	2,12	49%	39%	60%	
	14/4/1720*	29/4/1720*	17/6/1720*	14/7/1720	4/8/1720	24/8/1720*	15/10/1720
SSC	315	340	755	880	820	820	200
BoE	142	150	228	245	225	225	140
EIC	226	234	335	390	350	330	145
RAC	66	60	105	150	138	-	40

Note: Le cifre relative al debito circolante sono riportate in milioni di sterline, mentre i prezzi in unità. Le date contrassegnate (\*) indicano le sottoscrizioni in denaro. Le abbreviazioni dei titoli indicano, nell'ordine, South Sea Company, Bank of England, East India Company, Royal African Company. Per Royal African Company i prezzi 60 e 105 fanno riferimento ai dati disponibili più vicini alla data indicata.

Fonti: Dickson (1967), Neal (1990), European State Finance Database.

Le conversioni del debito pubblico furono attuate con le tre sottoscrizioni in titoli ceduti, dette *debt subscriptions*. Ognuna di queste si svolgeva in due fasi. Innanzitutto, tramite la *registration*, la compagnia annunciava le obbligazioni ammissibili e registrava quali i detentori intendevano cedere, senza specificare ancora il prezzo di scambio. Successivamente, entro poche settimane, venivano ufficializzate le condizioni, stabilite prossime al prezzo delle azioni sul mercato secondario. Almeno per la prima sottoscrizione, stava ai partecipanti accettare o meno le condizioni poste. Nei due casi successivi non venne concessa la possibilità di rifiuto una volta registrati i

titoli.

Il successo delle operazioni è evidente dalla Tabella 6. La compagnia iniziò con l'aggregare la massa di rendite irredimibili in circolazione. La prima registrazione colpì soprattutto le Long Annuities, riducendo il debito irredimibile di quasi due terzi, una proporzione analoga alle conversioni dell'anno precedente. Un prezzo di scambio leggermente superiore a quello sul mercato secondario non scoraggiò i beneficiari, che si aspettavano apprezzamenti futuri delle azioni, e nel complesso la conversione assorbì più di 9 milioni di sterline in debito circolante. Con la seconda registrazione, South Sea Company prese di mira il debito redimibile, in particolare le obbligazioni amministrare da Bank of England. In proporzione al debito circolante, questa fu la più incisiva delle operazioni, incamerando più di due terzi del redimibile. Del totale di 11,24 milioni coinvolti, ben 9 erano costituiti dalle rendite emesse con i Conversion Acts, assorbite per l'86%, le passività più colpite dall'operazione. Anche le rendite al 5% seguite all'Aggregate Fund del 1715 furono in larghissima parte convogliate nel capitale della compagnia (Dickson, 1967). La successione delle conversioni non stupisce e si mostra coerente con gli interessi strategici della compagnia. I titoli irredimibili furono intaccati per primi in quanto costituivano la componente più illiquida e difficile da assorbire, oltre al fatto che la parte incerta del pagamento dovuto all'Exchequer dipendeva da quante rendite venivano effettivamente assorbite. Seguirono i titoli gestiti da Bank of England, in quanto la compagnia era interessata a sottrarre alla rivale i relativi flussi di cassa (Kleer, 2015).

Nel frattempo la Bolla dei Mari del Sud raggiungeva il suo apice. Partendo da 315 sterline all'avvio delle sottoscrizioni in denaro, le azioni di South Sea Company raggiunsero un picco di 950 (Neal, 1990). Un sostanziale aumento dei prezzi coinvolse anche Bank of England e le compagnie coloniali, tra cui East India Company e Royal African Company. Dagli indici compilati da Mirowski (1981) è evidente che anche i titoli di compagnie come Million Bank e la neonata London Assurance abbiano descritto andamenti del tutto simili. Diversi fattori contribuirono ad alimentare la bolla tra la primavera e l'estate 1720. Nei primi mesi l'incremento dei prezzi rispondeva all'arrivo di un'ondata di speculatori che abbandonarono Parigi in favore di Londra, timorosi di un possibile collasso del sistema di Law, a cui si aggiunse un forte aumento della partecipazione di nuovi investitori stranieri, soprattutto olandesi. La crescita estiva è invece attribuibile all'avvicinarsi del generoso dividendo semestrale del 10% annunciato dalla compagnia e dall'aumento dei prestiti erogati. Infatti, non appena vennero raccolti i fondi delle prime due sottoscrizioni in denaro, la compagnia, a fronte del deposito di azioni che fungevano da attività collaterale, iniziò a concedere prestiti molto vantaggiosi, utilizzabili a loro volta per l'acquisto di

altre sue azioni (Neal, 1990). La frenesia sul mercato andava ben oltre le compagnie sopracitate, infatti durante la bolla proliferarono quasi duecento nuove società per azioni costituite senza patenti reali. Molte di queste, note come *bubble companies*, promuovevano progetti piuttosto fantasiosi e di dubbia fattibilità, rappresentando di fatto investimenti meramente speculativi (Hoppit, 2002). Il fenomeno venne arginato dall'approvazione del Bubble Act nel giugno 1720, che imponeva alle società la costituzione tramite patente e il rispetto delle attività previste dal proprio statuto. La legge entrò in vigore su spinta di South Sea Company, interessata a sopprimere progetti concorrenti (Harris, 1994).

Tornando alle conversioni, le passività amministrare dall'Exchequer furono lasciate per ultime. La terza sottoscrizione era mirata a coinvolgere il debito circolante rimanente, redimibile o irredimibile che fosse. Ripetendo il successo della conversione precedente, la terza sottoscrizione assorbì in particolare le lotterie del 1713-14 e del 1719, oltre a ridurre sensibilmente il volume di Long e Short Annuities residue. Al termine delle operazioni, la composizione del debito pubblico risultava completamente stravolta rispetto al quadro delineato alla fine della Guerra di Successione Spagnola. Del volume nominale di 31 milioni identificato dal Parlamento, 26 furono rifinanziati e trasformati in titoli di capitale di South Sea Company. La bolla facilitò notevolmente le operazioni, infatti solo 8,5 milioni in azioni vennero utilizzati per ritirare le obbligazioni circolanti, mentre la parte restante fu destinata alla diretta emissione sul mercato (Murphy, 2012). Il capitale di South Sea Company, salito a 37 milioni di sterline, costituiva ora la componente maggiore del debito pubblico, quanto dovuto a Bank of England ed East India Company restava invariato, mentre solo 5,49 milioni delle vecchie passività rimanevano in circolazione.

Alla conversione del debito seguì lo scoppio della bolla. Nonostante la promessa di generosi dividendi futuri, le azioni di South Sea Company precipitarono rapidamente dopo l'ultima sottoscrizione in denaro, attestandosi attorno a 200 sterline. Andamenti analoghi coinvolsero anche le altre compagnie, che chiusero l'anno con quotazioni non distanti da quelle di inizio 1720. Identificare il preciso evento scatenante il crollo dei prezzi è difficile. Come ha dimostrato Harris (1994), non fu certamente l'approvazione del Bubble Act, considerate le tempistiche e il fatto che non fosse un provvedimento inaspettato da parte degli investitori. La letteratura è concorde nell'affermare che un crollo così netto e il susseguirsi di ondate di vendite fossero favoriti da una scarsa offerta di liquidità, la quale fu accentuata dal fallimento di Sword Blade Company, la banca di South Sea Company (Neal, 1990), e da una possibile riduzione delle attività di intermediazione finanziaria indotta dal collasso del sistema di Law (Mays e Shea, 2012). Tra le cause si considerano an-

che la fuga di capitali da Londra verso schemi simili nelle Province Unite e negli stati tedeschi (Dickson, 1967; Ashworth, 2003) e le vendite da parte di cortigiani e investitori facoltosi (Paul, 2011). Non sono da escludere anche shock esogeni come le pessime prospettive sull'esperimento di Law (Quinn, 2008), l'incertezza generata dalla peste di Marsiglia, oppure la liquidazione di titoli da parte di latifondisti in vista del pagamento dei salari agli agricoltori per il raccolto (Paul, 2011).<sup>12</sup>

Le eventuali ripercussioni sull'economia britannica non vanno sopravvalutate. Non è possibile determinare con precisione quanti individui siano stati travolti dal crollo azionario (Murphy, 2013), tuttavia la bolla fu un fenomeno circoscritto a livello sociale, dati i prezzi dei titoli accessibili solo ai ceti più abbienti. Sicuramente vi furono casi di lauti guadagni in conto capitale o di perdite significative, ma è dubbio l'insorgere di una particolare mobilità sociale (Hoppit, 2002), considerato anche un turnover azionario contenuto per diverse compagnie (Mays e Shea, 2012). Non si registrano nemmeno gravi effetti macroeconomici avversi. Il Bubble Act non ostacolò lo sviluppo delle attività economiche, poiché ebbe un'applicazione limitata, un contenuto molto ambiguo e non compromise la limitazione della responsabilità, ma semplicemente rendeva più complesso l'ottenimento di una patente reale. Infatti, nella seconda metà del XVIII secolo, numerose società per azioni furono utilizzate per finanziare e realizzare opere infrastrutturali come strade e canali (Harris, 1994; Carlos, 2012). Secondo Hoppit (2002), i dati disponibili su commercio, gettito fiscale e prezzi agricoli non permettono di imputare variazioni negative alla bolla. Nel biennio successivo, le fluttuazioni di importazioni, esportazioni e gettito delle accise sono attribuibili a fortune alterne a livello produttivo e commerciale, mentre la caduta dei prezzi dei prodotti agricoli potrebbe derivare dalle condizioni climatiche.

## 2.3 Amministrazione in tempo di pace

### 2.3.1 Le South Sea Annuities

La vittoria nella Guerra della Quadruplice Alleanza aprì l'unico periodo di pace prolungata del secolo per l'Inghilterra. Tra il 1721 e il 1739 il governo di Walpole riuscì a riallacciare i rapporti diplomatici con la Francia di de Fleury e a evitare la partecipazione alla Guerra di Successione Polacca (1733-38).<sup>13</sup> La riduzione dell'impegno militare riportò rapidamente le finanze britanniche verso il surplus di bilancio. A

---

<sup>12</sup>Garber (2000) sostiene che gli acquisti al margine siano stati determinanti, ma Mays e Shea (2012) si mostrano dubbiosi a riguardo, poiché la solidità legale di vendite allo scoperto e acquisti al margine era dubbia nell'età georgiana.

<sup>13</sup>L'unica eccezione fu un limitato e breve conflitto anglo-spagnolo (1727), scaturito da alcune dispute commerciali e territoriali irrisolte tra i due paesi.

partire dal 1723 l'indebitamento netto del governo fu costantemente negativo, con la sola eccezione del biennio 1734-35, e le spese militari si ridussero del 60% rispetto all'ultimo conflitto contro Luigi XIV. Il volume del debito non subì le impennate caratteristiche dei decenni precedenti e il governo concentrò gli sforzi sul rimborso delle obbligazioni e su un'ulteriore riduzione delle spese per interessi.

La bolla del 1720 ebbe il merito di trasformare profondamente la composizione del debito, ma il malcontento degli investitori verso la compagnia metteva a rischio anche la credibilità creditizia del paese, perciò il governo dovette adottare le adeguate contromisure. Già nel 1721 il Parlamento annullò parte del South Sea Act, rinunciando al pagamento richiesto per il privilegio della conversione e prevedendo inizialmente la cancellazione di un terzo del capitale della compagnia. I partecipanti alle sottoscrizioni in denaro sarebbero stati compensati con un credito in azioni sulla base di quanto già versato (Dickson, 1967).

Il completo rinnovamento della struttura patrimoniale della compagnia e delle passività dovute dal governo avvenne a partire dal biennio successivo. Significativo fu il Bank Treaty del 1722. Secondo l'accordo, Bank of England acquistò 4 milioni del capitale di South Sea Company a un prezzo superiore al valore nominale e sui quali fu applicato un interesse annuo del 5%, da ridursi al 4% dal 1727, in linea con il termine previsto dal South Sea Act. Alla Banca fu concesso il diritto di emettere nuove azioni, sottoscritte sopra la pari, per aumentare di un importo analogo il proprio patrimonio, che saliva così a 8,96 milioni. Il fatto che le sottoscrizioni al capitale della Banca fossero avvenute in eccesso rispetto a quanto previsto manifestava un primo segnale di rinnovata fiducia verso le istituzioni finanziarie. Nel 1723 il Parlamento approvò la suddivisione del capitale di South Sea Company in due parti uguali pari a 16,9 milioni di sterline. Le azioni della prima suddivisione furono trasformate in rendite perpetue al 5%, con riduzione al 4% sempre dal 1727, riscattabili su opzione dal Parlamento. Per la prima volta la rendita perpetua costituiva un elemento significativo del debito pubblico. Queste rendite divennero note come *South Sea Annuities*, nome arricchito dal prefisso *old* dieci anni più tardi, per distinguerle da altre emissioni di rendite perpetue. Tale operazione era considerata analoga all'emissione di un titolo di stato a cedola fissa amministrata dalla compagnia. Le azioni della seconda suddivisione costituirono il *Trading Stock*, il capitale sociale necessario all'esercizio dell'attività commerciale prevista. Il capitale commerciale, proprio come le nuove rendite, rappresentava una passività per il governo, sulla quale continuava a onorare gli interessi dovuti secondo gli accordi preesistenti (Parliamentary Papers, 1898).

Al termine delle operazioni solo metà del patrimonio netto di South Sea Com-

pany sopravviveva, tuttavia il suo volume sembrava ingiustificato visti gli effettivi sviluppi commerciali. Negli anni Venti del Settecento la compagnia fu attiva sulla tratta atlantica con maggiore intensità rispetto al periodo precedente alla bolla (Paul, 2011), ma ancora una volta un conflitto anglo-spagnolo (1727) ne rese difficile la prosecuzione. Gli altri privilegi commerciali, come la pesca baleniera, furono sfruttati saltuariamente e con poco profitto, per cui il governo avviò nuove riduzioni non appena fu legalmente possibile (Parliamentary Papers, 1898). Nel 1733 due terzi del capitale (10,99 milioni di sterline) furono convertiti nelle *New South Sea Annuities*, analoghe alle rendite emesse dieci anni prima. I restanti 3,66 milioni costituivano il debito residuo verso la compagnia, invariato fino alla sua definitiva liquidazione nel 1854 (von Philippovich et al., 1911).

Le South Sea Annuities si dimostrarono particolarmente adatte alle esigenze finanziarie del governo. Il vantaggio più immediato era racchiuso nella definizione stessa di rendita perpetua. Posticipando indefinitamente il rimborso del valore facciale, il governo doveva preoccuparsi solo del pagamento delle cedole fisse. L'assenza di una data di scadenza predeterminata permetteva il potenziale dirottamento dei fondi, altrimenti destinati al rimborso del capitale, verso il servizio di altre obbligazioni o il finanziamento di altre spese, come quelle militari. L'opzione di riscatto permetteva al Parlamento di estinguere il titolo quando ritenuto più opportuno, spesso sfruttando le eccedenze provenienti dalla raccolta fiscale o dai fondi di ammortamento. Una rendita perpetua è un titolo particolarmente vulnerabile all'inflazione, la quale nel lungo periodo può ridurre considerevolmente il valore reale dei pagamenti ottemperati dal governo. Evidente era anche il vantaggio di costo per il governo rispetto alle vecchie Long e Short Annuities, con una cedola rispetto al valore nominale dai 2 ai 5 punti percentuali inferiore.

L'importanza delle South Sea Annuities non era definita solamente dalla caratteristica perpetua o dal tasso di interesse contenuto. Questi elementi non costituivano nulla di nuovo per le finanze del regno.<sup>14</sup> La peculiarità che più di tutti definiva l'importanza delle nuove rendite era la loro flessibilità. Esse coniugavano l'elemento perpetuo e un interesse contenuto con una circolazione diffusa e una trasferibilità paragonabile a quella di un titolo azionario. Per la prima volta nel debito pubblico inglese a lungo termine, un volume molto consistente era costituito da un'obbliga-

---

<sup>14</sup>Ricordiamo che il prestito ricevuto con l'incorporazione di Bank of England nel 1694 fu il primo senza scadenza e che le nuove rendite furono il prodotto della conversione del capitale di South Sea Company, una passività già perpetua per il governo, quindi il mantenimento di tale caratteristica era piuttosto logico. In aggiunta, la riduzione al 4% applicata alle South Sea Annuities rappresentava una tappa successiva -e già prevista dal South Sea Act- di un processo passato in gran parte attraverso il capitale delle monied companies, dalle rinegoziazioni sulle patenti reali di Bank of England alla bolla dei mari del sud.

zione contemporaneamente poco onerosa per il governo, liquida e al portatore. Confrontando i resoconti di Grellier (1810), Dickson (1967) e dei Parliamentary Papers (1898), nel 1727 le South Sea Annuities costituivano un terzo del debito pubblico (53,3 milioni di sterline) e della spesa per interessi. Nel 1739 il titolo ricoprì un ruolo ancora più incisivo, con un volume pari alla metà dello stock di debito, e il 48% degli oneri di servizio.

Le nuove rendite si dimostravano un titolo ideale anche per gli investitori. Esse soddisfacevano la loro preferenza per la liquidità, dato che un interesse annuo inferiore rispetto alle vecchie Long e Short Annuities era compensato da una facile trasferibilità sui mercati secondari. Accogliendo con favore la conversione, gli investitori accettavano un titolo le cui cedole dipendevano unicamente dalla capacità estrattiva del sistema fiscale e perciò considerato a basso rischio, invece di azioni dai dividendi legati in parte a profitti commerciali altalenanti (He, 2007). Secondo Neal (1990) sul piano commerciale esistevano alternative ben più appetibili, come le azioni di East India Company o della Compagnia Olandese delle Indie Orientali, capaci di offrire dividendi superiori.

### **2.3.2 Il contenimento del debito pubblico con il governo di Walpole**

Negli anni Venti e Trenta la successione quasi ininterrotta di surplus di bilancio consentì al governo di concentrare risorse anche sul rimborso delle obbligazioni. I volumi coinvolti sono riassunti in Tabella 7 assieme alle conversioni già discusse. Tra il 1721 e il 1739 il Parlamento approvò diversi finanziamenti a lungo termine per più di 6 milioni di sterline. Questi furono raccolti attraverso due lotterie, un prestito di tre milioni di sterline conferito da Bank of England a partire dal 1728 e, per la parte residua, attraverso la vendita di rendite rimborsabili. I fondi raccolti furono destinati sia alla copertura delle spese ordinarie che alla liquidazione di parte del capitale di South Sea Company, dei debiti della Civil List e di strumenti a breve scadenza, tra cui Exchequer Bills e obbligazioni dipartimentali (Dickson, 1967). Il finanziamento delle nuove passività era garantito da dazi e accise su carbone, carta e sale e dalle eccedenze del Sinking Fund. Le operazioni di nuova emissione confermavano una riduzione generale degli oneri sul debito. Mentre le rendite del 1721 erano ancorate a una cedola del 5%, le condizioni sul nuovo prestito emesso da Bank of England prevedevano un costo del 4% e a partire dagli anni Trenta il tasso prevalente sulle nuove emissioni divenne il 3% (Cohen, 1953; Homer e Sylla, 2005),

tasso già applicato sulle lotterie a partire dal 1723 (Velde, 2018).

Tabella 7: Finanziamenti, rimborsi e conversioni del debito pubblico in milioni di sterline, 1721-39.

	1721-30	1731-39	Totale
<b>Finanziamenti</b>			
Lotterie	1	1,2	2,2
Bank of England	3	-	3
Rendite e altri prestiti	0,54	0,9	1,44
<b>Rimborsi</b>			
Sinking Fund	5,91	5,28	11,18
Fondi miscellanei	1,27	1	2,27
<b>Volume convertito</b>			
Bank of England	4	-	4
Old South Sea Annuities	16,9	-	16,9
New South Sea Annuities	-	10,99	10,99

Note: La cancellazione di 2 milioni del capitale di South Sea Company nel 1722 e il loro ripristino nell'anno successivo non sono considerati. Sei lotterie furono organizzate tra il 1721 e il 1731. Qui vengono considerate solamente quelle del 1726 e del 1731. Le quattro lotterie annuali precedenti (1721-24), note come *Malt Lotteries*, non sono calcolate tra i finanziamenti a lungo termine, in quanto indette per sostenere l'applicazione dei dazi su malto e sidro (Dickson, 1967).

Fonte: Parliamentary Papers (1898).

Più di 13 milioni di sterline del debito in essere furono estinti, compensando abbondantemente il volume emesso. Almeno l'80% dei rimborsi avvenne attraverso il Sinking Fund. Alla fine degli anni Venti il fondo assorbiva annualmente più di un milione di sterline, ed entro il 1738 furono liquidati 6,5 milioni tra South Sea Annuities e capitale commerciale della compagnia. Per il resto, il Sinking Fund fu deputato principalmente all'estinzione delle passività residue delle lotterie della regina Anna, Exchequer Bills e obbligazioni dipartimentali con l'ausilio di altri fondi di ammortamento miscellanei.

Nel complesso, le politiche finanziarie adottate dal governo nel ventennio di pace tra la Guerra della Quadruplice Alleanza e la Guerra di Successione Austriaca ebbero il merito di ridurre lo stock di debito di 6 milioni sterline e alleggerire la spesa media annua per interessi di un terzo. Inoltre, la diminuzione generale dei

tassi applicati ai finanziamenti dimostrava l'ormai solida credibilità creditizia del regno. Le South Sea Annuities furono uno sviluppo importante nella transizione delle finanze inglesi verso un debito veramente moderno, ma il passo definitivo di questa modernizzazione fu ancora una volta favorito dallo sforzo bellico.

## 2.4 Henry Pelham e la nascita dei Consols

### 2.4.1 Il finanziamento della Guerra di Successione Austriaca

Alla fine degli anni Trenta, Westminster era ancora controllata saldamente dal governo Walpole, ma l'isolazionismo caratteristico della sua politica estera lasciò il posto alla guerra. La fine dell'intesa anglo-francese, l'allineamento inglese ai domini asburgici e il suo tentativo di penetrazione commerciale nelle colonie spagnole, contribuirono a stravolgere gli equilibri europei. Walpole fu costretto a dichiarare guerra alla Spagna nel 1739. Quello che sembrava essere un limitato conflitto coloniale assunse dimensioni molto più vaste e inoltre la Gran Bretagna dovette intervenire in soccorso dell'Austria, fornendo supporto militare e finanziario (Lodge, 1932; Black, 1984).

La Tabella 8 riassume i dettagli dei finanziamenti a lungo termine raccolti tra il 1739 e il 1748. Dal punto di vista inglese, questi nove anni di guerra possono essere suddivisi in due fasi sul piano politico, militare e finanziario. Fino al 1742, le operazioni militari si limitarono ad azioni navali contro la Spagna nelle colonie. Per sostenere i costi di questa prima fase, il governo fece affidamento principalmente alla Land Tax, sollevata all'aliquota massima di quattro scellini per sterlina, alle eccedenze del Sinking Fund e all'emissione di strumenti a breve scadenza (Grellier, 1810). Il contributo dei finanziamenti a lungo termine fu contenuto, costituito da un prestito gratuito di Bank of England (1,6 milioni) e per la parte restante da rendite al 3% finanziate tramite il Sinking Fund (Parliamentary Papers, 1898). Gli eventi militari non ebbero effetti sui rendimenti dei titoli, con degli yield che segnalavano la stabilità dei prezzi.

La seconda fase fu molto più dinamica. All'inizio del 1742 Walpole fu costretto alle dimissioni a causa degli esiti deludenti della guerra contro la Spagna e al suo posto subentrò Henry Pelham (Goldsmith, 1979). La Gran Bretagna entrò in pieno conflitto con la Francia, così la guerra non si limitò all'Europa, ma sconfinò in Nord America e in India. In questo periodo furono generati approssimativamente 25 milioni di sterline in debiti a lungo termine, 21 dei quali con sottoscrizione

pubblica, attraverso emissione diretta e lotterie. La parte restante delle passività a lunga scadenza si componeva di un prestito al 3% di East India Company e del rifinanziamento degli Exchequer Bills (Parliamentary Papers, 1898).<sup>15</sup> Le esigenze militari non invertirono il processo di riduzione dei tassi nominali sul debito, infatti le rendite perpetue al 3 e al 4% furono gli strumenti principe di queste nuove emissioni, costituendone almeno due terzi del volume (Chamley, 2011).

Tabella 8: Finanziamenti a lungo termine e yield, 1739-48.

anno	stock	finanziamenti a lungo termine	sottoscrizione pubblica	tasso applicato	yield
1739	51,1	0,3	0,3	3	3,06
1742	55,2	1,6	0,8	3	3
1743	57,3	2,6	1,8	3	3,42
1744	60,7	2,8	1,8	3	3,33
1745	63,9	2	2	3	4,02
1746	69,4	3,99	3	4	4,81
1747	73,8	5	5	4	3,73
1748	80,6	6,9	6,3	4	3,51

Note: il tasso applicato fa riferimento alle sottoscrizioni pubbliche. Fino al 1742 sono indicati gli yield sulle rendite al 3%, successivamente quelli calcolati da Chamley (2007; 2011), che considera sia i rendimenti delle lotterie che delle emissioni dirette.

Fonti: Bank of England, Parliamentary Papers (1898), Dickson (1967), Chamley (2007; 2011).

Il corso degli eventi bellici ebbe un eco maggiore sui rendimenti effettivi dei titoli pubblici. Nel 1745-46 la paura di una possibile invasione francese e la seconda rivolta giacobita generarono una crisi finanziaria nella capitale. Le South Sea Annuities e le nuove rendite al 4%, che avevano mostrato una buona resistenza durante i primi anni di guerra, furono scambiate con sconti significativi. Il titolo più colpito furono le rendite al 3%, che precipitarono a meno di 75 sterline, descrivendo yield superiori al 4%, per poi mantenere un valore scontato di almeno un decimo fino alle fasi finali della guerra (Homer e Sylla, 2005; Chamley, 2011). Nei mesi della rivolta, anche i prezzi azionari delle monied companies declinarono e Bank of England subì una corsa

<sup>15</sup>Nella maggior parte dei casi gli oneri di servizio delle nuove obbligazioni era sostenuto dalle consuete imposte su malto e alcolici, mentre negli ultimi anni di guerra dalla nuova accisa sulle carrozze e dalla Window Tax appena riformata da Pelham (Dickson, 1967).

agli sportelli (Neal, 1990; Shin, 2015). Tuttavia, come fa notare Hoppit (1986), la crisi finanziaria fu limitata solo alla capitale e alle finanze pubbliche, senza intaccare quelle private. Il fenomeno è spiegabile dall'incremento limitato delle bancarotte e da un'integrazione tra il sistema bancario della capitale e quello del resto del regno ancora primitivo, che quindi isolò la finanza privata da un clima di sfiducia.

Allo scopo di aumentare l'appetibilità dei prestiti, a partire dal 1743 fu ammessa la trasferibilità della titolarità delle sottoscrizioni, prima ancora che queste fossero completate (Dickson, 1967).<sup>16</sup> Altre innovazioni furono l'offerta di rendite vitalizie (con cedola fino al 9%) agli acquirenti dei biglietti delle lotterie, e premi di emissione in titoli di debito aggiuntivi offerti gratuitamente per ogni cento sterline sottoscritte (Grellier, 1810). Questi ultimi due espedienti miravano a incrementare il rendimento effettivo per il sottoscrittore senza dover aumentare il tasso nominale.

Più che l'offerta aggiuntiva di capitale o biglietti della lotteria, la raccolta dei finanziamenti a lungo termine era garantita dalla procedura che utilizzava il Tesoro. Questa procedura, definita come sottoscrizione *chiusa*, venne adottata a partire dalla seconda metà degli anni Venti del Settecento per evitare sottoscrizioni parziali e divenne una prassi consolidata con la Guerra di Successione Austriaca.<sup>17</sup> Il funzionamento era il seguente. Il Tesoro negoziava i termini in anticipo contattando un gruppo di *monied men* della City, facoltosi banchieri, investitori o mercanti molto influenti nell'ambiente finanziario londinese, connessi con esponenti politici o membri della nobiltà (Dickson, 1967). Essi si impegnavano a partecipare al prestito e rappresentavano una platea potenziale di sottoscrittori, anche stranieri, dei quali potevano assicurare l'affidabilità finanziaria. Solitamente le *monied companies* non partecipavano con risorse proprie alle sottoscrizioni pubbliche, ma potevano presentare gruppi di sottoscrittori tramite i direttori. Alle liste presentate dai *monied men* si aggiungeva quella del Tesoro, composta da parlamentari e ufficiali di governo. Nelle negoziazioni tra gli esponenti della City e il Tesoro partecipavano attivamente anche i membri del governo. Dopo l'approvazione parlamentare, le sottoscrizioni venivano accreditate. La procedura era molto vantaggiosa per il Tesoro, perché assicurava la piena sottoscrizione anche in tempi di sfiducia come la crisi del 1745-46 (Sutherland, 1946).

La sottoscrizione chiusa, però, attirava critiche e controversie verso il governo, in quanto escludeva a priori potenziali sottoscrittori alternativi ai contatti dei mo-

---

<sup>16</sup>Al creditore veniva rilasciata una ricevuta utilizzabile per completare i pagamenti richiesti, dato che la sottoscrizione non veniva conclusa in un'unica soluzione. La ricevuta era trasferibile e il portatore al pagamento finale veniva accreditato della titolarità e delle dovute obbligazioni (Dickson, 1967).

<sup>17</sup>La sottoscrizione chiusa venne sperimentata per la prima volta dopo le esperienze fallimentari delle lotterie del 1721 e del 1726 (Dickson, 1967).

nied men e la partecipazione spesso sfociava in favori politici. Buona parte della City mal tollerava l'oligarchia dei monied men e delle monied companies e, verso il 1745, pretesero il ritorno alle sottoscrizioni *aperte*, accessibili a chiunque ne avesse la disponibilità economica e che avevano caratterizzato il finanziamento di inizio secolo. La ribellione giacobita offrì a Pelham l'occasione per assopire il malcontento e riguadagnare l'appoggio del cuore finanziario della capitale. Durante la rivolta parte dell'opposizione si schierò con la Corona, chi non lo fece venne screditato. Per mantenere il supporto di chi aveva mostrato fedeltà al re, il governo convenne che i prestiti di guerra del 1747-48 si sarebbero tenuti con sottoscrizione aperta e le somme previste furono pienamente raggiunte (Sutherland, 1946). Riconquistando la City, Pelham non proteggeva solo le immediate necessità del regno per la guerra, ma si assicurava il futuro appoggio di preziosi alleati, fondamentale per le politiche finanziarie in tempo di pace.

Il trattato di Aix-la-Chapelle pose fine alla Guerra di Successione Austriaca nel 1748, consegnando alle potenze belligeranti una pace scomoda. In Inghilterra la guerra produsse più di 29 milioni di sterline di debiti aggiuntivi, emessi quasi esclusivamente nella fase acuta del conflitto. Le nuove passività finanziarono il 31% delle spese militari totali di 95,6 milioni. Sia in termini nominali che reali, date le variazioni contenute di lungo periodo del livello dei prezzi, gli oneri erano pressoché analoghi a quelli della Guerra di Successione Spagnola, sebbene i combattimenti avessero coperto un periodo di quattro anni inferiore. Molto maggiore era invece il volume raggiunto dal debito, ormai 80 milioni di sterline, approssimabile all'83% del prodotto nazionale.

Ancor prima che la pace venisse siglata Pelham rese chiaro il prossimo obiettivo del governo, comunicando a volontà di elaborare un grandioso progetto per risolle-  
vare il paese «from the vast load of debt they now labour under [...] demonstrating to the knowing part of the world, that the thing was not impossible [...] and I am apt to fear no one will be better able to bring it about» (Sutherland, 1946, p. 24).

## 2.4.2 Le conversioni del 1750 e il Consolidating Act

Alleggerire le finanze pubbliche dal fardello ereditato dalla Guerra di Successione Austriaca non sarebbe stato facile. Pelham si muoveva su un terreno già battuto da un precedente fallimento. Nel 1737 John Barnard aveva proposto a Walpole un progetto per ridurre al 3% il costo del debito redimibile, eliminando così alcune delle accise che si ritenevano tra le più gravose per i poveri e i produttori. Nello specifico, Barnard mirava a convertire le South Sea Annuities in rendite perpetue al 3%. Ai detentori sarebbero state offerte quattro opzioni: il rimborso alla pari; la

conversione in una rendita perpetua al 3% non rimborsabile per quattordici anni; una rendita temporanea con interesse inversamente proporzionale alla scadenza; una rendita vitalizia con cedola crescente a seconda della classe d'età. Il cardine della proposta era la seconda opzione. Infatti, Barnard auspicava un'ampia adesione alle rendite al 3%, così da poter soddisfare gli aderenti alle altre opzioni emettendo un piccolo prestito o utilizzando le eccedenze del Sinking Fund. Il progetto non ottenne l'approvazione parlamentare per tre motivi. Primo, Barnard non tenne conto delle condizioni di mercato sfavorevoli per i creditori. Le South Sea Annuities venivano scambiate a un valore di circa il 12% sopra la pari, la conversione avrebbe significato una perdita significativa per i detentori. Secondo, la proposta fu accolta con ostilità dalle monied companies, non disposte ad accertare una riduzione dell'interesse percepito. Terzo, la maggioranza del Parlamento non era disposta ad eliminare le imposte incluse nella proposta, preferendo continuare a utilizzare le risorse raccolte dal Sinking Fund per contenere il debito (Chamley, 2011).

Nel 1749, però, il governo affrontava condizioni diverse rispetto al 1737. Il conflitto aveva riaperto le preoccupazioni sul costo del debito, accomunando tutti gli indirizzi politici, e lo stesso Pelham non nascondeva un forte senso di urgenza in merito (Sutherland, 1946). Il re raccomandò ai Comuni di concentrare ogni sforzo possibile per affrontare il problema, avendo cura di rispettare i diritti di proprietà e preservare la fiducia del pubblico. Si reclamavano contromisure adeguate da parte del Parlamento per ridurre le passività a breve termine e gli oneri della componente redimibile a lunga scadenza (Grellier, 1810).<sup>18</sup> Le condizioni di mercato si mostravano più favorevoli a una riduzione dei tassi nominali: con la fine della guerra le rendite al 3% venivano regolarmente scambiate alla pari e quelle al 4% poco al di sopra (Chamley, 2011). Pertanto, un'eventuale conversione delle rendite al 4% non avrebbe comportato perdite di capitale significative per i creditori. Inoltre, Pelham godeva del supporto di buona parte della City, punto d'appoggio fondamentale data l'influenza dei monied men sulle politiche finanziarie.

Pelham presentò il suo progetto al Parlamento alla fine del 1749 e in poche settimane ricevette l'approvazione del Parlamento e del re. Il governo decise di seguire un approccio più graduale rispetto alla brusca diminuzione di un punto percentuale di Barnard: il debito al 4% sarebbe stato ridotto al 3,5% dal dicembre 1750 e dopo sette anni, periodo in cui le passività coinvolte sarebbero state irredimibili, al 3%. I creditori che intendevano aderire dovevano sottoscrivere la loro partecipazione entro

---

<sup>18</sup>Non a caso nella primavera del 1749, oltre a mantenere la Land Tax all'aliquota massima, un primo provvedimento finanziario del governo fu convertire 3 milioni di sterline, principalmente Navy, Transport e Victualling Bills accumulati durante la guerra, in rendite al 4% gestite da Bank of England (Grellier, 1810).

il 28 febbraio 1750. La discesa graduale della cedola equivaleva a un premio per gli aderenti di quattro sterline, ovvero la somma degli interessi maturati ogni anno in eccesso rispetto a una cedola di tre sterline. Tale premio equivaleva approssimativamente alla differenza di prezzo tra una South Sea Annuities e una rendita al 3% (Chamley, 2011).

Per comprendere l'ampiezza della proposta di Pelham è utile considerare la composizione del debito redimibile nel 1749. I relativi valori sono riportati in Tabella 9 insieme alle cifre ridotte al 3,5% nel 1750. I titoli prevalenti al 4% erano ancora le South Sea Annuities, seguite dalle obbligazioni amministrare dalla Banca (soprattutto rendite emesse durante la guerra del 1739-48) e i capitali delle tre compagnie. Molto più contenuto era il debito riferibile all'Exchequer, visto che amministrava principalmente le vecchie rendite irredimibili rimaste in circolazione. Nel complesso, l'operazione mirava a colpire tutti i 57,7 milioni di sterline al 4% e renderli indistinguibili in termini di costo rispetto allo stock al 3% a partire dal 1757. Si trattava di un'operazione senza precedenti, sensibilmente maggiore della riduzione programmata quasi trent'anni prima dal South Sea Act.

Tabella 9: Debito redimibile al 3 e 4% nel 1749 e sottoscrizioni del 1750 in milioni di sterline.

Classi di debito	1749		Sottoscrizioni al 3,5%	
	3%	4%	2/1750	5/1750
Capitale delle compagnie				
Bank of England	3,2	8,49	8,49	
East India Company	1	3,2		3,2
South Sea Company		3,66		
Gestito da Bank of England	7,2	18,4	14,86	3,35
Old South Sea Annuities		13,65	9,05	2,67
New South Sea Annuities		9,99	6,29	2,71
Gestito dall'Exchequer	0,94	0,31	0,13	0,03
<b>Totale</b>	<b>12,34</b>	<b>57,7</b>	<b>38,82</b>	<b>11,96</b>

Note: nelle passività al 3% gestite da Bank of England non sono considerate le rendite del 1726, classificate all'epoca con criteri differenti in quanto finanziate dalla Civil List.

Fonti: Dickson (1967); Grellier (1810).

Accettare un interesse minore su una rendita al portatore dipendeva dalla discrezione individuale, mentre nel caso del capitale delle *monied companies* era richiesto il consenso della maggioranza degli azionisti. Tra il dicembre 1749 e il gennaio 1750, le compagnie presentarono i piani di riduzione alle loro assemblee generali per l'approvazione. *South Sea Company* fu consultata per prima, ma rimandò la decisione, in quanto la totale compromissione delle prospettive commerciali, causata da una disputa con la Spagna, spingeva gli azionisti a rifiutare una riduzione dell'interesse annuo e, di conseguenza, dei dividendi. *East India Company* rifiutò la proposta di adesione, nonostante un accordo precedente con il Parlamento per ridurre il tasso degli *East India Bonds* dal 4% al 3%. *Bank of England* prese una decisione simile poco prima della scadenza delle sottoscrizioni (Sutherland, 1946).

Con il rifiuto di tutte le compagnie e una partecipazione minima dei creditori individuali, i progetti del governo sembravano destinati a fallire. Il febbraio 1750 fu il mese decisivo e in poche settimane la situazione fu completamente stravolta. Per piegare la resistenza di *Bank of England*, Pelham si avvalse della mediazione di Samson Gideon, esperto *monied man* della City, il cui contributo era stato essenziale nella raccolta dei prestiti di guerra. Gli argomenti avanzati da Gideon furono sufficienti a garantire l'adesione della Banca alla riduzione. Nel frattempo Barnard si rivolse alla platea di creditori individuali, invitandoli ad affrettarsi a sottoscrivere vista la scadenza imminente e a ignorare le eventuali decisioni delle tre società. Diversi investitori, infatti, avrebbero potuto adottare strategie imitative verso le compagnie. Barnard aggiunse che il Parlamento non avrebbe avuto alcuna difficoltà nel raccogliere lauti prestiti per rimborsare i dissenzienti, che avrebbero così rinunciato alla loro rendita. Le adesioni dei creditori individuali giunsero in massa, arrivando fino a 1,5 milioni di sterline al giorno (Dickson, 1967). Entro la fine di febbraio furono sottoscritti 38,8 milioni di sterline, più di due terzi del debito al 4%.

L'ondata di adesioni fornì al governo il pretesto per posticipare il termine ultimo al 30 maggio 1750, ma le condizioni offerte erano meno vantaggiose. I creditori avrebbero ricevuto il 3,5% solo per cinque anni prima di passare al 3% (Sutherland, 1946). Le sottoscrizioni non si fermarono, coprendo altri 11,9 milioni di sterline. Di fronte all'alternativa del rimborso completo dei crediti verso il governo, anche *East India Company* dovette cedere, in cambio della possibilità di vendere rendite perpetue al 3%, note come *India Annuities*, per finanziare la riduzione del tasso nominale sui propri bond. La chiusura definitiva dei registri decretò il successo dell'operazione. Dei 57,7 milioni di sterline identificati dal disegno di legge originale ne furono convertiti più di 50. Nel 1751 il Parlamento si occupò dei debiti rimasti non sottoscritti. La resistenza solitaria di *South Sea Company* fu vinta con la concessione di

condizioni speciali: preservare il proprio capitale al 4% fino al 1757 per poi assoggettarlo direttamente al 3%. Tutte le altre obbligazioni rimaste vennero rimborsate attraverso prestiti appositi e le eccedenze del Sinking Fund (Parliamentary Papers, 1898). Il piano di riduzione di Pelham era finalmente completo.

Al governo non restava altro che razionalizzare la gestione del debito. Le conversioni del 1750 non avevano modificato le caratteristiche amministrative del debito. Tralasciando i capitali delle compagnie, South Sea Company continuava a gestire le omonime rendite, mentre Bank of England e l'Exchequer si spartivano l'amministrazione di quattordici passività diverse. Queste erano finanziate da un ampio ventaglio di fonti, che spaziavano dal Sinking Fund alle imposte sulla produzione e il commercio di beni come carta, alcolici e carrozze. La contabilizzazione di ogni passività venne ulteriormente complicata, perché i titoli ridotti al 3,5% dovettero essere registrati in libri contabili diversi a seconda che la sottoscrizione fosse avvenuta in febbraio o maggio. In aggiunta, sia l'apertura dei libri di trasferimento che lo stacco dei pagamenti avvenivano in date diverse. Quindi, per semplificarne la gestione e ridurre i costi amministrativi, il Parlamento consolidò i debiti gestiti dall'Exchequer e da Bank of England con il Consolidating Act. Nel 1752 i titoli al 3% furono consolidati nelle *Three per cent Consolidated Annuities*, meglio note come *Consols*, mentre quelli al 3,5% andarono a costituire le *Reduced Threes*. L'amministrazione di entrambi i gruppi fu affidata a Bank of England e le imposte prima allocate al servizio degli interessi vennero convogliate nel Sinking Fund.

I Consols e le Reduced Threes mantenevano le qualità dei titoli consolidati. Si trattava sempre di rendite perpetue, molto liquide e con cedola semestrale, staccata a gennaio e luglio nel caso dei Consols, ad aprile e ottobre per le Reduced Threes. I detentori non potevano reclamare il capitale in nessun caso, mentre il governo, dopo una data prestabilita, poteva rimborsare su opzione il valore nominale del titolo. I Consols erano facilmente scambiabili presso gli uffici di trasferimento di Bank of England e a partire dal 1755 vennero incorporati in diverse lotterie in forma di premio, contribuendo alla loro popolarità (Homer e Sylla, 2005). Entro il 1763, i Consols divennero i titoli di debito a lungo termine più diffusi, superando il primato delle South Sea Annuities (Parliamentary Papers, 1898). La Guerra dei Sette Anni e la Guerra di Indipendenza Americana riportarono alla luce l'emissione di rendite al 4%, le quali, però, includevano tra le condizioni una riduzione automatica dell'interesse al 3% dopo un certo numero di anni (Chamley, 2011). Grazie alle conversioni di Pelham il 3% divenne definitivamente il tasso di riferimento per i titoli pubblici a lungo termine. Il rendimento dei Consols calcolato come semplice yield di una rendita perpetua, forniva una buona approssimazione dei tassi di interesse di lungo

periodo nell'Inghilterra del XVIII e del XIX secolo. Infatti, la successiva riduzione generale del costo nominale del debito pubblico avvenne più di un secolo dopo, nel 1888, quando George Goschen ridusse la cedola dei Consols al 2,75% (Homer e Sylla, 2005). I Consols al 3% costituirono la colonna portante del debito pubblico inglese dalla metà del Settecento fino alla tarda epoca vittoriana.

Il finanziamento della Guerra di Successione Austriaca e l'introduzione dei Consols resero definitivamente Bank of England il principale amministratore del debito pubblico. Ad eccezione del piccolo volume di rendite vitalizie emesse dall'Exchequer, tutte le sottoscrizioni pubbliche furono amministrare dalla Banca. Considerando sia il capitale prestato al governo che le passività gestite, al termine del conflitto la Banca amministrava circa il 53% del debito pubblico (vedi Tabella 9). Sebbene Bank of England non effettuò più prestiti diretti al governo fino al 1816, nella seconda metà del Settecento il Parlamento continuò a pagare la Banca per emettere e commercializzare il debito a lungo termine. Nel 1764 l'istituto gestì il 70% del debito pubblico e della spesa per interessi e fino al 75% alla vigilia della Rivoluzione Americana (Murphy, 2014; Quinn, 2008).<sup>19</sup>

Le altre due monied companies, invece, ricoprirono un ruolo secondario nelle finanze pubbliche nella seconda metà del Settecento. In seguito alla carestia del Bengala del 1770, le azioni di East India Company precipitarono e la compagnia entrò in crisi finanziaria. Nel 1773 fu costretta a indebitarsi verso la Banca e il governo, che limitò la distribuzione dei dividendi (Robins, 2006). Nel 1793 il credito di 4,2 milioni di sterline che la società vantava verso il governo venne consolidato nelle Reduced Threes. (Parliamentary Papers, 1898). South Sea Company divenne un'istituzione completamente passiva. Nel 1750 l'Asiento venne soppresso, affossando per sempre ogni prospettiva commerciale.<sup>20</sup> L'emissione delle rendite al 3% per rimborsare le South Sea Annuities non sottoscritte nella riduzione di Pelham fu l'ultima transazione rilevante con il governo. Nessun altro prestito venne contratto tramite la compagnia (von Philippovich et al., 1911). Fino alla sua liquidazione nel 1853, South Sea Company ebbe la sola funzione di amministrare le South Sea Annuities rimaste, provvedere allo stacco delle relative cedole e distribuire i dividendi sulle proprie azioni. Di fatto, la compagnia fu ridotta a un dipartimento del Tesoro.

---

<sup>19</sup>Attorno alla Banca non si concentrò solo l'emissione del debito, ma anche il suo mercato secondario. Nel 1765, presso la sede dell'istituto, venne inaugurata la Rotunda, un ambiente dedicato appositamente alla compravendita delle azioni della Banca, delle rendite al 4% e soprattutto dei Consols, scambiati negli uffici di trasferimento più grandi e affollati (Murphy, 2014). Di conseguenza, per accogliere il maggior volume degli scambi, la Banca moltiplicò il proprio personale, diventando una delle istituzioni con più funzionari del regno.

<sup>20</sup>La disputa con la Corona di Spagna si arenò e la società dovette accontentarsi di accettare appena £100000 come riparazione di guerra, meno di un decimo di quanto reclamato (Paul, 2011).



## Capitolo 3

# Finanze pubbliche e inflazione nelle grandi guerre

### 3.1 La conquista e la difesa dell'impero

#### 3.1.1 La guerra dei sette anni: il costo di un conflitto globale

La Guerra dei Sette Anni iniziò nel 1756 e fu combattuta simultaneamente su più continenti. Lo scontro coloniale fu un successo per la Gran Bretagna. Nonostante le sconfitte iniziali, nel 1760 i britannici completarono la cattura delle colonie francesi in Canada. In Africa occidentale, diversi avamposti caddero sotto le armi britanniche ed entro il 1761, in India, la Francia fu espulsa dal Carnatico. A partire dal 1759, la Gran Bretagna intensificò il proprio impegno militare in Europa, in aiuto dei prussiani. In Europa, però, il conflitto si arenò in uno stallo. Il Trattato di Parigi pose fine al conflitto nel 1763. La Gran Bretagna acquisì tutti i territori francesi in America settentrionale a est del Mississippi, la Florida, diverse isole ai Caraibi e in oriente si impose come potenza dominante, aprendo la strada alla futura dominazione dell'India.

In termini assoluti e annuali, la guerra dei sette anni definì livelli di spesa senza precedenti. Il governo britannico spese circa £126 milioni, 89 dei quali riferibili alle sole spese militari. Per il resto, le spese civili furono assorbite quasi esclusivamente dagli oneri sul debito, lasciando appena un milione per spese di altra natura. Trattandosi di fatto di un conflitto globale, il confronto con le guerre di successione spagnola e austriaca, che richiesero rispettivamente £66 e £55 milioni, è impressionante, considerando che entrambe furono combattute su più teatri.

A incidere in maniera determinante sull'enorme crescita dei costi fu anzitutto lo sforzo bellico nelle colonie, in particolare l'America settentrionale, che il primo

ministro William Pitt il Vecchio definì come obiettivo prioritario. Dal 1758, il governo inviò oltreoceano un numero crescente di truppe regolari, senza delegare del tutto le operazioni alle milizie coloniali, portando a un primo aumento significativo delle spese dell'esercito, che superarono così la metà del budget militare (Anderson, 2007). Per assicurarsi il pieno appoggio dei coloni, il Parlamento promise il rimborso completo degli oneri militari, il che rese la guerra dei sette anni il primo conflitto in cui Londra offriva un supporto finanziario totale ai sudditi d'oltreoceano (Eloranta e Land, 2011).

Anche il fattore ambientale contribuì in modo significativo sui costi del teatro nordamericano. Combattere sulla frontiera coloniale significava affrontare un ambiente selvaggio, aggirare ostacoli naturali, assediare fortificazioni, senza contare l'ostilità delle popolazioni indigene schierate con il nemico. Questo aumentava i costi logistici e, vista la durata delle spedizioni, spesso il personale militare doveva essere retribuito in anticipo. In un ambiente difficile dove le classiche tattiche di combattimento europee si mostravano inadatte, gli eserciti dovettero adattarsi alla guerriglia frammentando i corpi di spedizione in unità più piccole, comandate da altrettanti ufficiali che richiedevano una paga superiore a un semplice soldato (Land, 2010).

La Royal Navy fu cruciale per la vittoria britannica, grazie alle perdite inflitte alla flotta francese, al trasporto e al vettovagliamento delle armate impiegate sui vari fronti. La guerra navale richiese una spesa media annua di £5 milioni (il doppio rispetto al 1739-48) e i fondi approvati si dimostrarono sistematicamente insufficienti. Le eccedenze furono colmate con la massiccia vendita di Navy Bills, al prezzo di un tasso nominale crescente (dal 3-4% nel 1759 al 12% nel 1762, con l'entrata in guerra della Spagna). Nonostante gli stanziamenti annui per contenere il debito della marina, esso raggiunse comunque i £6 milioni nel 1763 (Neal, 1977).

Sebbene lo scontro navale e le colonie fossero le priorità strategiche della Gran Bretagna, la guerra in Europa assorbì una quota sempre maggiore delle risorse finanziarie del governo. Nel 1758 il Parlamento accettò di assegnare a Federico II un sussidio annuo di £670000, assumersi i costi dell'esercito dell'Hannover (£1,2 milioni all'anno) e farsi carico delle spese di reclutamento negli stati tedeschi. In aggiunta, dal 1762 fu conferito un sussidio di £200000 al Portogallo aggredito dagli spagnoli (Marston, 2001; Szabo, 2013). Agli aiuti finanziari agli alleati, seguiva quello militare, con un crescente invio di reparti sul Continente. I costi aumentarono di conseguenza, con il solo esercito a ricoprire almeno il 60% dell'intero budget militare entro il 1760.

Il fabbisogno di fondi per le campagne coloniali e, soprattutto, per la guerra europea si rivelò insaziabile. Il sistema fiscale inglese estrasse complessivamente 70

milioni di sterline, grazie all'aumento delle imposte e al rinnovo di diversi tributi in scadenza, ma il bilancio dello stato non fu risparmiato da disavanzi considerevoli. La quota delle spese militari finanziata dall'emissione di obbligazioni raggiunse il 40%, rispetto a una media del 30% tipica dei conflitti precedenti (Neal, 1977). La strategia di Pitt nelle colonie e l'impegno sul Continente si riflettevano sulla dimensione dei prestiti a lungo termine, che si attestò a £12 milioni nel 1761 (Parliamentary Papers, 1898). Come spesso accadeva in questi casi, qualunque previsione delle risorse da allocare per l'anno seguente divenne obsoleta in pochi mesi. Ad esempio, dopo il 1757, il Tesoro stimò fondi annuali in difetto di almeno un milione rispetto a quanto effettivamente a preso a prestito (Browning, 1971; Grellier, 1799).

La guerra dei sette anni fu il primo conflitto finanziato tramite i Consols, ma la crescente domanda di fondi esercitò pressioni sul costo delle obbligazioni che salì al 4% al culmine degli scontri in Europa. L'ostinazione di Newcastle nel trattare i termini con i *monied men* della City evitò una risalita ulteriore degli interessi dovuti, riuscendo a strappare condizioni favorevoli (Browning, 1971). Per favorire le sottoscrizioni, il Tesoro decise di incorporare le lotterie ai finanziamenti a lungo termine, ai cui vincitori, invece di un premio in denaro, venivano assegnati titoli analoghi a quelli sottoscritti (Consols o rendite al 4%). In tre occasioni (1757-60-61), il governo emise volumi contenuti di Long Annuities irredimibili con scadenza nel 1860 e cedola annua dell'1% (Parliamentary Papers, 1898). Per colmare le momentanee carenze di fondi, il Parlamento si rivolse a Bank of England tramite richieste di credito a breve termine, garantite dalla promessa di allocare nell'anno successivo un flusso di entrate a copertura della somma che nel frattempo l'istituto anticipava al Tesoro (Browning, 1971).<sup>21</sup> Nel complesso, tra il 1756 e il 1763 il debito pubblico si espanse da £79 a £144 milioni. Il debito a lunga scadenza venne emesso a un prezzo prossimo alla pari, dato che il rendimento effettivo medio dei Consols si attestò al 3,58% (vedi Figura 1).

### 3.1.2 L'inflazione in madrepatria e il caso delle Tredici Colonie

Nonostante l'enorme volume delle spese, il finanziamento della guerra dei sette anni non sembra aver avuto un impatto rilevante su prezzi e inflazione. Nel primo biennio del conflitto (1756-57), il livello dei prezzi (CPI) si espanse del 40%, ma questa oscil-

---

<sup>21</sup>Il Parlamento si avvaleva delle richieste di credito a settembre, alla fine dell'anno fiscale, quando i fondi disponibili erano in via di esaurimento, differendo di fatto i costi all'anno successivo. Il Tesoro mostrò la tendenza a incrementare le somme richieste annualmente, contribuendo all'accumulazione del debito a non finanziato a breve scadenza (Browning, 1971).

lazione sembra riconducibile principalmente al raccolto del 1756, uno dei peggiori del secolo (Schumpeter, 1938). Infatti, negli anni successivi la tendenza si invertì e nel 1763, il livello dei prezzi risultò solo il 9% maggiore rispetto quello prebellico (vedi Tabella 10. Escludendo i raccolti, la relativa stabilità dei prezzi potrebbe essere attribuibile, in misura minore, anche ad altri fattori. Un elemento che contribuì a frenare eventuali spinte inflazionistiche furono le aspettative di una riduzione dei tassi di interesse a lungo termine (approssimati dallo yield sui Consols) ai livelli prebellici una volta siglata una pace definitiva; perciò sarebbe stato più opportuno posticipare al tempo di pace le attività economiche richiedenti crediti significativi e investimenti in capitale fisso. Di conseguenza, vi era una maggiore disponibilità di risparmio privato e di fondi sul mercato che il governo avrebbe potuto raccogliere per finanziare la guerra (Browning, 1971).

Alla Banca fu concesso di emettere banconote di taglio minore, da £10 e £15 (fino al 1759 il minimo ammesso era £20), ma l'impatto sull'inflazione fu trascurabile. Infatti, la Banca aveva un'influenza limitata sull'offerta di moneta e le transazioni delle country banks (appena una dozzina) non potevano avere effetti significativi (Doubleday, 1847), a differenza di quanto sarebbe accaduto durante le guerre napoleoniche.

Mentre in Gran Bretagna gli effetti sull'inflazione erano contenuti e in gran parte dipendenti dai raccolti, nelle Tredici Colonie la questione era più complessa. Nelle colonie il finanziamento delle spese militari dipendeva dall'emissione di strumenti cartacei: i *bills of credit*. Introdotti nel 1690 dal Massachusetts per finanziare la guerra dei nove anni, si diffusero prima in tutto il New England e, dagli anni Venti del XVIII secolo, progressivamente nelle altre colonie; l'ultima fu la Virginia nel 1755, proprio per sostenere le spese della guerra dei sette anni (Weiss, 1970). Questi strumenti venivano emessi dalle assemblee provinciali e la legislazione coloniale prevedeva la contemporanea o futura imposizione di tributi allo scopo di ritirarli gradualmente dalla circolazione, in quanto accettati in pagamento delle imposte. I bills of credit erano considerabili all'atto pratico denaro fiduciario. Sebbene i tesoriери coloniali acconsentissero in diversi casi di convertirli in conio, la legislazione (ad eccezione del Maryland) raramente specificava se il portatore vantasse un diritto vincolante per reclamare una somma equivalente in moneta metallica. In diversi casi i tesoriери erano impossibilitati a esaudire le richieste del pubblico (*Money in the American Colonies*).

Nella prima metà del Settecento, le colonie la cui moneta cartacea si deprezzava maggiormente erano quelle al confine con i possedimenti di potenze ostili (come il Massachusetts con il Quebec francese o le due Caroline con la Florida spagnola),

mentre territori come New York o la Pennsylvania emettevano volumi minori. Il caso del New England tra il 1720 e il 1749 fu significativo. In tempo di pace, questi territori continuarono ad emettere bills of credit con un tasso di inflazione medio del 5% e una crescente diminuzione del conio in circolazione. Durante la guerra di successione austriaca la stampa di moneta cartacea fu tale che si espanse del 24% all'anno e, con la completa sparizione della moneta metallica, un'inflazione elevata divenne inevitabile: a Boston il prezzo dell'argento crebbe dell'11% ogni anno (Humpage, 2015) e l'inflazione si aggirava attorno al 35% (*Money in the American Colonies*).<sup>22</sup>

Tabella 10: CPI in Gran Bretagna e WPI a Filadelfia, Boston, New York e Charleston, 1754-65.

	Gran Bretagna	Filadelfia	Boston	New York	Charleston
1754	100	100	100	100	100
1755	102	97	98	102	99
1756	102	95	101	102	89
1757	121	100	121	101	89
1758	118	106	128	108	99
1759	111	121	147	121	129
1760	109	117	144	122	106
1761	104	107	138	119	93
1762	104	117	121	134	81
1763	111	116	114	122	98
1764	113	108	104	113	91
1765	118	109	100	111	92

Fonti: Schumpeter (1938), Wicker (1985).

La Tabella 10 riporta alcuni indici per le quattro maggiori città coloniali. Nel caso di Filadelfia, Boston e New York, il livello dei prezzi alla fine della guerra non differiva in modo eccessivo rispetto al 1754, mentre a Charleston risultava leggermente inferiore. La risalita dei prezzi proseguì fino al 1760, quando la circolazione dei bills of credit era crescente, per poi avviarsi a una deflazione progressiva.<sup>23</sup> La

<sup>22</sup>Naturalmente, queste stime vanno assunte con un grano di sale (lo stesso vale anche per gli altri dati citati in questa sezione), poiché le evidenze quantitative per l'America coloniale sono piuttosto scarse.

<sup>23</sup>Confrontare indici con composizioni e ponderazioni diverse richiede comunque prudenza. Ad esempio, secondo (Wicker, 1985) l'indice di Boston probabilmente esagera la crescita dei prezzi, essendo basato su un numero molto ristretto di beni. Un altro limite di questi indici è che,

stampa dei bills of credit era accompagnata da misure fiscali per il loro ritiro dalla circolazione, che iniziò in seguito alla resa delle forze francesi in Quebec e fu completato in gran parte entro la fine della guerra (Wicker, 1985; *Money in the American Colonies*). Secondo Wicker (1985), l'anticipazione da parte degli operatori dei tributi annunciati con l'emissione del denaro cartaceo ridusse lo stimolo alla spesa e rallentò la spinta inflazionistica. Inoltre, secondo Humpage (2015), l'impegno delle amministrazioni al ritiro garantì la fiducia del pubblico e il sostegno al valore del mezzo di pagamento. Quando invece i governi coloniali non erano in grado di gestire in maniera adeguata la moneta cartacea, come nel caso del New England nel 1740-49, il pubblico si mostrava riluttante al suo utilizzo, preferendo il conio e accelerandone la svalutazione.

Per concludere, è chiaro che l'esperienza inflativa nelle Tredici Colonie avesse una specifica connotazione fiscale. Se all'inizio del XVIII secolo il governo britannico considerava con favore la cartamoneta coloniale (sosteneva che favorisse il commercio), dopo la guerra dei sette anni decise di limitarne la diffusione, estendendo alle colonie centrali e meridionali le limitazioni imposte al New England nel 1751 (Humpage, 2015). Il Currency Act del 1764 non proibiva l'uso del denaro cartaceo nelle transazioni private, ma vietava ulteriori leggi che rendevano il denaro cartaceo a corso legale e richiedeva il ritiro di quello esistente entro le scadenze appropriate. Il Currency Act fu una tra le misure che, dopo la guerra, contribuì alla rottura dei rapporti tra i coloni e la Corona (Sosin, 1964).

### **3.1.3 Le spese per l'impero e la guerra di indipendenza americana**

Le passività ereditate dalla guerra dei sette anni posero la Gran Bretagna di fronte a problemi analoghi a quelli dei conflitti precedenti. Il monumentale debito accumulato costrinse il governo a mantenere invariata la tassazione per diversi anni. Avendo eliminato la minaccia francese, il Parlamento ritenne che il conflitto fosse stato combattuto principalmente a beneficio dei sudditi nelle colonie ed emerse la questione della condivisione dei costi per la difesa dell'impero. Durante la guerra la madrepatria aveva speso £7,9 milioni, da aggiungere ai rimorsi parlamentari, mentre le amministrazioni coloniali avevano sostenuto oneri netti per £1,5 milioni. Nel 1763 il Parlamento stimò una spesa annua di £320000 per la costituzione di un esercito permanente a difesa dell'America settentrionale e delle Indie Occidentali,

---

nonostante facciano riferimento alle città maggiori, rappresentano una realtà minoritaria. Infatti, si stima che attorno al 1770 solo il 4,6% della popolazione delle Tredici Colonie vivesse in centri urbani (Wells, 1992).

venticinque volte i fondi del 1749-55 (Rabushka, 2008). Sulla base del loro limitato contributo, il governo di Londra maturò la necessità di tassare maggiormente le Tredici Colonie.

Queste erano una delle aree meno tassate dell'impero britannico, con un fardello pro capite pari in media al 3% rispetto alla madrepatria, e godevano di una buona autonomia fiscale.<sup>24</sup> Nonostante gli esattori fossero nominalmente funzionari del re e la raccolta fosse trasferita al revisore regio, le assemblee locali avevano il potere di controllare la destinazione del gettito e determinare le aliquote dei tributi interni, che presentavano notevoli differenze regionali.<sup>25</sup> Gran parte delle imposte era applicata al consumo e al commercio con Londra, e le tasse di origine parlamentare erano principalmente dazi sull'importazione di beni inglesi (Reid, 1978).

Le politiche fiscali che in seguito portarono alla Rivoluzione Americana sono piuttosto note. Per raccogliere i fondi necessari alla difesa dell'impero, il governo di George Grenville promulgò lo Sugar Act (1764), che modificava le tariffe preesistenti su diversi prodotti coloniali (zucchero, vino, liquori, caffè). Nel 1765 venne approvato lo Stamp Act, che imponeva l'acquisto di carta timbrata fabbricata in Inghilterra per documenti legali, giornali, libri e carte da gioco. Entrambi i tributi accesero furiose opposizioni tra i coloni, Grenville fu costretto alle dimissioni, ed entrambe le leggi furono abrogate dopo un anno (Oats e Sadler, 2008). Nel 1767, il Parlamento approvò i Townshend Acts, imponendo dazi su una vasta gamma di prodotti, tra cui vetro, metalli e tè. L'opposizione fu tale che anche queste leggi vennero abolite entro il 1770. Solo il tributo sul tè rimase in vigore, in quanto il Parlamento era determinato a far valere il suo ruolo di autorità suprema su tutto l'impero. Infatti, il Declaratory Act affermava il potere di Westminster di legiferare sulle colonie in qualunque modo (Chaffin, 1970).<sup>26</sup> L'opposizione dei coloni alle tasse non fu determinato solo dalla non rappresentazione politica a Londra, ma anche dalle condizioni economiche. Infatti, dopo la guerra dei sette anni, la riduzione delle spese della madrepatria causò un rallentamento dell'attività economica, aggravato da una fuoriuscita di metallo prezioso, dovuta a un influsso di beni in-

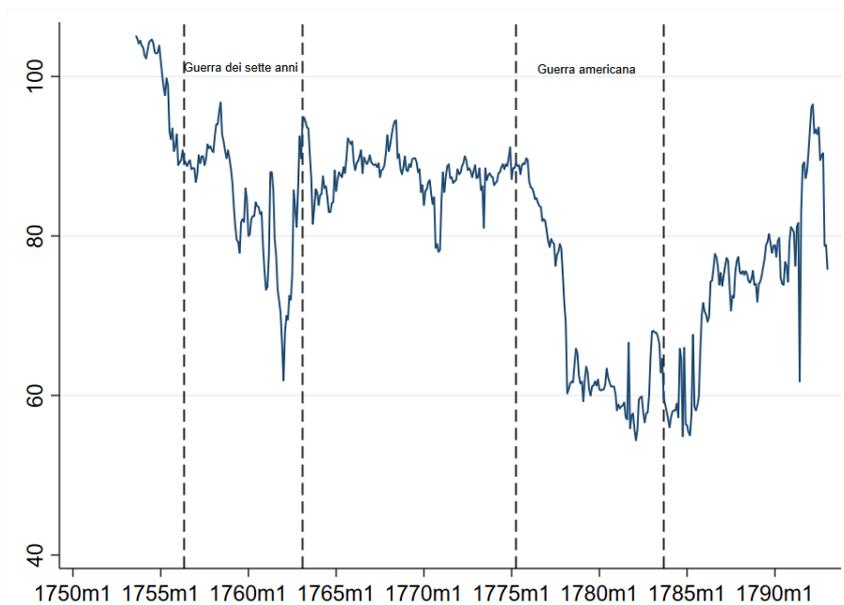
---

<sup>24</sup>Per esempio, attorno al 1764-65 in Virginia il gettito pro capite si attestava sui 5 pence, in Maryland e Pennsylvania uno scellino, mentre in Gran Bretagna 26 scellini (Reid, 1978). Anche i contribuenti del Massachusetts e della South Carolina (le colonie più tassate) subivano un fardello marginale rispetto alla madrepatria.

<sup>25</sup>Per esempio, la poll tax accomunava tutte le colonie, la tassa sugli schiavi era presente in quelle meridionali, le imposte su bestiame o denaro in cassa erano diffuse nel New England. Inoltre, sempre nel New England si sviluppò anche un'imposta sul prodotto agricolo e la qualità del terreno (Kozuh, 1983). Nel complesso ogni colonia, ad eccezione della Pennsylvania godeva di esenzioni generose allo scopo di attrarre nuovi coloni.

<sup>26</sup>Il Tesoro stimò introiti complessivi dallo Sugar, Stamp e Townshend Acts per £2 milioni, ma alla fine la raccolta effettiva fu di appena £343000 (Rabushka, 2008).

Figura 1: Prezzo mensile dei Consols, agosto 1753-dicembre 1792.



Fonte: Bank of England.

glesì, che produsse notevoli difficoltà nel pagamento dei debiti commerciali (Lynd e Waldstreicher, 2011). Un'altra crisi fu innescata dal Tea Act (1773), che consentì a East India Company di importare il tè a un prezzo dimezzato rispetto a quello di mercato (e inferiore a quello di contrabbando), e di entrare così in uno dei settori più redditizi delle Tredici Colonie. L'evento simbolo della rottura tra la Corona e le colonie fu il successivo Boston Tea Party. Entro due anni sarebbe iniziata la rivolta armata contro la madrepatria (Rabushka, 2008; Dickinson, 2010).

La guerra di indipendenza americana richiese una quantità di fondi impressionante e fu un evento cruciale nell'esplosione del debito pubblico. L'escalation dei costi dipese dall'estensione geografica, quindi il rifornimento su lunghe distanze, e dall'entrata in guerra di altre potenze. Infatti, il costo annuale si espanse considerevolmente dal 1778, quando la Francia, seguita dalla Spagna nel 1779, intervenne in soccorso dei ribelli. Il conflitto si tramutò nelle fasi finali in un intenso scontro navale e le spese annuali della marina superarono i £10 milioni. Le dinamiche dei costi furono molto simili alla guerra del 1756-63.

La raccolta dei finanziamenti, però, fu molto più travagliata. Come mostrato in Figura 1, i Consols erano quotati ben al di sotto del valore nominale e del livello della guerra dei sette anni, con un prezzo medio di £68,5 (rendimento effettivo del 4,5%) tra l'aprile 1775 e il settembre 1783. La caduta di quasi venti punti del 1778 è riconducibile all'entrata in guerra della Francia (Brown et al., 2004), con il

minimo storico raggiunto nel 1782 (£54,4). Anche le rendite al 4%, il finanziamento alternativo più comune ai Consols, subirono sconti molto significativi (Sinclair, 1790). Di conseguenza, la differenza tra l'indebitamento effettivo e quanto incassato fu significativa: a fronte di emissioni nominali di passività a lungo termine per £115 milioni, il Tesoro ne ricevette circa 92. La vendita sotto la pari complicò anche le operazioni di rifinanziamento del debito a breve termine avvenuto immediatamente dopo il conflitto (Parliamentary Papers; 1898).

Per far fronte alla carenza di fondi, il governo di Lord North fece ricorso, con molta meno parsimonia rispetto al 1756-63, a incentivi onerosi come rendite irredimibili aggiuntive, soprattutto negli anni in cui il conflitto volgeva a sfavore degli inglesi. Per esempio, nel 1782 per ogni £100 sottoscritte vennero accreditati un Consol, £50 in rendita annua al 4%, una Long Annuity con scadenza dopo 78 anni e diverse agevolazioni per partecipare alle lotterie (Grellier, 1799).

## 3.2 Lo stato delle finanze e le riforme di Pitt

### 3.2.1 Le riforme fiscali

La sconfitta di Yorktown si rivelò fatale per il governo di Lord North, che si dimise dal suo incarico l'anno seguente. Nel 1783 si insediò a Downing Street un ventiquattrenne, William Pitt il Giovane. La sua investitura a primo ministro era circondata da un clima di costernazione sullo stato delle finanze pubbliche. Il Parlamento non era certo estraneo alle arringhe dei deputati di opposizione che contestavano la sostenibilità del sistema in tempo di guerra, ma questa volta i timori accomunavano tutta la classe politica e l'opinione pubblica. Nel suo resoconto Sinclair (1790, p. 93-94) scrive: «there is hardly a period, since the revolution, in which as great apprehensions are not entertained of the stability of the funds, and as loud complaints made of the intolerable weight of taxes, as at the present hours».

In effetti, le preoccupazioni sul quadro dei conti non erano del tutto infondate. La crescita del debito nel corso della Guerra d'Indipendenza Americana era stata così rapida che, alla firma della Pace di Parigi, il Tesoro non era in grado di accertarne con buona precisione il volume, comunicando al Parlamento che il suo valore nominale si attestava approssimativamente tra i 238 e il 290 milioni. Il servizio annuo del debito, prossimo a 10 milioni, eccedeva per la prima volta di almeno il 50% il gettito delle accise, la categoria di imposte più redditizia, mentre gli introiti delle dogane languivano a causa della riduzione dei traffici commerciali incorsa durante la guerra.

Il sistema fiscale era cruciale per la Gran Bretagna nella lotta con la Francia, ma il susseguirsi delle grandi guerre e di tentativi timidi di riforma ne fece emergere le mancanze. In particolare, durante la guerra americana il governo North dovette convivere, da una parte, con la difficoltà di estrarre un gettito stabile dalle imposte che richiedevano una qualche forma di accertamento della ricchezza o dei consumi individuali, dall'altra con un sistema fiscale bisognoso di riforme amministrative. Infatti, al netto dell'aumento delle tariffe richiesto dallo sforzo bellico, era evidente il progressivo decadimento del gettito dei tributi esistenti e che l'introduzione di nuove imposte avrebbe dato scarsi risultati senza una riforma strutturale dell'apparato amministrativo (Ward, 1952). Inoltre, le entrate delle dogane risentivano del fiorente contrabbando sulla Manica, diventato un fenomeno endemico, soprattutto per il tè e gli alcolici francesi, le importazioni sottoposte alle tariffe più aggressive (Rosenberger, 2020). Nel 1784, un'indagine parlamentare stimò che appena il 42% del tè e il 14% del brandy consumati in Gran Bretagna erano sottoposti a regolare dazio, generando approssimativamente perdite annue di 2 milioni, circa il 13% del reddito dello stato (Ashworth, 2003; Warkentin, 1908).

Consapevole della situazione finanziaria del paese, Pitt pose al centro della sua agenda politica una serie di riforme volte ad appianare i problemi che avevano afflitto i suoi predecessori. Il primo provvedimento per accelerare la formazione del surplus di bilancio fu piuttosto convenzionale, innalzando le aliquote su un ampio ventaglio di prodotti domestici, beni di lusso, atti e licenze (Jeffrey-Cook, 2010). Contestualmente, poiché le tariffe elevate favorivano i canali illeciti del commercio, il dazio sull'importazione di tè venne ridotto dall'opprimente livello del 119% al 12,5% ad valorem.

La misura di maggior successo nel risollevarne gli introiti delle dogane nei primi anni del governo Pitt fu senza dubbio il trattato commerciale siglato con la Francia nel 1786, che rappresentava un punto di rottura con la precedente prassi mercantilista dei due paesi, segnata da politiche altamente protezionistiche.<sup>27</sup> Tradizionalmente, i francesi contenevano le importazioni di beni stranieri su quote marginali per permettere alla manifattura e all'agricoltura nazionale di monopolizzare di fatto il mercato domestico, e le politiche di navigazione, in accordo con quelle coloniali, escludevano il più possibile il naviglio straniero dal commercio tra la Francia e il

---

<sup>27</sup>Il progetto di un trattato commerciale anglo-francese non era un'idea originale del governo Pitt. Francia e Gran Bretagna formalizzarono l'impegno a concludere un accordo di scambio con la Pace di Parigi (1783). Le negoziazioni furono rimandate per quasi tre anni a causa dell'instabilità dei governi di William Petty e William Henry Cavendish-Bentinck, sorti dopo le dimissioni di North (Henderson, 1957). Nel 1785, il ministro delle finanze di Luigi XVI, Charles Alexandre de Calonne, aumentò i dazi sulle merci britanniche allo scopo di richiamare l'attenzione di Londra sulla necessità di un trattato (Pugh, 1939).

resto del mondo. Allo stesso modo, i britannici preservavano i loro codici di navigazione, bandendo totalmente alcuni beni francesi dal mercato nazionale, daziando pesantemente le altre importazioni e vietando l'esportazione di tecnologie produttive (Henderson, 1957). Sebbene su entrambe le sponde della Manica non mancassero opposizioni a una maggiore liberalizzazione nei confronti dei vecchi nemici, il sostegno all'accordo si basava sull'eventuale rivitalizzazione degli introiti fiscali sulle importazioni, derivanti dall'abbattimento dei dazi e la conseguente espansione del traffico commerciale e riduzione del contrabbando. Inoltre, in Gran Bretagna era ormai presente una crescente cerchia di capitalisti, in particolare i produttori di cotone, ben consapevoli degli svantaggi dei dazi elevati e che esercitavano pressioni sul governo per la revoca delle tariffe sulle materie prime importate (Warkentin, 1908); mentre in Francia Charles Gravier, ministro degli esteri, insisteva sull'importanza del trattato per risparmiare il regno dalla bancarotta. Il trattato prevedeva l'imposizione di una soglia massima ai dazi su beni come metalli e tessuti e la riduzione delle tariffe sugli alcolici a un livello compatibile con quello applicato sulle importazioni provenienti da paesi con cui le controparti intrattenevano rapporti commerciali privilegiati (Henderson, 1957).

Per appianare le inefficienze amministrative, scoraggiare le frodi e migliorare la riscossione, la gestione dell'apparato tributario venne in parte riformata attraverso operazioni di consolidamento. Nel 1784 i tributi esistenti che richiedevano accertamenti individuali (carrozze, cavalli da tiro e da corsa, servitù) furono riorganizzati in una categoria specifica di imposte, note come *assessed taxes*, la cui amministrazione venne trasferita al Tax Office, che già si occupava della raccolta di Land e Window Tax (Jeffery-Cook, 2010). Sotto il governo di Pitt, la qualità e la quantità dei funzionari del Board of Taxes migliorò notevolmente, segnando un declino significativo nel rapporto tra gli insoluti e le entrate totali (O'Brien, 1967).

Il trattato anglo-francese fornì l'occasione per un ulteriore efficientamento del fisco, raccomandato dal Committee on Public Accounts. Infatti, nel 1787 l'intricato sistema di rimborsi e un'ampia gamma di accise, dazi e imposte di bollo, il cui gettito era raccolto in ben 103 fondi separati sconvenienti per i commercianti e difficili da controllare per gli esattori, vennero sostituiti con tariffe singole su ogni prodotto. Il gettito di tutte le imposte indirette fu così convogliato in un unico fondo consolidato più agevole da amministrare.

### 3.2.2 Il Sinking Fund

Le riforme di Pitt per riportare ordine nelle finanze del regno rispondevano all'obiettivo prioritario di ridurre il debito pubblico, il cui contenimento accentrava il

dibattito politico. Dopo la guerra americana, tra gli ambienti di governo tornò alla ribalta l'idea di un sinking fund per il riscatto delle obbligazioni circolanti; nulla di nuovo o particolarmente originale di per sé, essendo stato costituito, come abbiamo visto, da Walpole dopo la Guerra di Successione Spagnola. Il fondo di Walpole continuò ad operare ben oltre la scomparsa del suo creatore, ma il suo contributo al riassorbimento del debito fu piuttosto limitato nel lungo periodo, anche al netto dell'espansione delle passività in tempo di guerra. David Ricardo stimò che nella lunga pace tra il Trattato di Utrecht e la Guerra di Successione Austriaca, rientrano circa 8 milioni di sterline (Capps, 1859), e secondo Sinclair (1790), 24 milioni in obbligazioni finanziate tra il 1723 e il 1775. Il difetto principale del fondo di Walpole fu la progressiva diversione del capitale accumulato verso esigenze diverse dal riscatto dei titoli pubblici. Ad esempio, nel 1733 furono prelevate dal fondo 500000 sterline per coprire le spese per interessi dopo la riduzione della Land Tax e nel 1734 altri 1,2 milioni per lo stesso scopo. Successivamente, i governi attinsero sempre più spesso alle risorse del sinking fund per il servizio annuo delle obbligazioni, la copertura di parte delle spese militari o l'anticipazione del gettito di alcune imposte e, a partire dal 1776, fu perpetuato solo pro forma dall'Exchequer (Hamilton, 1813).

Nel maggio 1786 il Parlamento e il re approvarono la riforma del Sinking Fund di Pitt. Il primo ministro basò il suo disegno di legge sull'ultimo di tre progetti presentati su sua richiesta da Richard Price, uno degli economisti più influenti dell'epoca. Price suggerì lo stanziamento di un milione di sterline annue tramite surplus di bilancio in un fondo a capitalizzazione composta, alimentato dal gettito delle tasse precedentemente assegnato alla copertura della spesa per interessi; nessuna conversione dei titoli sarebbe stata necessaria, tantomeno un aumento sostanziale della tassazione. Con una pressione fiscale già elevata per il tempo di pace forti aumenti delle imposte sarebbero state politicamente difficili da approvare, quindi quest'ultimo punto fu cruciale nella scelta del governo. Secondo le stime di Price, il fondo avrebbe potuto riscattare 126 milioni in obbligazioni circolanti entro quarant'anni (Cone, 1951).

Il Sinking Fund di Pitt era strutturato nel seguente modo. L'Exchequer distribuiva il capitale annuo di un milione con cadenza trimestrale a un gruppo di funzionari, il Board of Commissioners, incaricati di acquistare a prezzo di mercato le rendite in circolazione nel momento considerato più opportuno. L'ammontare del fondo veniva capitalizzato dagli interessi dovuti sui titoli riscattati, così da accelerare le operazioni, fino al raggiungimento di un totale di 4 milioni, oltre il quale l'accumulo degli interessi sarebbe cessato e il debito sarebbe stato semplicemente cancellato una volta riacquistato dai funzionari (O'Brien, 2008). Per assicurare l'inviolabilità dello

scopo del Sinking Fund anche per i governi futuri, a differenza di quanto accaduto a quello di Walpole, il Board of Commissioners, a eccezione del Cancelliere dello Scacchiere (lo stesso Pitt), fu composto da funzionari non governativi (Cone, 1951).

Nel 1792, il sistema venne riformato con un incremento annuale al fondo originario di 200000 sterline. Nello stesso anno fu istituito il New Sinking Fund per provvedere al rimborso sistematico di qualsiasi debito futuro. Per ogni nuovo prestito, l'1% del capitale nominale o un gettito fiscale equivalente sarebbe stato versato nel fondo di ammortamento, che avrebbe rimborsato questi prestiti entro un periodo di quarantacinque anni dalla loro creazione (Cooper, 1982).

### 3.3 La prima fase delle guerre rivoluzionarie

Le prospettive di una pace duratura si infransero con la Rivoluzione Francese. L'Assemblea Nazionale dichiarò guerra ad Austria e Prussia nell'aprile 1792, dando inizio all'invasione dei Paesi Bassi Austriaci e alle guerre rivoluzionarie. Nel gennaio 1793 Luigi XVI venne giustiziato e il 1° febbraio la Gran Bretagna entrò nel conflitto, che durò fino al 1815. Lo scontro tra la Francia, prima rivoluzionaria e poi napoleonica, e la Gran Bretagna fu allo stesso tempo l'atto finale della loro lotta secolare e un'esperienza completamente nuova, su un diverso ordine di grandezza. Mentre in precedenza la Gran Bretagna aveva combattuto soprattutto sugli oceani e nelle colonie, le guerre del 1793-1815 furono percepite come una minaccia all'ordine costituito, ai diritti di proprietà e ai privilegi nelle isole britanniche (O'Brien e Palma, 2019). Sette costose coalizioni (solo le ultime due con pieno successo) furono necessarie per arrivare alla pace. Tra il 1793 e il 1815 la Gran Bretagna spese circa 1657 milioni di sterline, più del doppio della somma di tutti i conflitti del periodo 1689-1783 (Dickson, 1967). Il debito pubblico, che il governo di Pitt si era impegnato a ridurre, passò da 274 a 893 milioni. Emersero nuovi sviluppi tributari e monetari, con una tassazione per la prima volta incisiva sui redditi e sulla ricchezza, e la sperimentazione della moneta fiduciaria. Inoltre, si assistette a un'insolita e significativa crescita del livello dei prezzi, anche se non galoppante.

Gli eventi della Rivoluzione preoccupavano le monarchie europee, ma fino al 1792 Pitt fece ogni sforzo per rimanere neutrale, dato che la priorità del governo erano la conservazione di uno stabile surplus di bilancio e il mantenimento in funzione Sinking Fund. Nonostante la Convenzione avesse dichiarato la *levée en masse* nell'agosto 1793, il Parlamento riteneva che la guerra sarebbe durata relativamente poco a causa delle difficoltà finanziarie francesi. In effetti, il governo rivoluzionario non ripudiò le obbligazioni della monarchia assoluta e si dimostrò incapace di estrarre un gettito

adeguato, precipitato a 259 milioni di lire tornesi, un mezzo rispetto alle entrate degli ultimi anni dell'antico regime (White, 1995).

Sulla base di queste aspettative, il finanziamento bellico inglese nella prima coalizione (1793-97) si tenne in modo convenzionale: spese finanziate da grandi prestiti, incremento della tassazione a copertura degli interessi annui, sussidi e prestiti agli alleati. Un indebitamento medio annuo di 28,6 milioni di sterline accumulava passività a un tasso molto maggiore di quanto il Sinking Fund riusciva a riassorbire. Il flusso di sterline destinato ai coalizzati iniziò subito, con sovvenzioni a titolo gratuito ai principati tedeschi, al Piemonte e, soprattutto, ai prussiani. Vennero create imposte aggiuntive sui beni ad uso delle classi agiate (parrucche, orologi, animali domestici, armi), completando il quadro delle assessed tax, che sarebbe rimasto quasi invariato fino all'età vittoriana. Seguirono tributi più stringenti sui beni consumati in massa (vino, liquori, tè, prodotti coloniali) e numerose imposte di bollo (Jeffrey-Cook, 2010). Il Sinking Fund continuò comunque ad operare in maniera efficiente, rimborsando fino a 25 milioni del debito prebellico entro il 1799 (Cooper, 1982).

Tuttavia, la strategia finanziaria tradizionale si mostrò insostenibile entro pochi anni. Già nel 1793, quando l'ammontare dei prestiti richiesti dal Tesoro era ancora contenuto, il prezzo dei Consols, risalito durante la pace a 95 grazie agli acquisti del fondo di ammortamento, si ridusse a 75, per poi precipitare a 65 l'anno seguente con le vittorie delle armate rivoluzionarie. A causa della discesa sotto la pari, alla fine del 1801, a fronte di un aumento del capitale nominale del debito finanziato di 272 milioni, gli incassi effettivi si attestavano a 202 (Andréadès, 1966). Per cercare di aggirare il problema il Tesoro cercò di emettere rendite al 4%, in quanto soggette a un deprezzamento minore. Furono avanzate due argomentazioni a favore di rendite con cedola maggiore. Primo, generavano un vincolo di responsabilità del governo verso la rettitudine fiscale per onorarne il servizio. Secondo, visto che tali titoli sembravano sovra-reagire alle nuove informazioni sugli eventi militari, il loro premio era maggiore rispetto ai Consols, quindi il Tesoro avrebbe potuto profittare di un'eventuale riconversione postbellica come accaduto con Pelham (Antipa e Chamley, 2017). Il pubblico e i monied men della City, però, osteggiarono l'iniziativa e i Consols restarono l'obbligazione principe anche durante le guerre napoleoniche (O'Brien, 1967).<sup>28</sup> L'emissione sotto la pari fu una caratteristica costante per tutto il conflitto; se all'inizio il Parlamento si aspettava una guerra breve, lo stesso non si può dire per il mercato.

---

<sup>28</sup>I Consols costituivano il 79% del debito nominale a lungo termine emesso tra il 1794 e il 1816; le rendite al 4% solo il 5% (O'Brien, 1967).

## 3.4 La sospensione della convertibilità

### 3.4.1 Il drenaggio dell'oro e il Bank Restriction Act

Nelle fasi iniziali delle guerre rivoluzionarie Bank of England continuò ad operare come da prassi, assicurando la convertibilità delle sue banconote in metallo prezioso, ma le campagne della prima coalizione posero forti pressioni sul suo bilancio. A partire dal 1795, l'afflusso di capitali e metallo prezioso, giunto a Londra per sfuggire alle confische e ai controlli imposti dal Terrore, invertì la sua rotta in seguito all'abbandono del denaro cartaceo in Francia. Le riserve auree delle banche del regno iniziarono a erodersi e quelle di Bank of England si ridussero da 6 milioni nel 1795 ad appena 2 nell'agosto 1796, con un'equivalente diminuzione delle banconote in circolazione (Duryea, 2010). Il governatore della Banca notificò a Pitt la difficoltà nel continuare a soddisfare le richieste del governo, in quanto il drenaggio d'oro venne aggravato dal trasferimento dei sussidi agli alleati continentali, dalle richieste delle forze armate, dalle grandi importazioni di grano in risposta a un'ondata di raccolti molto carenti (McGowen, 2005). Le banche del paese erano pericolosamente esposte al rischio di una corsa agli sportelli.

L'avvistamento della flotta francese al largo delle coste britanniche generò una crescente tesaurizzazione della moneta metallica (Chadha e Newby, 2013) e il 22 febbraio 1797 il tentativo di sbarco a Fishguard, Galles, scatenò il panico bancario.<sup>29</sup> La corsa agli sportelli iniziò presso le banche di Newcastle, molte delle quali si dichiararono insolventi, si diffuse tra le country banks dell'Inghilterra settentrionale e in pochi giorni raggiunse Londra tra le voci di un'invasione. Il prezzo dei Consols precipitò a 50, mentre Bank of England subì un drenaggio di un milione di sterline in oro dalle proprie riserve in meno di una settimana (Antipa e Chamley, 2017). Il 27 febbraio il Privy Council ordinò alla Banca di sospendere la conversione delle banconote in metallo prezioso. La Corona e il governo si premurarono subito di rassicurare il pubblico e la Banca dichiarò che il buono stato degli affari avrebbe garantito la sua solvibilità. In aggiunta, un vasto gruppo di monied men della City e notabili londinesi dichiararono di impegnarsi ad accettare a pieno valore le banconote della Banca in pagamento dei crediti loro dovuti (Andréadès, 1966). In maggio, il Parlamento approvò la decisione con il Bank Restriction Act. Inizialmente prevista per durare un solo anno, venne stabilito che la sospensione della convertibilità sarebbe

---

<sup>29</sup>La paura di un'invasione francese iniziò a diffondersi nei mesi precedenti. Il 21 dicembre 1796 la flotta francese stazionò a Bantry Bay, in Irlanda, per due settimane quasi indisturbata. Con il raid di Fishguard, il Direttorio mirava a creare sfiducia verso il governo di Londra e tumulti, così da facilitare un'eventuale invasione futura (Shin, 2015).

stata mantenuta fino al raggiungimento di una pace duratura, salvando la Banca dall'insolvenza (O'Brien e Palma, 2019). Alla fine, la convertibilità della sterlina fu ripristinata nel maggio 1821.

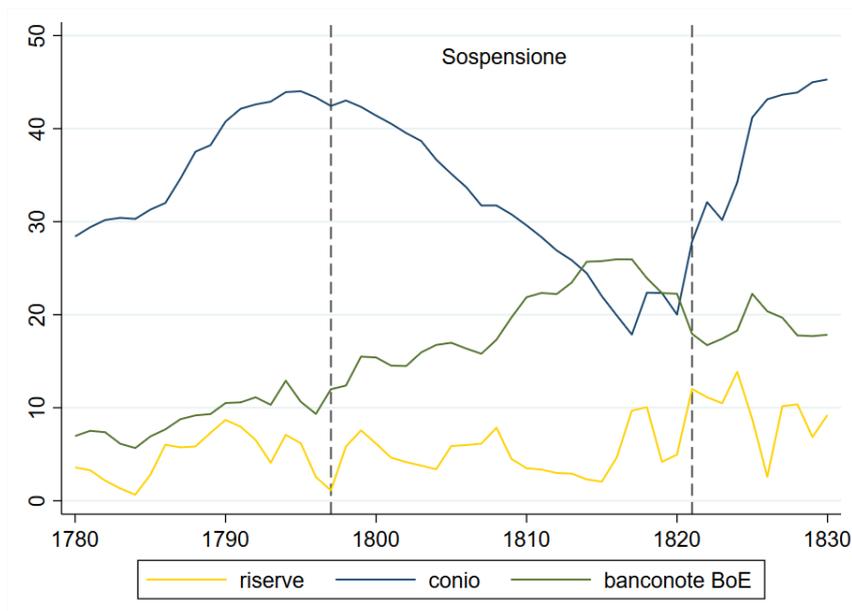
Separando il valore facciale delle banconote dal controvalore in metallo prezioso, il governo applicava ciò che Bordo e White (1991) definiscono come *contingent gold standard*. In condizioni *normali* -l'esperienza storica precedente al Bank Restriction Act- la Banca si impegnava a garantire che le banconote fossero pagabili a vista in metallo prezioso, mentre in condizioni anomale, come una grande guerra, il legame con le riserve auree veniva sospeso. La deviazione dal normale regime era considerata contingente in quanto il pubblico si aspettava (o aveva la garanzia) che, superato il conflitto e un successivo periodo di aggiustamento, la Banca e il governo avrebbero ristabilito la convertibilità del denaro cartaceo.

### 3.4.2 L'emissione di denaro cartaceo

Durante la sospensione della convertibilità, l'emissione di denaro cartaceo non era incondizionata o prefissata secondo ordini governativi, ma legata allo sconto delle cambiali commerciali, secondo la *real bills doctrine*. Semplicemente, un commerciante che emetteva una cambiale a breve termine attestante la vendita (futura o in corso) di beni o servizi, poteva cederla alla Banca. L'istituto acquistava la cambiale al valore attuale scontato emettendo una somma equivalente in banconote. Quando la cambiale giungeva a scadenza o i beni rappresentati dalla stessa venivano effettivamente scambiati, la Banca ne riscuoteva l'importo e la quantità di denaro in circolazione si regolava di conseguenza.

In altri termini, tale procedura collegava la circolazione della sterlina cartacea alla produzione attraverso lo sconto di titoli di credito commerciale sicuri a breve termine, in modo che la produzione creasse «i propri mezzi di finanziamento e che il denaro si adattasse passivamente alle legittime esigenze del commercio» (Humphrey, 1982; p. 3). Una caratteristica fondamentale derivava dal fatto che non era richiesta alcuna particolare regolamentazione del governo sull'offerta di moneta cartacea, basandosi di fatto sulle forze di mercato per prevenire un'emissione eccessiva di moneta (Sargent e Wallace, 1982). Infatti, all'epoca i sostenitori della sospensione della convertibilità argomentavano che l'erogazione di banconote garantita dalla produzione di beni e servizi reali non potesse diventare eccessiva essendo le richieste del settore commerciale limitate e che, almeno nel lungo periodo, le banconote in eccesso sarebbero automaticamente tornate all'emittente (Humphrey, 1982; Green, 1989). Sulle possibili implicazioni inflazionistiche torneremo in seguito; per il momento ci concentriamo sulle dinamiche dell'offerta di moneta durante la sospensione.

Figura 2: Riserve auree, banconote e conio in circolazione, 1780-1830.



Fonte: Bank of England.

La Figura 2 mostra la circolazione del conio, delle banconote di Bank of England, assieme alle sue riserve auree. Mentre i volumi relativi alla Banca sono precisi, trattandosi di voci di bilancio, le stime per la moneta metallica sono molto approssimative, ma rendono comunque l'idea delle oscillazioni di lungo periodo. Alla fine del XVIII secolo, l'economia monetaria inglese era dominata dal conio. Le lettere di cambio, per quanto utilizzate in ambito mercantile e facilmente convertibili, rappresentavano una frazione consistente dell'offerta di moneta in aree limitate del regno e i depositi bancari venivano utilizzati poco come mezzo di pagamento al di fuori delle città maggiori (O'Brien e Palma, 2019). Le banconote non erano molto diffuse nelle transazioni comuni, nella vendita al dettaglio o nella retribuzione del lavoro, perché di taglio troppo elevato (almeno £10) (Quinn, 2008). Inoltre, fino allo scoppio delle guerre rivoluzionarie, il valore delle banconote della Banca eccedeva in misura contenuta il valore delle riserve auree.

Dal 1797, la circolazione del conio declinò in modo deciso e costante, raggiungendo il minimo nel biennio successivo a Waterloo. La moneta metallica venne progressivamente sostituita da quella cartacea e, per compensare la tesaurizzazione e il deposito del conio, a Bank of England fu concesso di emettere banconote con taglio inferiore a £5;<sup>30</sup> un privilegio esteso anche alle country banks fino al 1829

<sup>30</sup>Un problema dei biglietti di piccolo taglio era la facile contraffazione, vista la semplicità dello strumento, «scarcely more than a printed form with a number, a date and a clerk's signature» (McGowen, 2005; p. 85).

(Silberling, 1919). La crescita delle banconote di Bank of England fu nel complesso moderata lungo la sospensione, con una media annuale del 3%. La crescita marcata del 1798-1800 era legata al maggiore sconto delle cambiali per rassicurare il pubblico. L'accelerazione successiva del 1808-10, invece, era dovuta a nuove opportunità commerciali emerse in Spagna e nelle sue colonie americane, in seguito alle insurrezioni antibonapartiste, e all'apertura del mercato baltico grazie alla diversione della Grande Armata verso la guerra peninsulare e la campagna di Wagram (Duffy, 1982). Entro il 1815, le sterline cartacee di Bank of England diventarono più diffuse della moneta metallica.

Tuttavia, in Figura 2 viene presentato solo un quadro parziale della diffusione dei mezzi di pagamento, perché non sono considerate le banconote delle country banks. Purtroppo non sono disponibili serie con copertura adeguata a riguardo, ma molto probabilmente la dinamica fu simile a quella di Bank of England, dato che spesso le condizioni del credito nelle contee riflettevano quelle della capitale.<sup>31</sup> Come fanno notare (O'Brien e Palma, 2019), nel 1793 il volume dei biglietti delle country banks era prossimo a quello della Banca e nel 1815 forse superiore. L'espansione della sterlina di carta fu accelerata dal moltiplicarsi degli istituti bancari. Nel 1750 operava nelle contee appena una dozzina di banche e il loro numero crebbe in ondate successive, soprattutto durante le guerre napoleoniche, fino a 230 nel 1797 e almeno 700 nel 1810 (Quinn, 2008). Questo contribuì anche ad espandere il raggio d'azione delle banconote di Bank of England lontano da Londra e ad aumentare la sua influenza indiretta sul sistema bancario del regno, vista la convertibilità delle sterline stampate dalle country banks e la dipendenza delle loro riserve dai depositi metropolitani (Duffy, 1982; Duryea, 2010).

Una volta ristabilita la convertibilità nel maggio 1821, la moneta metallica tornò ai livelli di fine Settecento in pochi anni, senza però la stessa preponderanza sull'offerta di moneta. Con la sospensione, il pubblico ormai aveva imparato a familiarizzare con la sterlina di carta anche per le transazioni ordinarie. Un atto del Parlamento del 1811 rese le banconote di Bank of England moneta a corso legale di fatto (Chadha e Newby, 2013) e, in seguito a un periodo di aggiustamento dopo il 1815, esse si stabilizzarono a un rapporto sul conio doppio rispetto al livello prebellico che sarebbe rimasto stabile fino a metà dell'Ottocento (O'Brien e Palma, 2019).

---

<sup>31</sup>Serie sull'emissione di banconote delle country banks esistono solo in forma saltuaria e irregolare dal 1804, quando furono introdotte le imposte di bollo sul denaro cartaceo (Chadha e Newby, 2013). Silberling (1919, pp. 293-94) presenta alcune serie sui biglietti da £1 e £5, con un totale stampato di £116 milioni nel periodo 1805-25. Gent (2016, p. 310) riporta le stime dei contemporanei sulla circolazione che attestano un totale tra 15 e 22 milioni nel 1811-18.

## 3.5 Tasse e deficit: vecchi e nuovi metodi per finanziare la guerra

### 3.5.1 Verso la tassazione della ricchezza

La sospensione della convertibilità non fu l'unica deviazione dalle politiche tradizionali del XVIII secolo. Nel 1798 era ormai evidente che la guerra sarebbe durata molto più a lungo del previsto. Napoleone aveva completato con successo la campagna d'Italia, il Direttorio organizzava la spedizione in Egitto e ben presto venne organizzata una seconda coalizione. Quindi, Pitt convinse il Parlamento ad adottare una strategia diversa per finanziare il conflitto. Temendo di erodere la base fiscale continuando a fare quasi esclusivamente affidamento alle imposte indirette per finanziare il debito e parte delle spese militari, il governo orientò la politica fiscale verso una tassazione diretta più incisiva.

Il primo passo fu l'introduzione del Triple Assessment nel 1798. L'imposta veniva calcolata sulle assessed taxes pagate nel 1797, considerate come livello nozionale del reddito annuo, moltiplicate per un fattore crescente a seconda dell'importo e della categoria di beni. Si distinguevano due gruppi: da tre (da qui il nome *Triple Assessment*) a cinque volte le assessed taxes pagate per i beni di lusso (carrozze, servitù, cavalli) su una scala da meno di £25 a più di £50; da un quarto a cinque volte la somma pagata su altri beni colpiti da assessed tax (tra cui finestre, immobili, animali domestici) su una scala da £1 a più di £50 (Jeffrey-Cook, 2010). In alternativa, era consentita la dichiarazione volontaria del proprio reddito annuale, in base alla quale il contribuente versava un'imposta crescente dallo 0,8 al 10% per i redditi compresi tra £60 e £200. Al di sotto delle £60 nulla era dovuto, mentre oltre £200 si applicava il prelievo massimo (Cooper, 1982).<sup>32</sup>

Lo scopo era colpire le classe più agiate, come la gentry e la borghesia cittadina, con una leggera progressività, ed escludere i redditi considerati più bassi. A differenza delle classiche imposte indirette sul consumo, essendo calcolato sulla base dei tributi riscossi in passato, il Triple Assessment avrebbe dovuto impedire la possibilità di sottrarsi all'esazione vendendo per tempo i beni sul quale veniva accertato; la passività diventata personale (O'Brien, 2007). Pitt aveva un'aspettativa ottimistica di £7 milioni annui sul gettito che il provvedimento avrebbe generato. Tuttavia, all'atto pratico il governo dovette rivedere le proprie stime in quanto furono raccolti appena £3 milioni; l'ammanco fu compensato da una proposta di Henry Addington

---

<sup>32</sup>Qui riportiamo la struttura essenziale del Triple Assessment, la cui suddivisione in scaglioni era piuttosto complessa. Per un quadro dettagliato vedi Jeffrey-Cook (2010).

per una contribuzione volontaria. Infatti, il tributo si dimostrava facile da evadere, poiché per dichiarare il proprio reddito era sufficiente una dichiarazione firmata da due testimoni, dunque l'incentivo a dichiarare un reddito appena inferiore a £60 era elevato (Duryea, 2010).

Nello stesso anno la Land Tax divenne un tributo perpetuo, così da non richiedere l'approvazione annuale del Parlamento, ed estinguibile attraverso una somma forfettaria. Tale somma, che esonerava in futuro il latifondista, corrispondeva a quindici anni di imposta pagabile cedendo al Sinking Fund un numero di Consols al prezzo di mercato sufficienti a produrre una rendita annua eccedente la tassa di un quinto (Pearsall, 2011). Questo espediente mirava a facilitare l'assorbimento del debito pubblico da parte del Sinking Fund, ma il contributo proveniente dalla Land Tax fu piuttosto modesto (Cooper, 1982).

### 3.5.2 L'Income Tax

Il Triple Assessment si rivelò un fallimento, ma aprì la strada alla tassazione sul reddito che il governo introdusse nel 1799 con l'Income Tax Act. La struttura era identica a quella del provvedimento precedente, con la differenza che l'Income Tax colpiva tutti redditi tra £60 e £200, senza tener conto delle assessed taxes pagate in passato o distinguere tra le fonti di provenienza del reddito stesso. La parziale progressività alleviava il fardello fiscale sui redditi considerati intermedi e l'esenzione per quelli più bassi era in accordo con i canoni morali dell'epoca (O'Brien, 2007). Per arginare l'evasione caratteristica del provvedimento del 1798, l'Income Tax richiedeva che gli esattori - i medesimi della Land Tax - svolgessero accertamenti più precisi sul reddito dei contribuenti (Cooper, 1982; Jeffrey-Cook, 2010).

In un mondo ancora culturalmente avverso a indagini, seppur rudimentali, sulla ricchezza personale, l'Income Tax fu istituita come misura temporanea per il periodo di guerra. Infatti, il governo di Addington abolì l'imposta durante la breve pace di Amiens del 1802, per poi reintrodurla nel 1803 alla ripresa delle ostilità, ribattezzandola Property Tax. Addington modificò in modo incisivo il provvedimento originale apportando due correzioni. In primo luogo, si richiedeva che l'accertamento del reddito fosse distinto tra le varie fonti: rendite terriere, immobili, interessi sul debito, profitti industriali o commerciali, redditi da lavoro. Secondariamente, le aliquote furono raddoppiate e si eliminarono diverse esenzioni previste da Pitt (O'Brien, 2007). La forza delle opposizioni delle élite del regno, assopite per un momento dalla lotta per la «defence of property» contro le armate della Rivoluzione, portò al ripudio della tassa nel 1816 dal governo di Lord Liverpool, una volta cessate le ostilità. Tuttavia, l'imposta gettò le basi per un sistema fiscale più moderno, tanto che verrà

reintrodotta da Robert Peel nel 1842. La tassa sul reddito non era certo perfetta e comunque soggetta a una certa evasione, in particolare sui profitti, dato che lo stato ne accertò un volume stabile, incompatibile con la rivoluzione industriale (O'Brien, 2007).

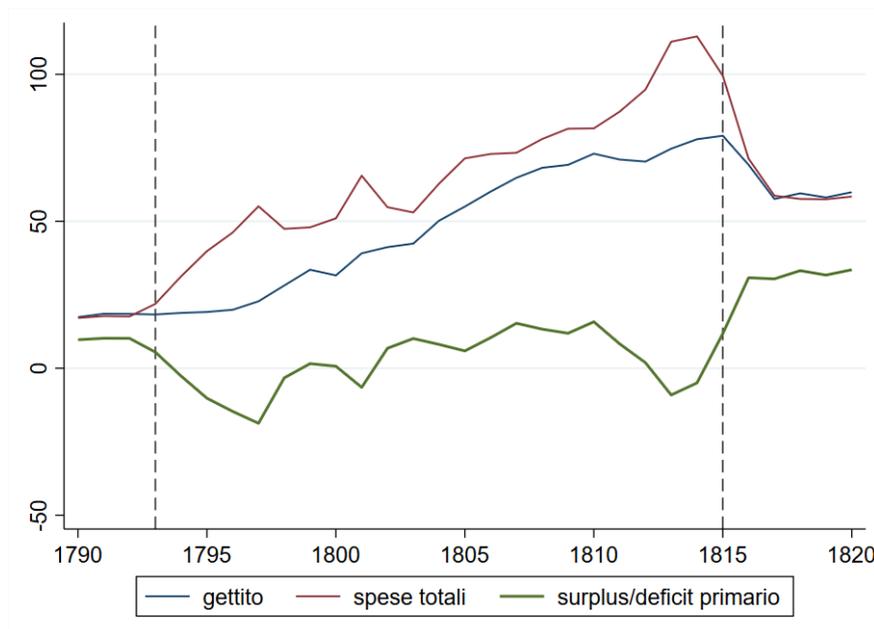
L'Income Tax rappresentò la singola imposta più profittevole durante la guerra, raccogliendo circa £150 milioni, pari al 15% del gettito totale tra il 1799 e il 1815. Se le entrate con Pitt furono sotto le aspettative (£6 milioni effettivi a fronte di 10 attesi), con Addington e i governi successivi il gettito fu molto migliore. Infatti, nel 1806 l'introito prodotto era quasi raddoppiato rispetto alla riforma del 1803. Nel 1811, la tassa sul reddito arrivò a superare anche l'aggregato dei dazi, con circa £13 milioni (Jeffrey-Cook, 2010; O'Brien, 2007). Tuttavia, la tassazione indiretta rimase la fonte principale del sistema fiscale. Tra il 1793 e il 1815, almeno 21 nuove imposte indirette furono introdotte ad accompagnare la già elevata redditività dei tributi tradizionali, come quelli su malto, tè, zucchero e alcolici (O'Brien, 2007).

### **3.5.3 La deviazione dal tax smoothing e il ritorno ai grandi deficit**

Nel complesso, la politica fiscale adottata a partire dal 1798-99 rappresentava una deviazione dalla strategia tradizionale di tax smoothing, in cui il Parlamento raccoglieva i fondi per il finanziamento delle spese militari quasi esclusivamente tramite prestiti, aumentava le tasse per pagare gli interessi e differiva gli oneri del debito alle generazioni future. Nei conflitti tra il 1689 e il 1783, in media, solo il 12% dei fondi straordinari proveniva dalla tassazione, mentre durante le guerre rivoluzionarie e napoleoniche questa proporzione salì al 60%. Tra il 1793 e il 1815 il governo raccolse quasi 607 milioni di sterline in tasse aggiuntive, trasferendone approssimativamente il 60% ai creditori, in forma di interessi sul debito accumulato e riscatto del capitale. In questo modo, nonostante il governo continuasse a prendere a prestito denaro, riuscì a ripagare parte delle obbligazioni esistenti tramite il Sinking Fund, rallentandone l'accumulazione (O'Brien, 1989).

Gli effetti dell'introduzione della tassa sui redditi e l'aumento delle imposte tradizionali sono visibili in Figura 3. Esse permisero una contrazione significativa del deficit di bilancio, che nel periodo 1793-98 si mantenne in media a £19 milioni, per poi ridursi a 13 tra il 1799 e il 1810, e una minore indipendenza dall'indebitamento. In quest'ultimo periodo, infatti, l'emissione media annua delle passività si attestò a £21,4 milioni, un terzo in meno rispetto alla fase precedente. Di conseguenza, in particolare dopo la riforma di Addington, fu possibile la costruzione di un avanzo primario stabile fino al 1810.

Figura 3: Spese, gettito e surplus/deficit primario, 1790-1820.



Fonte: Bank of England.

Le politiche di bilancio più equilibrate caratteristiche delle fasi intermedie del conflitto furono abbandonate con la guerra peninsulare e le campagne della sesta e della settima coalizione. Le armate di Wellington non si autofinanziavano in loco o attraverso gli alleati, ma tramite moneta metallica o lettere di credito ottenute da Bank of England, altri istituti o agenti (anche nelle colonie). Infatti, alla Banca, pur impossibilitata a convertire banconote o cambiali in conio verso il pubblico, fu richiesto di mantenere i pagamenti in metallo prezioso per soddisfare le esigenze dell'esercito e della Royal Navy. Per esempio, nel 1812 le richieste finanziarie di Wellington furono esaudite con £1,4 milioni in oro più altrettante monete spagnole, tedesche, altro conio straniero assortito e lettere di cambio (Silberling, 1924).

Nel complesso, le cifre per gli ultimi cinque anni di guerra furono impressionanti. Le spese non erano gonfiate solo dai fondi destinati alle forze armate britanniche, ma anche dalle sovvenzioni agli alleati. Tra il 1793 e il 1815 furono erogati gratuitamente dalla Gran Bretagna ai coalizzati circa £50 milioni, più della metà dei quali nel periodo 1811-15 (Sherwig, 1969). Con le campagne della sesta coalizione l'esborso totale annuo superò i £100 milioni.

Anche se non era possibile stabilire quale fosse il limite della capacità fiscale del regno, si diffuse la convinzione che le entrate fiscali lo avessero ormai raggiunto. Gli inglesi erano diventati il popolo più tassato d'Europa, soggetto a un prelievo pro capite di circa £6,12 nel 1815 (contro £1,83 nel 1793) e, secondo Mathias e O'Brien

(1976), con un sistema fiscale capace di assorbire fino al 36% del prodotto pro capite. La decimazione della Grande Armata in Russia e la possibilità di abbattere in maniera definitiva l'imperatore dei francesi incentivarono il governo a espandere le spese militari e, in questo contesto, il maggiore finanziamento tramite debito sembrò una scelta razionale.

## 3.6 L'inflazione durante le Guerre Napoleoniche

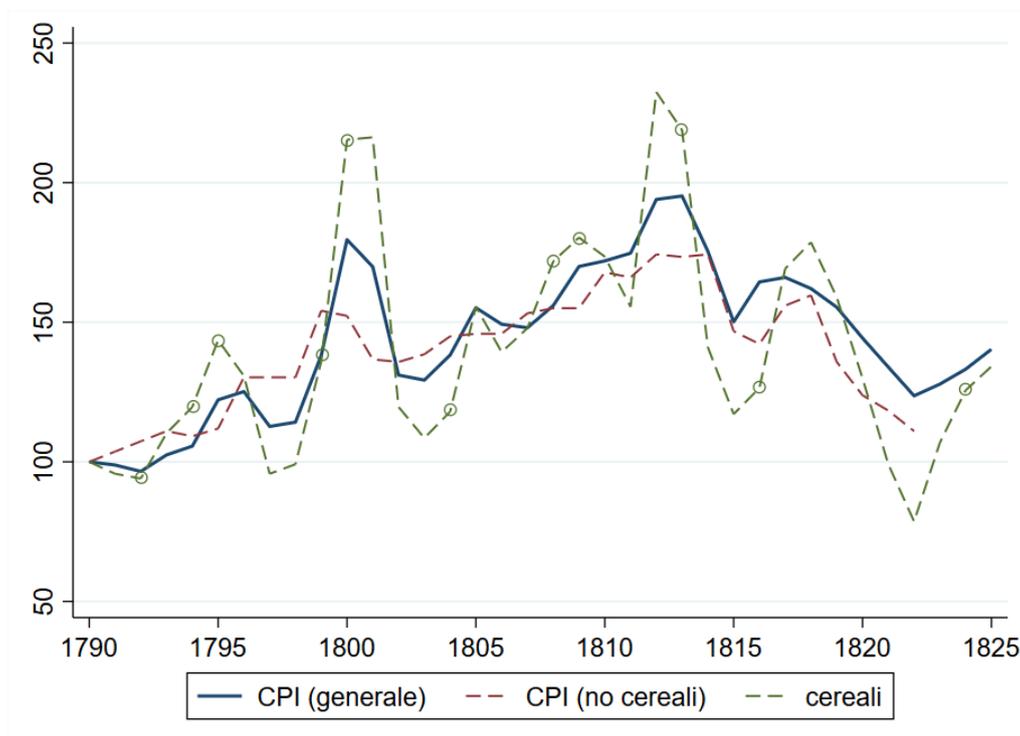
### 3.6.1 La tendenza generale e il prezzo dei cereali

Le guerre rivoluzionarie e napoleoniche furono caratterizzate da un'insolita crescita del livello dei prezzi, che spicca tra la lenta espansione della seconda metà del Settecento e la lunga deflazione ottocentesca. La Figura 4 mostra tre serie per il livello dei prezzi: cereali, indice generale al consumo, commodity non agricole. Considerando l'indice generale, i prezzi si espansero del 90% tra il 1790 e il 1813 con un tasso di inflazione medio del 3%; non galoppante, ma comunque significativo rispetto alla tendenza secolare precedente. Nonostante il rialzo complessivo, l'inflazione non fu regolare, alternando nel breve periodo impennate significative e ricadute successive. Queste impennate corrispondevano a contrazioni dell'offerta, soprattutto dei prodotti agricoli, che nell'indice generale godono della ponderazione maggiore.

Sebbene la rivoluzione industriale fosse in fase di avvio, l'agricoltura costituiva ancora un settore dominante, a cui era riconducibile almeno il 30% del prodotto nazionale (O'Brien, 1989). Nel XVIII secolo non erano mancati episodi di raccolti molto carenti, ma tra il 1793 e il 1816 si verificò una loro successione anomala, spesso in ondate consecutive, moltiplicando il costo dei cereali (Silberling, 1924). Per esempio, nel biennio 1794-95, i raccolti produssero un output agricolo tra il 25% e il 30% minore rispetto alla media decennale, mentre quelli del 1799-1800 resero appena un mezzo, sfociando in una crescita del prezzo del grano del 115% (Stern, 1964; Neumann e Kington, 1992).

Le avversità del clima, però, non sono sufficienti a spiegare l'innalzamento tendenziale del prezzo del grano. A contribuirne la crescita fu anche l'aumento demografico (Crouzet, 1989). Secondo Broadberry et al. (2015), la popolazione britannica (Irlanda esclusa) crebbe da circa 8,7 a 13 milioni di abitanti tra il 1780 e il 1815. Non si registrò un consequenziale aumento dell'output agricolo che, sempre secondo gli autori, si moltiplicò invece del 25%. Il deficit di offerta veniva colmato con le importazioni. Negli anni 1790, si completò la transizione della Gran Bretagna da esportatrice a importatrice di grano avviata nel 1760-65. Gran parte delle impor-

Figura 4: Indici dei prezzi al consumo e dei cereali (1790=100), 1790-1825.



Fonti: Schumpeter (1938); Silberling (1919).

tazioni cerealicole provenivano da Prussia, Polonia, Irlanda e, negli anni di maggior carenza, dalle colonie canadesi (Neumann e Kington, 1992). Durante la guerra, le importazioni contribuirono alla crescita di lungo periodo a causa dell'incremento vertiginoso delle tariffe di trasporto e assicurazione del carico, dati i frequenti attacchi della flotta francese ai convogli mercantili. Infatti, stima Hueckel (1975), nel 1812 i costi di trasporto costituivano fino al 40% del prezzo di mercato del grano.

Osservando l'aumento ininterrotto dell'indice delle commodity non agricole (75% fino al 1813), è evidente che le condizioni climatiche non furono l'unico fattore rilevante sull'inflazione.

### 3.6.2 Gli effetti della mobilitazione

Le guerre rivoluzionarie e napoleoniche furono uno scontro su un ordine di grandezza maggiore rispetto ai conflitti coloniali, quindi è interessante considerare quali effetti possano aver avuto la mobilitazione e il rifornimento delle forze armate sui prezzi. Nel 1812-13, al culmine delle campagne di Wellington, l'esercito britannico contava 250000 uomini, contro gli appena 17000 in servizio nel 1793, mentre la Royal Navy era costituita da un personale di 145000. Considerato il costante re-

clutamento e il numero di vittime, le forze armate assorbirono circa il 10% della crescita della popolazione maschile tra il 18 e i 45 anni. Ad eccezione degli ufficiali, gran parte del personale militare veniva reclutato forzatamente tra la manodopera meno qualificata della popolazione, in particolare tra la forza lavoro agricola. A questo proposito, Crouzet (1989) documenta l'esistenza di due posizioni sugli effetti di questo fenomeno. La prima, seguita dai neoclassici, ritiene che prima della guerra la Gran Bretagna fosse in equilibrio di pieno impiego, grazie anche all'avvio dell'industrializzazione, e che la mobilitazione causò una carenza di manodopera, riflessa su una crescita dei salari reali e quindi dei prezzi. Al contrario la seconda, di stampo neokeynesiano, sostiene che lo sforzo bellico contro Napoleone contribuì a raggiungere la piena occupazione, alimentando una crescita altrimenti minore. Per quanto limitate possano essere le evidenze quantitative, conclude Crouzet (1989), carenze di manodopera si verificarono solamente a livello locale e nel breve periodo, per lavoratori agricoli e manovali, i cui salari aumentarono più rapidamente di quelli dei lavoratori qualificati. Infatti, Silberling (1924) riporta che tra il 1790 e il 1810 i salari agricoli raddoppiarono, ma l'effetto indiretto della mobilitazione sui prezzi tramite i salari sembra molto limitato.

Come fa notare O'Brien (1989) la maggior parte dei soldati e dei marinai reclutati tra la manodopera meno qualificata consumava cibo e indumenti in quantità e qualità superiore rispetto a quanto facessero nella vita civile, esercitando ulteriori pressioni sul livello dei loro prezzi. Tuttavia, l'impatto delle richieste dell'esercito non andrebbe sopravvalutato. Secondo Macdonald (2010) l'effetto generale sui prezzi era contenuto dal momento che il numero di uomini nelle forze armate era comunque molto piccolo rispetto al totale della popolazione. Inoltre, Victualling e Navy Board, i maggiori acquirenti di beni dagli armamenti, al cibo ai tessuti, ricorrevano principalmente a gare d'appalto verso fornitori privati in mercati competitivi, contenendo eventuali aumenti dei prezzi. Sembra che un impatto significativo si sia verificato nel breve periodo e in aree limitate. Infatti, Knight e Wilcox (2012) riportano alcuni casi di arrivo dell'esercito in tempi di cattivo raccolto, esacerbando le carenze già esistenti e facendo aumentare i prezzi localmente.

Allo stesso modo, è difficile presumere che le richieste dell'esercito abbiano incrementato la domanda di beni industriali a un livello tale da influenzare significativamente i prezzi. Infatti, stima Crouzet (1989), la domanda militare assorbiva il 10% della domanda siderurgica del paese. La composizione media delle spese militari consisteva per metà in salari e per il 20% in alimenti e vestiario. L'acquisto di armamenti costituiva appena il 4%, mentre la costruzione navale, l'unica spesa ad elevato capitale mobile, il 15%. Alla fine, le guerre napoleoniche non furono guerre

di materiali. L'esercito consumava molto di più in uomini, cibo, vestiti e cavalli che in beni lavorati (O'Brien, 1989).

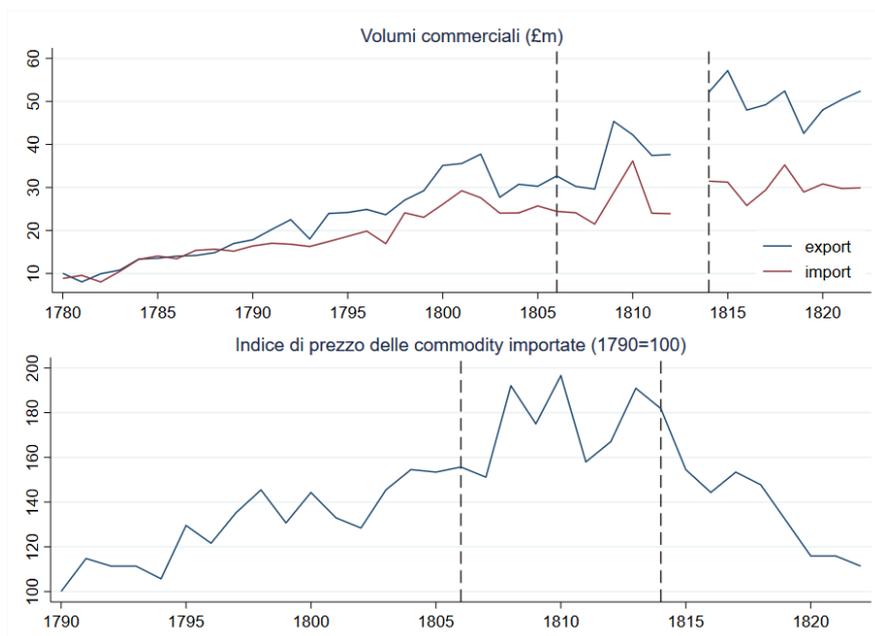
### 3.6.3 La dislocazione del commercio e il Blocco Continentale

Un effetto diretto ed evidente di una grande guerra che può avere conseguenze sul livello dei prezzi è la dislocazione del commercio internazionale. All'inizio delle guerre rivoluzionarie i mercati principali per i prodotti inglesi erano l'Europa e l'America settentrionale (comprese le Indie Occidentali), entrambe destinazione del 40-45% delle esportazioni. Nel decennio 1783-1792, i commerci della Gran Bretagna e i settori connessi furono protagonisti di una crescita sostanziale dopo la depressione indotta dalla guerra di indipendenza americana (Crouzet, 1989). Il volume delle esportazioni raddoppiò, con un'espansione parallela delle importazioni, mantenendo una bilancia commerciale spesso positiva, come si vede in Figura 5. L'inizio delle ostilità contro la Francia rivoluzionaria diede il via a una serie di oscillazioni per il commercio britannico, sia in termini di quantità che di prezzi dei beni scambiati.

Tra il 1794 e il 1801 si verificò un aumento dei prezzi dei prodotti importati approssimativamente del 45% per via dell'interazione di diversi fattori: la prospettiva di una nuova guerra contro la Spagna (1796); la concorrenza anglo-francese per gli approvvigionamenti dal Baltico; i pessimi raccolti in Europa centrale, che determinarono rincari collaterali significativi su prodotti importati in gran quantità, come vini, lino, seta, oli e sego. La quota delle riesportazioni sui volumi commerciali complessivi si espanse a causa delle difficoltà francesi di importare i propri prodotti coloniali in seguito alla rivolta haitiana, facendo apprezzare i beni coloniali britannici, ora più richiesti. La risalita dell'indice fu alimentata anche dalla maggiorazione delle tariffe di assicurazione e trasporto dei carichi per via degli attacchi della flotta francese. L'inflazione dei prezzi dei beni importati si arrestò a causa di alcune ondate di fallimenti di imprese commerciali causate dalla speculazione sui prodotti provenienti dalle Indie Occidentali, per poi declinare con il subentrare della breve pace di Amiens, che rimosse gli ostacoli ai canali tradizionali del commercio. La rapida ripresa delle ostilità innescò nuovamente le dinamiche del 1794-99, descrivendo una crescita altrettanto rapida fino al 1805, che non fu però accompagnata da espansioni equivalenti del volume di importazioni (Gayer et al., 1953).

La battaglia di Trafalgar rese evidente l'impossibilità di invadere l'Inghilterra, data la sua schiacciante superiorità navale, quindi Napoleone fece ricorso alla guerra commerciale ed economica con l'intento di indebolire il nemico escludendolo dai mercati continentali. Nel novembre 1806, il decreto di Berlino sancì la costituzione del Blocco Continentale. Le isole britanniche furono dichiarate sotto embargo, il

Figura 5: Volumi commerciali e prezzo delle commodity importate.



Fonti: Bank of England; Gayer et al. (1953).

commercio di beni inglesi venne messo al bando e qualunque vascello proveniente dalla Gran Bretagna o dal suo impero coloniale sarebbe stato respinto dai porti francesi. La posizione di forza dell'imperatore gli permise di applicare il provvedimento anche negli stati satellite e nelle potenze sconfitte, ed entro il 1807 gran parte del Continente aderì (spesso per costrizione) al sistema. In seguito, sia i francesi che i britannici estesero le restrizioni ai paesi neutrali, con la confisca del naviglio e del carico in caso di commercio con il nemico (O'Rourke, 2006).

Nei primi anni, nonostante interrompesse l'importazione di alcuni beni europei facendone aumentare il prezzo, il Blocco determinò in Inghilterra un eccesso di offerta di beni destinati all'esportazione. L'interazione tra queste due forze comportò una leggera stagnazione del livello dei prezzi nel 1806-07, che risalirono l'anno seguente a causa dell'inasprimento del sistema continentale. I beni maggiormente colpiti furono il grano, lino, seta, cotone grezzo, lana spagnola e legname, che venivano abitualmente importati in quantità considerevoli (Crouzet, 1989). Gli effetti depressivi sui prezzi delle merci bloccate in Gran Bretagna furono soppressi dall'apertura di rotte e mercati alternativi verso la Spagna in seguito alle ribellioni antifrancesi, l'America Latina e il Mediterraneo, il cui sfruttamento si tradusse in un vero e proprio boom commerciale tra il 1808 e il 1810, riflesso nel picco dei valori di importazione ed esportazione (Crouzet, 1964).<sup>33</sup> I rinnovati traffici marittimi furono accompagnati

<sup>33</sup>Si stima infatti che, rispetto al 1806, nel 1809 il volume di esportazioni verso la Spagna fosse

da un'intensa attività speculativa sui beni importati, dal momento che in gran parte non erano destinati al consumo domestico ma alla vendita presso i nuovi mercati, contribuendo al mantenimento di un livello elevato dell'indice dei loro prezzi. La contrazione del 1811 è spiegata dal collasso del boom commerciale, che innescò il fallimento di numerose società joint-stock mercantili sorte nel biennio precedente e di diverse country banks loro creditrici (Gayer et al., 1953).

Tagliar fuori la Gran Bretagna, l'emporio d'Europa e la prima potenza navale del mondo, dal mercato continentale era un piano ambizioso, ma si rivelò una missione impossibile. Una piena applicazione dell'embargo richiedeva un controllo totale delle fasce costiere e un pattugliamento continuo, ma il trasferimento delle truppe della Grande Armata per condurre le campagne militari spesso allentava la presenza militare francese in certe aree. Per esempio, nonostante Danimarca, Prussia e Russia avessero aderito al Blocco, fintanto che nel 1809 Napoleone fu impegnato nella campagna contro l'Austria, l'Inghilterra riuscì a sfruttare le rotte baltiche; i traffici inglesi si ridussero notevolmente solo con l'adesione forzata della Svezia nel 1810 (Gayer et al., 1953). In aggiunta, le normative commerciali erano spesso soggette a un'interpretazione ambigua e il contrabbando si diffuse a tal punto da penetrare la sorveglianza francese con una certa facilità, soprattutto nel Mediterraneo.<sup>34</sup> Per questi motivi l'applicazione del Blocco ebbe un'efficacia nel complesso limitata, colpendo in modo diretto il prezzo di un gruppo limitato di beni, naturalmente europei, mentre quelli provenienti dal resto del mondo non subirono rincari paragonabili (O'Rourke, 2006).<sup>35</sup>

Il collasso del Blocco, però, ebbe delle conseguenze indirette piuttosto significative. Dopo la campagna di Russia il sistema continentale si sgretolò, lasciando il posto a nuove prospettive commerciali verso l'Europa in vista di una pace ormai prossima. Nel 1813-14 le importazioni di beni risalirono rapidamente in previsione delle laute vendite future con conseguenti pressioni sui prezzi. Tuttavia, nel 1815 la guerra queste aspettative furono disattese dalla debole domanda commerciale euro-cresciuto di ben 24 volte; 7 volte verso il Mediterraneo e 3,5 verso le Indie Occidentali straniere (Gayer et al., 1953).

<sup>34</sup>La flotta francese del Mediterraneo fu significativamente ridotta dopo la campagna d'Egitto, rendendo di fatto tale mare una sorta "lago inglese". Via Gibilterra i beni coloniali inglesi affluivano prima in Spagna e poi in Francia attraverso i Pirenei; Malta e la Sicilia costituivano delle basi per il contrabbando verso l'Italia; il porto di Trieste consentiva di insinuare i prodotti britannici verso l'Austria e l'Europa centrale. Nel mare del Nord il contrabbando era invece più difficile, a causa dei controlli più efficaci da parte dei francesi e delle mutevoli alleanze tra Prussia e Russia (Juhász, 2018).

<sup>35</sup>Silberling (1919) riporta un indice per i prodotti provenienti dalle Indie Orientali e mostra come i prezzi fossero piuttosto volatili nelle prime fasi delle guerre rivoluzionarie, per poi stabilizzarsi attorno ai livelli prebellici fino al boom di importazioni del 1813-14 e infine declinare con la deflazione postbellica.

pea, che faticò ad assorbire l'eccesso di prodotti britannici e coloniali sul mercato, contribuendo alla spinta deflazionistica postbellica (Gayer et al., 1953).

### 3.6.4 Il ruolo delle politiche monetarie

Le oscillazioni del livello dei prezzi non furono determinate solo dai fattori considerati nelle sezioni precedenti, ma anche dalla loro interazione con quelli monetari e finanziari attraverso la bilancia dei pagamenti. Infatti, secondo la *real bills doctrine* introdotta con la sospensione del 1797, l'emissione di denaro cartaceo era fortemente legata alle condizioni del commercio e del credito. Imporre il passaggio dal conio alla moneta fiduciaria significava affiancare al rischio sovrano quello di inflazione, in particolare nel corso di un evento estremo come le guerre del 1793-1815 (Antipa, 2016). L'esperienza francese degli *assignat* ne fu un esempio.

Nel 1790 l'Assemblea Nazionale francese iniziò ad emettere gli *assignat* a fronte del valore delle terre confiscate al clero per coprire il deficit ereditato dalla monarchia assoluta. Il piano consisteva nel permettere ai titolari degli *assignat* di acquistare il terreno sottostante attraverso un sistema d'asta e ritirare progressivamente il volume emesso dalla circolazione. In origine furono prodotti in grosso taglio, poi in banconote più piccole utilizzabili come moneta. Per i primi due anni i francesi accolsero positivamente gli *assignat*, nonostante diverse difficoltà nell'organizzare le aste, ma in seguito alla dichiarazione di guerra ad Austria e Prussia il governo rivoluzionario separò le banconote dalle vendite dei terreni (Sargent e Velde, 1995). L'emissione in massa per finanziare il conflitto generò un volume ben superiore al controvalore reale e nel gennaio del 1793 gli *assignat* circolarono scontati del 51%, con una conseguente rapida risalita dei prezzi. Il regime del Terrore ne stabilizzò il valore con rigidi controlli su prezzi e salari (leggi sul Massimo) che criminalizzarono le transazioni in moneta metallica, trasformando gli *assignat* in una «guillotine-backed currency» (Chadha e Newby, 2013; p. 28). In seguito alla caduta di Robespierre i controlli vennero smantellati, il Direttorio riprese gli scambi in conio e il pubblico, desideroso di sbarazzarsi delle banconote, iniziò a riconvertirle in moneta metallica. Con il collasso del sistema fiscale il Direttorio non ebbe alternative se non continuare a stampare gli *assignat* e nel 1795 la Francia sprofondò nell'iperinflazione (Chadha e Newby, 2013). Dopo un tentativo altrettanto fallimentare di introdurre una nuova banconota (*mandat*), il Direttorio demonetizzò tutti gli *assignat* in circolazione nel febbraio 1796 e ritornò alla moneta metallica (Duryea, 2010).

A differenza della Francia rivoluzionaria, in Gran Bretagna il governo e Bank of England non abusarono in modo indiscriminato delle opportunità di creazione di denaro cartaceo offerte dalla sospensione della convertibilità. Il periodo tra il 1797

e il 1807 fu caratterizzato da una notevole moderazione delle politiche monetarie, senza generare particolari pressioni inflazionistiche. La Banca mantenne un controllo rigoroso sul valore delle cambiali commerciali scontate. Questa prudenza nell'attività di sconto fu in parte dovuta alla stagnazione dei traffici commerciali, soprattutto dopo la ripresa delle ostilità nel 1804, ma fu anche una scelta deliberata. Infatti, la Banca stabilì un limite massimo per il credito concesso a ciascun cliente, di solito non superiore a una determinata cifra (£30000 per i singoli clienti e £60000 per le società) (Duffy, 1982). Durante questo periodo, la sterlina subì solo lievi fluttuazioni, non superiori al 5% rispetto alle valute continentali e al suo valore pre-sospensione. Gli unici deprezzamenti furono attribuiti a due cattivi raccolti, a importazioni insolite di grano e alla battaglia di Austerlitz (Gayer et al., 1953).

La moderazione e la relativa stabilità dei cambi caratteristica del primo decennio della sospensione fu seguita da una fase molto più turbolenta. Le condizioni del credito concesso durante il boom commerciale del 1808-10 per sfruttare l'apertura di mercati alternativi a quelli preclusi dal Blocco Continentale fu cruciale nella progressiva svalutazione della sterlina, ulteriormente aggravata dalla crescita dei pagamenti alle armate inglesi in Europa e agli alleati (Duffy, 1982). In questo periodo la Banca si dimostrò molto accomodante verso le richieste di credito, con uno sconto di cambiali superiore a 19 milioni di sterline nel 1810 e un aumento del volume di banconote del 50%. A testimonianza della maggiore generosità creditizia, Francis Baring riportava casi di concessioni a «clerks not worth £100, who had started as merchants [...] allowed to have discount of £5000 to £10000» (Gayer et al., 1953; p. 105). Questo generò una notevole spinta inflazionistica e accelerò la caduta della sterlina, tanto che nel 1811, l'aggio sull'oro e il cambio verso Amburgo declinarono rispettivamente a un livello del 50% e del 30% rispetto al 1807 (Antipa, 2016). Inoltre, all'inflazione contribuirono anche le country banks, la cui generosità nei termini di finanziamento espanse la massa monetaria in circolazione nelle contee (Gayer et al., 1953).

La caduta dei cambi e la risalita dei prezzi catturarono l'attenzione del Parlamento, che istituì il Bullion Committee all'inizio del 1810. Il comitato aveva il compito di indagare (1) se le banconote fossero deprezzate o, al contrario, se il prezzo di mercato dell'oro fosse di per sé aumentato; (2) sulle implicazioni dell'avvenuta crescita e di un'eventuale restrizione dell'emissione di denaro cartaceo sui cambi e sul prezzo dell'oro; (3) quale politica avrebbe dovuto essere seguita per una regolazione dell'emissione di denaro (Andréadès, 1966).

Il dibattito economico sulla questione era in corso già da diversi anni e si divideva tra bullionisti e antibullionisti. In breve, i primi e in particolare David Ricardo,

allineati alla teoria quantitativa della moneta, imputavano la svalutazione della sterlina cartacea e l'aumento generale dei prezzi a un'emissione eccessiva da parte della Banca. In regime di inconvertibilità un eccesso di moneta avrebbe generato anche un aumento del prezzo dell'oro, trasformato in una commodity qualunque, rispetto al valore fissato dalla zecca (Perlman, 1986). I secondi, sostenitori della real bills doctrine, erano convinti che l'inflazione derivasse da cattivi raccolti, spese militari, importazioni di prodotti alimentari, embarghi e sussidi ai coalizzati (Antipa, 2016).

Il report del Bullion Committee concluse che la Banca aveva permesso l'espansione del credito nonostante una bilancia dei pagamenti negativa e che la sospensione aveva rimosso il controllo automatico sul credito, raccomandando il ripristino della convertibilità entro due anni. Il governo rigettò le conclusioni, non tanto per un disaccordo fondamentale, quanto perché la guerra contro Napoleone doveva continuare, con o senza inflazione. Un rapido ritorno al gold standard avrebbe comportato una contrazione del credito e, soprattutto, dei prestiti a breve termine all'esercito e alla marina, cruciali per continuare la lotta (Gayer et al., 1953).

Gli ultimi anni del conflitto furono finanziati con emissioni di debito senza precedenti. A partire dal 1810, Bank of England acquistò grandi quantità di Exchequer Bills alla pari per sostenerne il prezzo e massimizzare l'incasso del governo, deviando parzialmente dalla real bills doctrine (Antipa e Chamley, 2017). Infatti, essa cominciò a sostituire nel suo bilancio le security private con quelle pubbliche, che aumentarono da 15,8 a 29,3 milioni di sterline tra il 1810 e il 1814, mentre quelle private si ridussero a meno di dieci milioni di sterline. Nel 1812-14 il livello di credito e sconti concesso dalla Banca rimase pressoché stabile, mentre la crescita degli investimenti speculativi contestuale alla disgregazione del Blocco Continentale fu finanziato in gran parte dall'inflazione del credito delle country banks e alla loro rapida diffusione nei territori del regno (Gayer et al., 1953).

La tendenziale crescita dei prezzi in corso dalla seconda metà del Settecento si invertì bruscamente nel 1814. Gli abbondanti raccolti del 1814-15 e le deludenti prospettive commerciali verso l'Europa avviarono una pesante contrazione dell'attività creditizia. Entro il 1817, Bank of England ridusse l'accettazione di cambiali ad appena 4 milioni di sterline, mentre nelle contee la massa monetaria emessa dagli altri istituti fu dimezzata. Quasi un decimo delle country banks, i cui crediti erano strettamente legati alle condizioni del mercato agricolo, fallì nell'arco di due anni. In seguito alla vittoria definitiva sulla Francia, la discesa dei prezzi fu accentuata anche dal progressivo contenimento delle spese militari, causando il deprezzamento di diversi beni industriali. La deflazione si arrestò solo momentaneamente, per via del misero output agricolo del 1816, così carente da trasformarsi in una carestia

(Gayer et al., 1953). Nel frattempo, la caduta dei prezzi e la conclusione delle ostilità contribuirono ad accelerare il rafforzarsi del tasso di cambio in corso dal 1812, interrotto solamente dalle enormi spese del 1813 e dalla fuga di Napoleone dall'Elba (Duffy, 1982).

Il finanziamento delle campagne della sesta e della settima Coalizione aveva impedito a Bank of England di ricostituire le sue riserve auree, erose al minimo di 2 milioni di sterline. Dopo Waterloo, la Banca iniziò ad incamerare oro e moneta metallica in preparazione al ritorno della convertibilità. Nel 1817, le riserve raggiunsero i 10 milioni, superiori all'ammontare prebellico, e a fronte dell'accumulazione l'istituto annunciò la propria disponibilità ad convertire a vista tutte le banconote emesse fino all'anno precedente. Eppure, il pubblico era ormai talmente abituato alla sterlina di carta, che preferì continuare ad utilizzarla come valuta di riserva rispetto al vecchio conio (Andréadès, 1966). Nel 1819, il governo istituì dei comitati atti ad indagare sulla convenienza di un ritorno rapido alla convertibilità, i quali suggerirono una transizione graduale, visto un prezzo di mercato dell'oro ancora superiore del 6% rispetto alla zecca. Si stabilì con il Resumption Act che il ritorno al vecchio sistema sarebbe avvenuto il 1° maggio 1823 e che gli scambi in metallo prezioso e moneta metallica sarebbero stati dichiarati liberi. Alla fine, complice l'insistenza di Lord Liverpool e dei suoi ministri, la convertibilità della sterlina fu ripristinata il 1° maggio 1821, tramite accordo tra il governo e la Banca.

Si chiudeva così uno dei più importanti esperimenti monetari della storia inglese. Non è possibile quantificare con precisione l'impatto delle politiche monetarie sulle oscillazioni dei prezzi di questo periodo, considerati i limiti dei dati disponibili, tantomeno è imputabile come maggiore responsabile, vista l'interazione degli altri fattori considerati. Dopotutto, l'esperienza inflativa delle guerre napoleoniche fu il risultato della congiuntura tra un'insolita ondata di raccolti, fortune alterne del commercio e politiche monetarie sperimentali. Come osserva O'Brien (1989) non si può negare che l'introduzione della sterlina di carta abbia generato pressioni sui prezzi. Dal canto loro, il Tesoro, l'esercito e la marina sfruttarono la flessibilità connessa alla sospensione per prendere a prestito nel breve termine fondi senza precedenti da Bank of England e altri istituti. Infatti, nel breve periodo circa il 30% dei fondi presi a prestito era garantito da Exchequer, Navy, Victualling Bills e Army debentures. In conclusione, la sospensione della convertibilità permise al governo di ricevere il pieno sostegno del sistema bancario del regno, cruciale per proseguire la guerra.

# Capitolo 4

## Analisi empirica: rendimenti e inflazione

### 4.1 Premessa

Questo capitolo costituisce la sezione empirica della tesi, dove esaminiamo la relazione tra i rendimenti nominali di diverse attività finanziarie e l'inflazione, sia effettiva che inattesa. L'analisi si svolge su due campioni: su base annuale copre il periodo 1727-1821, su base trimestrale il periodo 1790Q3-1821Q4. Le attività finanziarie considerate sono le azioni di Bank of England, East India Company, South Sea Company e le rendite perpetue al 3%. La scelta è dovuta alla loro prominenza sul mercato londinese, essendo i titoli maggiormente scambiati all'epoca, e quindi con una buona disponibilità di informazioni. Inoltre, includiamo due indici azionari, potenzialmente identificabili come portafogli finanziari egualmente ponderati. I tassi di inflazione si basano sulla crescita dei prezzi al consumo e all'ingrosso.

I rendimenti nominali sono regrediti sull'inflazione effettiva e inattesa attraverso un modello lineare, dopodiché, per verificare se le stime siano stabili lungo tutto il campione, riappliciamo il modello ricorsivamente con delle finestre mobili, come analisi di robustezza.

Studiare la relazione tra rendimenti nominali e inflazione permette di esaminare se le attività finanziarie possano fornire protezione completa, parziale o nulla contro la crescita del livello dei prezzi. In altri termini, si tratta di verificare in quale misura un titolo sia in grado di generare rendimenti sufficienti a compensare la perdita di potere d'acquisto della moneta.

In passato, sulla base dell'ipotesi di Fisher (1930), era convenzionalmente accettato che i titoli azionari costituissero una forma di protezione contro l'inflazione (Nelson, 1976; Attié e Roache, 2009). Tuttavia, in letteratura, sono state mosse

numerose critiche a riguardo, soprattutto nel caso del mercato americano nel secondo dopoguerra. Reilly et al. (1970) non escludono affatto che alcune attività finanziarie possano fornirne copertura completa o parziale, ma evidenziano come tale conclusione non sia generalizzabile. Inoltre, Jaffe e Mandelker (1976), Bodie (1976), Nelson (1976) e Fama e Schwert (1977) rilevano una relazione negativa tra i rendimenti azionari e la crescita attesa e inattesa del livello dei prezzi.

Nella nostra analisi, le stime differiscono a seconda della misura utilizzata per l'inflazione e della frequenza. Su base annuale, le attività finanziarie considerate sembrano offrire una protezione parziale contro l'inflazione effettiva dei prezzi al consumo, mentre non si rileva alcuna copertura verso la crescita dei prezzi all'ingrosso. Sul campione trimestrale, invece, i risultati suggeriscono una relazione negativa tra l'inflazione inattesa e i rendimenti dei titoli azionari.

Regredendo i rendimenti nominali sull'inflazione effettiva e sulla componente inattesa, otteniamo risultati differenti a seconda della frequenza e della misura con cui è calcolata l'inflazione. Identifichiamo una relazione positiva tra i rendimenti nominali e l'inflazione effettiva dei prezzi al consumo, mentre è negativa per quella inattesa per alcune variabili. Nel caso dell'inflazione dei prezzi all'ingrosso, i rendimenti risultano indipendenti dall'inflazione. Su base trimestrale, invece, sembra esserci una relazione negativa con quella inattesa per i titoli azionari. Tuttavia, le regressioni mobili mostrano che, in generale, nessuna delle attività finanziarie può essere considerata una copertura anche solo parziale contro l'inflazione, se non in alcuni sottoperiodi dei campioni.

Il capitolo prosegue con la Sezione 4.2 che espone le fonti dei dati e il metodo di costruzione delle serie storiche. Le Sezioni 4.3 e 4.4 mostrano rispettivamente le statistiche descrittive delle variabili e la costruzione del modello di regressione. Infine, la Sezione 4.5 presenta i risultati delle regressioni mobili.

## 4.2 I dati e i campioni analizzati

Il campione di osservazioni per l'analisi annuale si estende dal 1727 al 1821. Il periodo considerato va dall'introduzione delle rendite perpetue al 3%, amministrata da Bank of England, al ripristino della convertibilità della sterlina, decretato dal governo di Lord Liverpool dopo le Guerre Napoleoniche.

I rendimenti nominali si basano su prezzi e indici provenienti da diverse fonti. I corsi azionari di Bank of England, East India Company e South Sea Company sono presenti in Neal (1990), che riporta le quotazioni finali di ogni mese. Bank of England ed East India Company coprono tutto il campione, mentre South Sea Company è

disponibile solo fino al dicembre 1789. Neal (1990) utilizza i dati originali presenti in *The Course of Exchange, and Other Things* di John Castaing, la principale lista finanziaria londinese dell'epoca, pubblicata dal 1697 con frequenza bisettimanale, martedì e venerdì. Anche dopo la morte di Castaing, il listino è stato stampato da diversi editori e dal 1803 pubblicata sotto la supervisione e l'autorità dello Stock Exchange Committee, rendendolo di fatto il giornale finanziario ufficiale della City. Esso riporta le quotazioni per tassi di cambio, oro e argento, cereali, security private e pubbliche scambiate in Exchange Alley, nonché i prezzi delle obbligazioni a breve termine prossime alla scadenza presso l'Exchequer. Altre liste simili sono emerse nel corso del XVIII secolo, ma nessuna gode della stessa longevità o regolarità del *Course of Exchange* (Cope, 1978), che costituisce una delle fonti primarie più importanti per la letteratura sui mercati finanziari del Settecento, comprese quelle citate in questa sezione.

Il primo indice azionario è riportato nel database *A millennium of macroeconomic data* di Bank of England. Fino al 1810, si considera la media aritmetica delle quotazioni di fine dicembre delle tre monied companies in Neal (1990), per poi proseguire con la serie compilata da Gayer, Rostow e Schwartz (1953). Quest'ultima comprende, per il periodo 1811-21, 27 società appartenenti a diversi settori: canali, carbone, acquedotti, porti e assicurazioni.

Il secondo indice azionario è presente in Mirowski (1981) e, fino al 1810, include le tre monied companies, Million Bank, London Assurance e Royal Exchange. Per ogni anno, la serie è calcolata come la somma dei prezzi medi normalizzati delle società, divisa per il totale delle quotazioni. Il metodo di computazione, secondo l'autore, permette di attribuire pesi uguali ad ogni compagnia, mitigando le capitalizzazioni preponderanti di Bank of England ed East India Company e aggirando la frequenza sporadica con cui Million Bank, London Assurance e Royal Exchange apparivano sulla stampa finanziaria. Infatti, nella seconda metà del XVIII secolo *The Course of Exchange* riporta queste tre società in maniera sempre più saltuaria, con interi trimestri o anni privi di qualunque informazione sui titoli. La progressiva sparizione di Million Bank dai listini finanziari è legata al suo lento declino e alla liquidazione avvenuta nel 1796. Tuttavia, resta ignota la ragione della copertura occasionale per Royal Exchange e London Assurance.<sup>36</sup> Analogamente al primo indice, dal 1811 i dati proseguono con Gayer, Rostow e Schwartz (1953).

Riguardo alle rendite governative al 3% facciamo riferimento a due serie storiche:

---

<sup>36</sup>Il numero di società riportate sulla stampa finanziaria declina progressivamente dopo la bolla dei mari del sud. Oltre a Million Bank, altre società come Royal African (liquidata nel 1752) e Hudson Bay Company scompaiono dai listini. Nel 1810 *The Course of Exchange* riporta con regolarità solo le tre monied companies e London Docks (Mirowski, 1981).

le rendite perpetue gestite da Bank of England (1727-52) e i Consols (1753-1821). Per la prima serie, non avendo a disposizione dati con copertura o frequenza soddisfacente, calcoliamo il prezzo medio a partire dagli yield medi annuali presenti in *A millennium*. Per la seconda, calcoliamo il prezzo medio annuale dalle quotazioni mensili di Neal (1990), in modo da rendere i dati omogenei lungo tutto il campione. Si tratta di una soluzione di compromesso, ma tecnicamente coerente, essendo le rendite della Banca e i Consols titoli analoghi.

I tassi di inflazione si basano su due indici del livello dei prezzi, al consumo (CPI) e all'ingrosso (WPI). Il CPI è costituito dagli indici di Schumpeter-Gilboy in Mitchell (1988) dal 1727 al 1750, Crafts e Mills (1991) dal 1751 al 1770 e Feinstein (1988) dal 1771. Il primo e il terzo sono ponderati per l'allocazione delle spese tipica di una famiglia operaia, dove i beni alimentari ricoprono almeno due terzi del totale, mentre il secondo è inferito dal livello dei salari.

Fino al 1790, il WPI è compilato da Mitchell (1988), proseguendo poi con la media annuale dell'indice mensile di Gayer, Rostow e Schwartz (1953). Quest'ultimo considera 78 beni domestici e importati, ponderati per il livello di consumo in Gran Bretagna. I beni domestici, soprattutto alimentari, hanno un peso maggiore e dalle importazioni sono esclusi i prodotti riesportati perché la Gran Bretagna, essendo il principale fornitore di prodotti coloniali dell'Europa, ne riesportava gran parte verso il Continente.

Gli indici del livello dei prezzi presentano alcune carenze informative. Essi si riducono al bacino delle commodity domestiche e importate maggiormente scambiate, senza includere prodotti lavorati o servizi. Nel caso del WPI, il prezzo di diversi beni è di natura istituzionale, determinato da contratti a lungo termine e parzialmente isolato dalle oscillazioni di breve periodo del mercato. Dal punto di vista geografico, gli indici per l'Europa pre-industriale sono costruiti a partire dai prezzi in alcune aree di un paese o nella sola capitale, nel caso inglese Londra e le contee meridionali (Mitchell, 1988).

Tuttavia, queste limitazioni non compromettono la rappresentatività degli indici in maniera significativa. Nonostante la rigidità dei prezzi istituzionali, nell'indice all'ingrosso è presente un gruppo ampio di prezzi sensibili alle variazioni di breve periodo e che riflettono l'andamento dei prezzi al consumo. Infatti, fa notare Schumpeter (1938), mentre i contratti per la fornitura di materiali come i tessuti venivano rinegoziati sporadicamente, quelli per il cibo e le materie prime frequentemente. È dimostrato che la limitazione geografica non costituisce un problema grave, poiché i prezzi londinesi riflettono quelli nazionali (Feinstein, 1998). Infine, la composizione e la ponderazione degli indici risultano abbastanza stabili tra le varie fonti, dato che

i modelli di consumo sono variati marginalmente tra l'inizio del XVIII e la prima metà del XIX secolo. Quindi, con le dovute cautele, possiamo considerare questi indici come un'approssimazione accettabile del livello dei prezzi.

L'analisi trimestrale di robustezza copre il periodo 1790Q3-1821Q4. La scelta del campione è vincolata alla disponibilità di dati con frequenza superiore a quella annuale per gli indici del livello dei prezzi. Le osservazioni di fine trimestre per Bank of England, East India Company, il primo indice azionario e le medie trimestrali dei Consols e del WPI sono tratte dalle medesime fonti utilizzate nell'analisi annuale. Il CPI e l'indice di Mirowski (1981) non sono utilizzabili, in quanto disponibili solo su base annuale.

### 4.3 Statistiche descrittive

I rendimenti nominali e i tassi di inflazione sono calcolati in forma logaritmica. Il logaritmo presenta diversi vantaggi, tra cui la riduzione dell'asimmetria della distribuzione e la proprietà di additività. Segnaliamo che i rendimenti nominali non sono *holding period returns*, ma calcolati semplicemente sulle osservazioni dei prezzi secondo la formula  $r_t = \ln(P_t/P_{t-1})$ , non avendo a disposizione serie storiche sui dividendi coerenti con le fonti utilizzate o con frequenza adeguata.

La Tabella 11 mostra le statistiche descrittive su base annuale e trimestrale per i rendimenti nominali e i tassi di inflazione. Si riportano numerosità, media, deviazione standard, skewness e kurtosi, valori massimi e minimi. Per quanto riguarda il numero di osservazioni, le variabili coprono tutto il campione, ad eccezione di South Sea Company, che è disponibile fino al 1789.

Nel Panel A, le variabili presentano una media molto contenuta, sistematicamente inferiore all'1%, e negativa per i Consols, a causa della loro progressiva discesa al di sotto del valore facciale a partire dalla Guerra dei Sette Anni. La deviazione standard non differisce in modo sostanziale tra le variabili. La minore volatilità dell'inflazione dei prezzi all'ingrosso rispetto a quella calcolata sul CPI è dovuta probabilmente alla rigidità dei prezzi istituzionali inclusi. Tra i rendimenti, l'indice di Mirowski assume i valori minori per effetto della diversificazione e della sua costruzione in medie annuali, mentre East India Company risulta la più rischiosa tra

le compagnie, soggetta alle fortune del commercio.

Tabella 11: Statistiche descrittive.

Variabile	N	$\mu$ (%)	$\sigma$ (%)	skewness	kurtosi	min (%)	max (%)
Panel A: 1727-1821							
SSC	62	0,307	9,063	0,091	5,11	-27,625	28,849
BoE	94	0,789	9,779	0,001	3,48	-24,579	28,025
EIC	94	0,428	11,108	0,205	3,48	-31,928	29,254
Consols	94	-0,121	7,546	0,015	3,78	-20,848	19,303
Ind <sub>Mirowski</sub>	94	0,172	7,519	0,04	3,59	-21,815	21,519
Ind <sub>Neal</sub>	94	0,342	9,413	-0,01	3,73	-23,976	28,061
$\pi_{WPI}$	94	0,216	6,866	-0,433	4,91	-24,228	19,193
$\pi_{CPI}$	94	0,707	7,916	0,19	4,94	-25,928	26,252
Panel B: 1790Q3-1821Q4							
BoE	126	0,382	5,854	0,56	4,449	-19,497	14,962
EIC	126	0,382	5,573	0,027	3,34	-15,085	14,899
Consols	126	0,034	5,679	-0,14	3,34	-16,643	15,9
Ind <sub>Neal</sub>	126	0,159	4,956	-0,025	5,136	-17,253	17,674
$\pi_{WPI}$	126	0,062	4,456	-0,144	3,7	-14,663	12,965

Note:  $\mu$  e  $\sigma$  indicano rispettivamente media e deviazione standard,  $\pi_{WPI}$  e  $\pi_{CPI}$  l'inflazione dei prezzi all'ingrosso e al consumo.

Skewness e kurtosi riassumono l'asimmetria e lo spessore delle code delle distribuzioni, per le quali un test formale congiunto sui due parametri non conferma la normalità per South Sea Company e i tassi di inflazione. Sebbene le code delle distribuzioni non siano particolarmente spesse per gran parte delle variabili, lungo il campione annuale si registrano dei rendimenti estremi degni di nota che spaziano su un intervallo piuttosto ampio, come mostrano massimi e minimi. La loro presenza è dovuta sia alle circostanze militari, ad esempio il crollo dei Consols nel 1778 (la Francia entra nella Rivoluzione Americana) o di Bank of England durante l'insurrezione giacobita nel 1745 (Brown et al., 2004), che alle crisi finanziarie e alle politiche del governo, come la divisione del capitale di South Sea Company nel 1733 o la bolla del Bengala (1769) per East India Company (Robins, 2006). I valori estremi per i tassi di inflazione, soprattutto nel caso della crescita dei prezzi al consumo, si

osservano principalmente attorno a periodi caratterizzati da pessimi raccolti, dato il peso assunto dai prodotti agricoli negli indici (Gilboy, 1936).

Nel Panel B, su frequenza trimestrale lo scostamento delle deviazioni standard delle variabili è contenuto. Il test formale congiunto su skewness e kurtosi rifiuta l'ipotesi di normalità per Bank of England e l'indice azionario di Neal, come suggerisce lo spessore delle code. Considerando il periodo su cui si estende il campione trimestrale, gli eventi militari hanno una forte influenza sui rendimenti estremi, infatti essi condividono il medesimo minimo in corrispondenza della ripresa delle ostilità con la Francia nel 1803.

È doveroso sottolineare alcuni elementi che influenzano le statistiche descrittive. I rendimenti nominali sui Consol e l'indice di Mirowski, sono costruiti a partire da prezzi medi e non su osservazioni di fine periodo, distorcendo media e deviazione standard, poiché la variabilità di breve periodo viene smussata. Inoltre, gli indici azionari e del livello dei prezzi sono frutto della giunzione di serie storiche più brevi. In questo senso, media e deviazione standard potrebbero essere distorte dalla selezione di titoli scambiati frequentemente, dal numero di compagnie utilizzate per costruire un indice nei periodi iniziali (*survivorship bias*) o dall'oscillazione della varietà di commodity comprese nel paniere rappresentativo (Goetzmann, 1993).

Le serie storiche dei rendimenti nominali, come è ragionevole aspettarsi, e dei tassi di inflazione risultano stazionarie sia a frequenza annuale che trimestrale; un test ADF rifiuta l'ipotesi nulla di presenza di radice unitaria a un livello di significatività del 5%.

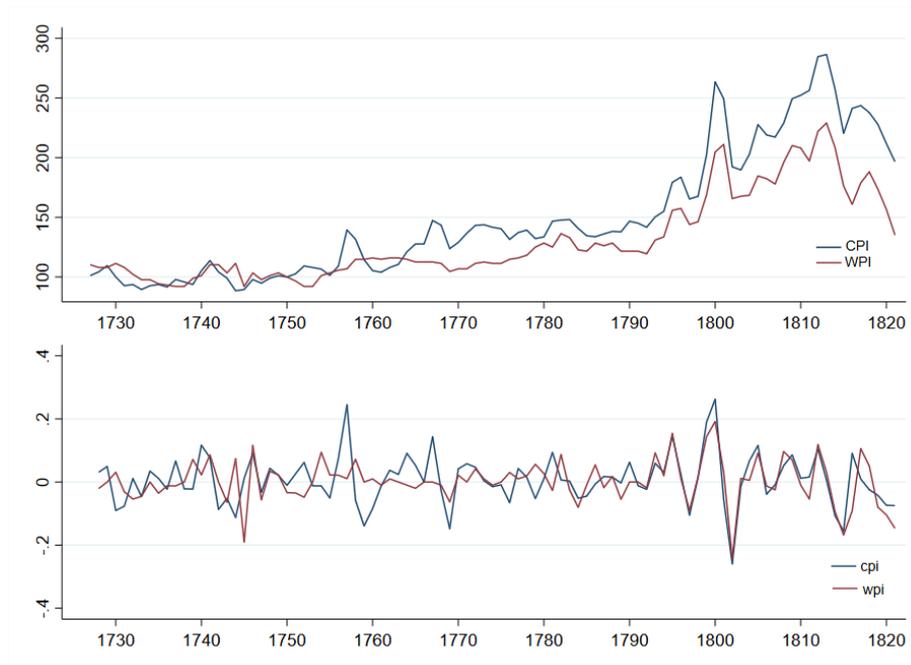
## 4.4 Modello generale e risultati

### 4.4.1 Definire l'inflazione attesa

Analizzare il modo in cui i rendimenti nominali rispondono all'inflazione effettiva e inattesa, richiede definire la componente attesa, in modo coerente con il periodo considerato. L'inflazione attesa al tempo  $t$  è il tasso di variazione del livello dei prezzi che gli operatori si aspettano di osservare sulla base delle informazioni disponibili in  $t-1$ . La Figura 6 è utile per determinarne una misura empirica ragionevole.

Tra il 1727 e il 1810 il livello dei prezzi è più che duplicato, per poi avviarsi verso una decrescita sostanziale all'estremo finale del campione. Gli indici sono complessivamente stazionari nella prima metà del XVIII secolo e segnano un aumento tendenziale di lungo periodo a partire dal 1760. Gran parte di questa crescita avviene nel corso delle guerre rivoluzionarie e napoleoniche, durante le quali l'immissione

Figura 6: CPI, WPI e relativi tassi di inflazione, 1727-1821.



in circolazione di denaro cartaceo, le ingenti spese militari e il Blocco Continentale hanno avuto un impatto apprezzabile sui prezzi, mentre gli altri periodi di guerra non sono caratterizzati da fenomeni inflattivi particolarmente intensi.<sup>37</sup> Il tasso di inflazione mostra il continuo susseguirsi di oscillazioni repentine di breve periodo, alternando fasi inflattive e deflattive ed evidenziando la sua volatilità nel XVIII e all’inizio del XIX secolo. Le variazioni più significative sono dovute soprattutto alla volatilità dei prezzi dei prodotti agricoli, che all’epoca costituivano larga parte dell’allocazione delle spese individuali, e soggetti a fattori esogeni come le condizioni climatiche (Schumpeter, 1938).

Data l’esperienza storica delle repentine oscillazioni dell’inflazione, in un tale contesto non saremmo in grado di attribuire probabilità ragionevoli a un aumento o una diminuzione dei prezzi, per cui riteniamo coerente ipotizzare aspettative adattive in forma semplice, ovvero imporre l’inflazione attesa in  $t$  pari a quella effettivamente osservata in  $t-1$ . La scelta è dovuta anche alla scarsa percorribilità delle alternative. Naturalmente, supporre aspettative di tipo *perfect foresight* implicherebbe un’inflazione inattesa nulla. D’altra parte, utilizzare medie storiche o campionarie, considerata la formulazione del modello nella sezione successiva, genererebbe problemi di collinearità tra le variabili indipendenti, dato che si tratterebbe di sottrarre

<sup>37</sup>In generale, sul campione 1727-1821, l’inflazione risulta più elevata in media in tempo di guerra. Considerando la Guerra di Successione Austriaca, la Guerra dei Sette Anni e la Rivoluzione Americana, la crescita media dei prezzi al consumo è 0,6% su scala logaritmica; includendo le guerre rivoluzionarie e napoleoniche raddoppia.

all'inflazione effettiva una costante o un valore tendente alla media campionaria.

#### 4.4.2 Formulazione del modello

Esprimiamo la relazione tra i rendimenti nominali, l'inflazione effettiva e la sua componente inattesa attraverso il seguente modello di regressione lineare:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j \pi_t + \gamma_j (\pi_t - \pi_{t-1}) + \varepsilon_{jt}$$

dove  $R_{jt}$  è il rendimento nominale del titolo o dell'indice azionario  $j$  al tempo  $t$ ,  $\pi_t$  l'inflazione effettiva nell'anno corrente e  $\pi_{t-1}$ , in base a quanto detto nella sezione precedente, quella attesa. Quindi,  $\pi_t - \pi_{t-1}$  rappresenta la componente inattesa dell'inflazione.

Su entrambi i campioni di analisi la regressione è effettuata secondo il metodo dei minimi quadrati ordinari sia in modo semplice che con gli stimatori di Newey-West (1987), così da ottenere stime più precise e robuste in presenza di eventuale eteroschedasticità o autocorrelazione dei residui. Con gli errori standard di Newey-West si considera un numero ottimale di ritardi  $l = \text{int}(T^{1/4})$ , dove  $T$  è il numero di osservazioni della variabile dipendente (Greene, 2003); ovvero due ritardi per South Sea Company, tre per ogni altra variabile.

Il coefficiente  $\beta_j = 1$  indica che un'attività finanziaria fornisce una copertura completa contro l'inflazione effettiva, ossia il rendimento nominale varia in modo perfettamente proporzionale rispetto alla crescita del livello dei prezzi. Analogamente, per  $\gamma_j = 1$  un asset offre una protezione totale rispetto alle oscillazioni inattese del livello dei prezzi. I coefficienti segnalano coperture parziali se compresi tra zero e uno, protezione completamente assente se nulli o negativi. Come fanno notare Fama e Schwert (1977), il fatto che un asset costituisca una copertura contro l'inflazione o una delle sue componenti, non significa necessariamente che questa sia la principale responsabile delle variazioni del prezzo del titolo. In altri termini, l'inflazione potrebbe spiegare solo una frazione della variabilità dei rendimenti nominali.

#### 4.4.3 Risultati principali

I risultati delle regressioni sono raccolti nelle Tabelle 12 e 13 rispettivamente per il campione annuale e trimestrale. Per ogni stima si riportano nell'ordine i coefficienti  $\beta$  o  $\gamma$ , gli errori standard semplici e di Newey-West, a conferma della della robustezza

delle stime. Vengono contrassegnati i valori significativi a un livello del 5%. Non sono incluse le stime per le costanti  $\alpha_j$ , in quanto mai significative.

Tabella 12: Stime dei coefficienti, 1727-1821.

	SSC	BoE	EIC	Ind <sub>Mirowski</sub>	Ind <sub>Neal</sub>	Consols
$\pi_{CPI}$						
$\beta$	0,484 (0,227)* [0,164]*	0,435 (0,163)* [0,151]*	0,370 (0,163) [0,188]*	0,302 (0,124)* [0,105]*	0,437 (0,156)* [0,132]*	0,243 (0,127)* [0,104]*
$\gamma$	-0,233 (0,172) [0,124]	-0,262 (0,128)* [0,175]	-0,173 (0,148) [0,154]	-0,260 (0,098)* [0,078]*	-0,267 (0,123)* [0,158]	-0,164 (0,101) [0,085]
$R^2_{adj}$	0,041	0,055	0,02	0,061	0,062	0,021
$N$	61	93	93	93	93	93
$\pi_{WPI}$						
$\beta$	-0,123 (0,392) [0,399]	0,200 (0,202) [0,269]	0,030 (0,231) [0,236]	0,315 (0,155)* [0,165]*	0,322 (0,193) [0,208]	0,072 (0,159) [0,146]
$\gamma$	0,409 (0,246) [0,236]	0,107 (0,151) [0,287]	0,221 (0,172) [0,270]	-0,251 (0,115)* [0,098]*	0,031 (0,144) [0,235]	0,000 (0,119) [0,153]
$R^2_{adj}$	0,057	0,028	0,017	0,034	0,045	-0,018
$N$	61	93	93	93	93	93

Note: gli errori standard semplici e di Newey-West sono riportati rispettivamente in parentesi tonde e quadre. Le stime con Newey-West considerano due ritardi per South Sea Company, tre per le altre variabili. \* indica una significatività al 5%.

In Tabella 12, Panel A, le stime suggeriscono una relazione positiva tra i rendimenti nominali e la crescita effettiva del livello dei prezzi al consumo. Essendo i  $\beta_j$  compresi tra zero e uno, gli asset forniscono una protezione parziale dall'inflazione effettiva, anche se l'ampiezza degli errori standard impedisce di valutare con precisione in quale misura. La significatività statistica dei coefficienti è confermata dagli errori standard di Newey-West per ogni variabile dipendente. Rispetto all'inflazione

inattesa, il segno dei coefficienti identifica una relazione negativa con i rendimenti nominali, ma i  $\gamma_j$  si possono considerare statisticamente non nulli con entrambi gli errori standard solo nel caso dell'indice di Mirowski.

I risultati nel Panel B non sono coerenti con quanto osservato per la crescita dei prezzi al consumo. L'indice di Mirowski è il solo a mantenersi concorde con il Panel A, mentre non essendoci alcuna stima significativa per le altre variabili, è evidente come queste non offrano alcuna protezione dalle oscillazioni complessive o inattese del livello dei prezzi all'ingrosso.

La Tabella 13 delinea un quadro ancora diverso. Sul campione trimestrale, nessuna variabile è considerabile come copertura anche solo parziale nei confronti dell'inflazione effettiva, tantomeno nei confronti della componente inattesa, dalla quale i rendimenti di Bank of England, East India Company e l'indice azionario sono influenzati negativamente, mentre il coefficiente  $\gamma$  dei Consols è statisticamente nullo.

Tabella 13: Stime dei coefficienti, 1790Q3-1821Q4.

	BoE	EIC	Ind <sub>Neal</sub>	Consols
$\beta$	0,182 (0,147) [0,16]	0,119 (0,140) [0,146]	0,154 (0,125) [0,144]	-0,004 (0,144) [0,175]
$\gamma$	-0,251 (0,120)* [0,112]*	-0,233 (0,114)* [0,095]*	-0,222 (0,101)* [0,069]*	-0,125 (0,117) [0,096]
$R_{adj}^2$	0,019	0,019	0,022	-0,001
$N$	126	126	126	126

Note: gli errori standard semplici e di Newey-West sono riportati rispettivamente in parentesi tonde e quadre. Le stime con Newey-West considerano tre ritardi. \* indica una significatività al 5%.

Nel complesso, le stime suggeriscono come le variazioni dei prezzi basate sul CPI abbiano un impatto più consistente e significativo rispetto a quelle calcolate a partire dal WPI. In altri termini, il fatto che un'attività finanziaria costituisca una copertura parziale, nella migliore delle ipotesi, o meno contro l'inflazione dipende anche da come quest'ultima viene misurata. In ogni caso, notiamo che i coefficienti di

determinazione  $R_{adj}^2$  sono molto bassi, al più 0,062, segno che le variabili indipendenti spiegano solamente una minima parte della variabilità dei rendimenti nominali.

## 4.5 Regressioni mobili

Una delle ipotesi tipiche delle regressioni lineari è l'assunzione che i coefficienti stimati, ossia la relazione tra le variabili dipendenti e indipendenti, siano costanti nel tempo. Per verificare se i risultati nelle Tabelle 12 e 13 possano essere considerati validi lungo tutto il campione, come analisi di robustezza effettuiamo delle regressioni con finestre mobili. Si considerano delle finestre mobili che comprendono le 30 osservazioni precedenti, affinché abbiano una numerosità sufficiente.

Sul campione annuale le regressioni mobili vengono reiterate a partire dal 1756 e in quello trimestrale dagli ultimi tre mesi del 1797. A ogni ripetizione della regressione, la finestra trasla in avanti di un anno. Otteniamo così le serie storiche dei coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  per ogni variabile, considerando un intervallo di confidenza del 95%. Se in un determinato periodo questo interseca lo zero, il coefficiente è considerabile statisticamente nullo.

I grafici generati sono raccolti in Appendice A e B. In generale, nell'analisi annuale i risultati ottenuti dalle regressioni generali non vengono sempre confermati. Riguardo all'inflazione effettiva dei prezzi al consumo, il solo coefficiente  $\beta$  positivo e significativo identificato dalle stime generali che si mostra stabile lungo il campione è con South Sea Company, dove l'intervallo di confidenza si mantiene al di sopra dello zero fino al 1784 senza particolari oscillazioni. Invece, per le altre variabili dipendenti, un  $\beta$  statisticamente non nullo e positivo è riscontrabile solo nel periodo 1760-85. In accordo con le stime generali con gli errori standard di Newey-West, il coefficiente  $\gamma$  dell'inflazione inattesa dei prezzi al consumo è considerabile nullo per Bank of England, East India Company, South Sea Company e l'indice di Neal su tutto il campione, mentre l'indice di Mirowski e i Consols presentano deviazioni significative da zero solo in alcuni periodi. Nel caso dell'inflazione dei prezzi all'ingrosso, l'evoluzione di entrambi i coefficienti si sovrappone ai risultati complessivi per tutte le variabili, ad eccezione dell'indice di Mirowski, per il quale la significatività è presente solo a partire dal 1810, all'estremo finale del campione.

Nell'analisi trimestrale, le regressioni confermano un coefficiente per l'inflazione effettiva nullo, mentre la relazione significativa e negativa identificata dalle stime generali per Bank of England, East India Company e l'indice di Neal nei confronti dell'inflazione inattesa è riscontrabile al più fino al 1809, dopodiché i  $\gamma$  sono considerabili nulli.

# Conclusioni

Le tematiche e i fenomeni trattati in questo studio ci permettono di trarre diverse conclusioni sulle implicazioni della gestione delle finanze pubbliche e sulle caratteristiche dell'inflazione. Ciò che emerge chiaramente è come la Gran Bretagna sia stata in grado di costruire uno stato fiscal-militare di straordinaria efficienza, capace di mobilitare un volume di risorse molto elevato per sostenere l'impegno militare e l'espansione imperiale. Si è trattato di un processo graduale, avviato sotto gli Stuart e completato in seguito alla Gloriosa Rivoluzione. Ogni conflitto in cui la Gran Bretagna è stata protagonista ha promosso innovazioni finanziarie o riforme fiscali volte a ottimizzare la gestione di un debito crescente e ampliare la raccolta del gettito. Le guerre contro Luigi XIV hanno rivelato la necessità di creare un debito più liquido e meno oneroso, avviando il processo di conversione a partire dalla bolla dei mari del sud fino all'introduzione dei Consols. I conflitti coloniali hanno messo in evidenza gli elevati costi delle politiche imperiali, inducendo il governo a intraprendere riforme finanziarie sostanziali, attraverso le assessed taxes e il Sinking Fund. Infine, lo scontro con la Francia rivoluzionaria e napoleonica ha generato la prima forma di tassazione veramente incisiva sulla ricchezza e portato lo stato fiscal-militare inglese al limite. Il sistema finanziario britannico è stato sottoposto a enormi pressioni dalla lotta per la supremazia contro la Francia, ma, a differenza del suo acerrimo rivale, la Gran Bretagna, aldilà delle preoccupazioni politiche, non è mai stata sulla soglia della crisi di solvibilità; qui risiede la forza del sistema finanziario inglese.

In tale contesto è evidente la progressiva formazione dello stato moderno. L'equilibrio costituzionale imposto dalla Gloriosa Rivoluzione ha vincolato la Corona e il Parlamento a una condotta finanziaria più responsabile, contribuendo a rafforzare la credibilità creditizia del regno. La fondazione delle monied companies, l'emissione e la commercializzazione del debito pubblico e delle azioni delle compagnie sono state cruciali per instaurare quel legame istituzionalizzato tra il governo e i mercati finanziari che tutt'oggi sussiste, nonché a riunire una comunità finanziaria influente sulla politica. Inoltre, il finanziamento delle politiche imperiali ha rafforzato il rapporto tra Bank of England e il governo, dapprima attraverso l'acquisizione della

gestione di gran parte del debito pubblico e in seguito con gli esperimenti monetari delle guerre napoleoniche, gettando le basi per la sua successiva evoluzione in una banca centrale vera e propria.

Nello studiare i fenomeni inflativi verificatisi durante il periodo considerato, possiamo concludere che nonostante essi siano stati determinati nella maggior parte dei casi dalla scarsità dei raccolti sono emerse alcune eccezioni significative. Nelle Tredici Colonie le oscillazioni del livello dei prezzi sono state strettamente legate all'espansione dell'offerta di moneta, mentre in Gran Bretagna, durante le guerre napoleoniche, sono state il frutto della congiuntura di numerosi fattori connessi al conflitto, come la dislocazione del commercio internazionale, la mobilitazione e la sospensione della convertibilità.

A completamento della trattazione, si è esaminato se i titoli più strettamente connessi alle finanze pubbliche, emessi lungo questa parentesi storica, e che dominavano il mercato londinese, siano stati in grado di fornire una copertura nei confronti delle variazioni effettive e inattese dei prezzi al consumo e all'ingrosso. Le attività finanziarie considerate sono le azioni di Bank of England, East India e South Sea Company, due indici azionari (identificabili come portafogli di titoli) e le rendite perpetue al 3%. L'analisi è stata effettuata sia su frequenza annuale (1727-1821) che trimestrale (1790Q3-1821Q4). Delineate le caratteristiche, la costruzione e i limiti delle serie storiche, i rendimenti nominali delle attività sono stati regrediti attraverso un modello lineare sull'inflazione attesa e inattesa, quest'ultima ipotizzata secondo aspettative adattive semplici, per via dell'esperienza storica delle oscillazioni repentine del livello dei prezzi.

I risultati ottenuti per l'analisi non condizionale sui campioni completi differiscono a seconda della frequenza e della misura con cui l'inflazione è stata calcolata. Infatti, sul campione annuale si rileva una relazione positiva tra i rendimenti nominali e l'inflazione effettiva dei prezzi al consumo, indice in questo caso di una copertura parziale, mentre alcune attività finanziarie risentono negativamente dell'inflazione inattesa. Nel caso dei prezzi all'ingrosso, i rendimenti non mostrano relazioni statisticamente significative verso entrambe le componenti dell'inflazione. Su base trimestrale, invece, le stime suggeriscono come i rendimenti dei titoli e degli indici azionari rispondano negativamente all'inflazione inattesa. Infine, come analisi di robustezza, sono state effettuate su entrambe i campioni delle regressioni mobili per verificare la stabilità delle stime nel tempo. Le regressioni mobili evidenziano che, in generale, le attività finanziarie considerate possono essere considerate al più coperture parziali contro l'inflazione effettiva solo in alcuni sottoperiodi limitati dei campioni. L'unica eccezione significativa è South Sea Company, che offre

una protezione parziale stabile nei confronti delle oscillazioni dei prezzi al consumo sul campione annuale. Nel complesso, i risultati sono concordi con la prospettiva dominante in letteratura economica, secondo la quale titoli azionari e obbligazioni sovrane non forniscono una buona protezione contro le componenti dell'inflazione, conclusione che sembra applicabile anche al mercato londinese dell'epoca.



# Bibliografia

- Anderson, F. (2007). *Crucible of war: the seven years' war and the fate of empire in British North America, 1754-1766*. Knopf Doubleday Publishing Group.
- Andreades, A. (1966). *History of the Bank of England, 1640-1903*. Taylor & Francis Group.
- Antipa, P., & Chamley, C. (2017). *Monetary and fiscal policy in England during the French Wars (1793-1821)* (Working papers N. 627). Banque de France.
- Antipa, P. M. (2016). How fiscal policy affects prices: Britain's first experience with paper money. *The Journal of Economic History*, 76(4), 1044–1077.
- Ashworth, W. (2003). *Customs and Excise: trade, production, and consumption in England, 1640-1845*. Oxford University Press.
- Attié, A. P., & Roache, S. K. (1990). *Inflation hedging for long-term investors* (Working Paper N. 09-90). International Monetary Fund, Finance Department.
- Black, J. (1984). *Britain in the age of Walpole*. Springer.
- Black, J. (1990). *Robert Walpole and the nature of politics in early eighteenth-century Britain*. Springer.
- Black, J. (2008). *Eighteenth-century Britain, 1688-1783*. Bloomsbury Publishing.
- Blanning, T. C. (2000). *The eighteenth century: Europe 1688-1815*. OUP Oxford.
- Bodie, Z. (1976). Common stocks as a hedge against inflation. *The journal of finance*, 31(2), 459–470.
- Bordo, M. D., & White, E. N. (1991). A tale of two currencies: British and French finance during the Napoleonic Wars. *The Journal of Economic History*, 51(2), 303–316.
- Brewer, J. (1989). *The sinews of power: war, money and the English state, 1688-1783*. Routledge.
- Broadberry, S., Campbell, B. M., Klein, A., Overton, M., & Van Leeuwen, B. (2015). *British economic growth, 1270–1870*. Cambridge University Press.
- Brown, W., Burdekin, R., & Weidenmier, M. (2004). *Consols, financial stability, and Pax Britannia* (Working Paper N. 03). Claremont McKenna College.

- Browning, R. (1971). The duke of Newcastle and the financing of the seven years' war. *The Journal of Economic History*, 31(2), 344–377.
- Broz, J. L., & Grossman, R. S. (2004). Paying for privilege: the political economy of Bank of England charters, 1694–1844. *Explorations in Economic History*, 41(1), 48–72.
- Capps, E. (1859). *The national debt financially considered*. Groombridge; sons.
- Carlos, A., Neal, L., & Wandschneider, K. (2005). *The origin of national debt: the financing and re-financing of the war of the spanish succession* (rapp. tecn.). University of Colorado Working Paper: Boulder.
- Carlos, A. M., & Neal, L. (2011). Amsterdam and London as financial centers in the eighteenth century. *Financial history review*, 18(1), 21–46.
- Carlos, A. (2012). British corporate finance, 1500–1860. In *Handbook of key global financial markets, institutions, and infrastructure* (pp. 39–46). Elsevier.
- Carruthers, B. G. (1999). *City of capital: politics and markets in the English financial revolution*. Princeton University Press.
- Chadha, J. S., & Newby, E. (2013). *Midas, transmuting all, into paper: the Bank of England and the Banque de France during the Napoleonic Wars* (Working Papers in Economics N. 1330). Faculty of Economics, University of Cambridge.
- Chaffin, R. J. (1970). The Townshend Acts of 1767. *The William and Mary Quarterly*, 27(1), 90–121.
- Chamley, C. (2007). *Contingent government liabilities against private expectations in England, 1743-49* (rapp. tecn. N. dp-166). Boston University - Department of Economics.
- Chamley, C. (2011). Interest reductions in the politico-financial nexus of eighteenth-century England. *The Journal of Economic History*, 71(3), 555–589.
- Clark, G. (1996). The political foundations of modern economic growth: England, 1540-1800. *The Journal of Interdisciplinary History*, 26(4), 563–588.
- Cohen, J. (1953). The element of lottery in British government bonds, 1694-1919. *Economica*, 20(79), 237–246.
- Cone, C. B. (1951). Richard Price and Pitt's Sinking Fund of 1786. *The Economic History Review*, 4(2), 243–251.
- Cooper, R. (1982). William Pitt, taxation, and the needs of war. *Journal of British Studies*, 22(1), 94–103.
- Cope, S. (1978). The stock exchange revisited: a new look at the market in securities in London in the eighteenth century. *Economica*, 45(177), 1–21.

- Crafts, N., & Mills, T. (1990). *Trends in real Wages in Britain 1750-1913* (The Warwick Economics Research Paper Series (TWERPS) N. 371). University of Warwick, Department of Economics.
- Crouzet, F. (1964). Wars, blockade, and economic change in Europe, 1792-1815. *The Journal of Economic History*, 24(4), 567–588.
- Crouzet, F. M. (1989). Les conséquences des guerres de la Révolution et de l'Empire pour l'économie britannique (1793-1815). *Revue économique*, 40(6), 1119–1135.
- Dickinson, H. T. (1984). Popular politics in the age of Walpole. In J. Black (Cur.), *Britain in the Age of Walpole* (pp. 45–68). Macmillan Education UK.
- Dickinson, H. T. (2010). The failure of conciliation: Britain and the american colonies 1763-1783. *The Kyoto Economic Review*, 79(2 (167)), 2–20.
- Dickson, P. G. M. (1967). *The financial revolution in England: a study in the development of public credit, 1688-1756*. Macmillan.
- Doubleday, T. (1847). *A financial, monetary, and statistical history of England, from the Revolution of 1688 to the present time: derived principally from official documents*. E. Wilson.
- Duffy, I. P. H. (1982). The discount policy of the Bank of England during the suspension of cash payments, 1797-1821. *The Economic History Review*, 35(1), 67–82.
- Duryea, S. N. (2010). William Pitt, the Bank of England, and the 1797 suspension of specie payments: central bank war finance during the Napoleonic wars. *Libertarian papers*, 2, 1.
- Eloranta, J., & Land, J. (2011). Hollow victory? Britain's public debt and the seven years' war. *Essays in Economic & Business History*, 29, 101–118.
- Fama, E. F., & Schwert, G. W. (1977). Asset returns and inflation. *Journal of financial economics*, 5(2), 115–146.
- Feinstein, C. H. (1998). Pessimism perpetuated: real wages and the standard of living in Britain during and after the industrial revolution. *The Journal of Economic History*, 58(3), 625–658.
- Fisher, I. (1930). *The theory of interest*. Macmillan.
- Garber, P. (2000). *Famous first bubbles: the fundamentals of early manias*. MIT Press.
- Gayer, A., Rostow, W., & Schwartz, A. (1953). *The growth and fluctuation of the British Economy, 1790-1850: an Historical, statistical, and theoretical study of Britain's economic development*. Clarendon Press.

- Gelabert, J. (1999). Castile, 1504–1808. In *The rise of the fiscal state in Europe c.1200–1815*. Oxford University Press.
- Gent, J. (2016). *Abundance and scarcity: classical theories of money, bank balance sheets and business models, and the British restriction of 1797-1818* [Tesi di dottorato, London School of Economics e Political Science].
- Gilboy, E. W. (1936). The cost of living and real wages in eighteenth century England. *The Review of Economics and Statistics*, 18(3), 134–143.
- Goetzmann, W. N. (1993). Patterns in three centuries of stock market prices. *The Journal of Business*, 66(2), 249–270.
- Goldsmith, M. M. (1979). Faction detected: ideological consequences of Robert Walpole’s decline and fall. *History*, 64(210), 1–19.
- Goodman, H. (2009). The formation of the Bank of England: a response to changing political and economic climate, 1694. *Penn History Review*, 17(1), 10–30.
- Green, R. (1989). Real bills doctrine. *Money*, 310–313.
- Grellier, J. (1799). *The terms of all the loans which have been raised for the public service during the last fifty years: with an introductory account of the principal loans prior to that period, ... By J. J. Grellier*. H. L. Galabin: sold by J. Johnson; W. J.; J. Richardson.
- Grellier, J. (1810). *The history of the national nebt, from the Revolution in 1688 to the beginning of the year 1800: with a preliminary account of the debts contracted previous to that æra*. J. Richardson.
- Hamilton, R. (1813). *An inquiry concerning the rise and progress ... of the national debt, etc*. Oliphant, Waugh; Innes.
- Harris, R. (1994). The Bubble Act: its passage and its effects on business organization. *The Journal of Economic History*, 54(3), 610–627.
- Harris, R. (2004). Government and the economy, 1688–1850. In R. Floud & P. Johnson (Cur.), *The Cambridge Economic History of Modern Britain* (pp. 204–237, Vol. 1). Cambridge University Press.
- Hart, M. (1999). The United Provinces, 1519-1806. In *The Rise of the Fiscal State in Europe c.1200–1815*.
- He, W. (2007). *Paths toward the modern fiscal state: England (1642-1752), Japan (1868-1895), and China (1850-1911)* [Tesi di dottorato, Massachusetts Institute of Technology].
- Henderson, W. O. (1957). The anglo-french commercial treaty of 1786. *The Economic History Review*, 10(1), 104–112.
- Homer, S., & Sylla, R. (2005). *A history of interest rates*. Wiley.

- Hoppit, J. (1986). Financial crises in eighteenth-century England. *The Economic History Review*, 39(1), 39–58.
- Hoppit, J. (2000). *A land of liberty?: England 1689-1727*. OUP Oxford.
- Hoppit, J. (2002). The Myths of the South Sea Bubble. *Transactions of the Royal Historical Society*, 12, 141–165.
- Hueckel, G. (1973). War and the British economy, 1793-1815: a general equilibrium analysis. *Explorations in Economic History*, 10(4), 365.
- Humpage, O. F. (2015). Paper money and inflation in colonial america. *Economic Commentary*, (06).
- Humphrey, T. M. (1982). The real bills doctrine. *FRB Richmond Economic Review*, 68(5), 3–13.
- Irigoin, M. A., & Grafe, R. (2012). *Bounded Leviathan: or why North and Weingast are only right on the right half* (rapp. tecn.). The London School of Economics e Political Science.
- Jaffe, J. F., & Mandelker, G. (1976). The "Fisher effect" for risky assets: an empirical investigation. *The Journal of Finance*, 31(2), 447–458.
- Jeffrey-Cook, J. (2010). William Pitt and his taxes. *British Tax Review*, 4, 376–391.
- Johnson, N. D., & Koyama, M. (2014). Tax farming and the origins of state capacity in England and France. *Explorations in Economic History*, 51, 1–20.
- Juhász, R. (2018). Temporary protection and technology adoption: evidence from the Napoleonic Blockade. *American Economic Review*, 108(11), 3339–76.
- Kim, J. (2012). *How politics shaped modern banking in early modern England: Rethinking the nature of representative democracy, public debt, and modern banking* (MPIfG Discussion Paper N. 12/11). Max Planck Institute for the Study of Societies.
- Kleer, R. (2012). ‘The folly of particulars’: the political economy of the South Sea Bubble. *Financial History Review*, 19(2), 175–197.
- Kleer, R. (2015). Riding a wave: the company’s role in the South Sea Bubble. *The Economic History Review*, 68(1), 264–285.
- Knight, R., & Wilcox, M. (2012). War, government and the market: the direction of the debate on the British contractor state, c. 1740-1815. In *The Contractor State and Its Implications, 1659-1815*. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, Servicio de Publicaciones.
- Kozuh, R. M. (1983). Antecedents of the income tax in colonial america. *The Accounting Historians Journal*, 10(2), 99–116.
- Land, J. (2010). *The price of empire: Britain’s military costs during the seven years’ war*.

- Landers, J. (2005). The destructiveness of pre-industrial warfare: political and technological determinants. *Journal of Peace Research*, 42(4), 455–470.
- Li, L.-F. (2019). The Stop of the Exchequer and the secondary market for English sovereign debt, 1677–1705. *The Journal of Economic History*, 79(1), 176–200.
- Lodge, R. (1932). The continental policy of Great Britain, 1740–60. *History*, 16(64), 298–304.
- Lynd, S., & Waldstreicher, D. (2011). Free trade, sovereignty, and slavery: toward an economic interpretation of american independence. *The William and Mary Quarterly*, 68(4), 597–630.
- Macdonald, J. (2010). *The British Navy's Victualling Board, 1793-1815: management competence and incompetence*. Boydell Press.
- Marston, D. (2001). *The seven years' war*. Fitzroy Dearborn.
- Mathias, P., & O'Brien, P. (1976). Taxation in Britain and France, 1715-1810. A comparison of the social and economic incidence of taxes collected for the central governments. *Journal of European Economic History*, 5(3), 601.
- Mays, A., & Shea, G. (2012). *Intermediation and the provision of liquidity services during the South Sea Bubble* (Working Papers N. 12011). Economic History Society.
- McGowen, R. (2005). The Bank of England and the policing of forgery 1797-1821. *Past & Present*, (186), 81–116.
- Mirowski, P. (1981). The rise (and retreat) of a market: English joint stock shares in the eighteenth century. *The Journal of Economic History*, 41(3), 559–577.
- Mitchell, B. (1998). *International historical statistics: Europe 1750-1993*. Springer.
- Murphy, A. (2012). The financial revolution in England. In G. Caprio (Cur.), *Handbook of key global financial markets, institutions and infrastructure* (pp. 85–94). Elsevier.
- Murphy, A. L. (2014). *Making the market: trading debt at the eighteenth-century Bank of England* (eabh Papers N. 14-05). The European Association for Banking and Financial History (EABH).
- Neal, L. (1977). Interpreting power and profit in economic history: a case study of the seven years war. *The Journal of Economic History*, 37(1), 20–35.
- Neal, L. (1990). *The rise of financial capitalism: international capital markets in the age of reason*. Cambridge University Press.
- Needham, D. (2019). A very short history of the national debt.
- Nelson, C. R. (1976). Inflation and rates of return on common stocks. *The journal of Finance*, 31(2), 471–483.

- Neumann, J., & Kington, J. (1992). Great historical events that were significantly affected by the weather: part 10, crop failure in Britain in 1799 and 1800 and the British decision to send a naval force to the Baltic early in 1801. *Bulletin of the American Meteorological Society*, 73(2), 187–199.
- Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A Simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica*, 55(3), 703–708.
- North, D. C., & Weingast, B. R. (1989). Constitutions and commitment: the evolution of institutions governing public choice in seventeenth-century England. *The journal of economic history*, 49(4), 803–832.
- Oats, L., & Sadler, P. (2008). Accounting for the Stamp Act crisis. *Accounting Historians Journal*, 35(2), 101–143.
- O’Brien, P. K. (1967). *Government revenue, 1793-1815 : a study in fiscal and financial policy in the wars against France*.
- O’Brien, P. K. (2008). Mercantilist institutions for the pursuit of power with profit: the management of Britain’s national debt, 1756–1815. In *Government debt and financial markets in Europe*. Pickering & Chatto.
- O’Brien, P. (2011). The nature and historical evolution of an exceptional fiscal state and its possible significance for the precocious commercialization and industrialization of the British economy from Cromwell to Nelson. *The Economic History Review*, 64(2), 408–446.
- O’Brien, P. K. (1988). The political economy of British taxation, 1660-1815. *Economic history review*, 41(1), 1–32.
- O’Brien, P. K., & Palma, N. (2019). Danger to the Old Lady of Threadneedle Street? The Bank Restriction Act and the regime shift to paper money, 1797–1821. *European Review of Economic History*, 24(2), 390–426.
- O’Brien, P. K. (1989). The impact of the revolutionary and Napoleonic Wars, 1793-1815, on the long-run growth of the British economy. *Review (Fernand Braudel Center)*, 12(3), 335–395.
- O’Brien, P. K. (2016). The triumph and denouement of the British fiscal state: taxation for the wars against revolutionary and Napoleonic France, 1793–1815. In *The fiscal-military state in eighteenth-century Europe* (pp. 167–200). Routledge.
- O’Rourke, K. H. (2006). The worldwide economic impact of the French Revolutionary and Napoleonic Wars, 1793–1815. *Journal of Global History*, 1(1), 123–149.

- Parliamentary-Papers. (1898). *History of the earlier years of the funded debt from 1694 to 1786*. Darling & Sons.
- Paul, H. (2011). *The South Sea Bubble: an economic history of its origins and consequences*. Taylor & Francis.
- Pearsall, M. (2011). The Land Tax. *Magazine of the Friends of The National Archives*, 2(3), 16–17.
- Perlman, M. (1986). The bullionist controversy revisited. *Journal of Political Economy*, 94(4), 745–762.
- Pincus, S., & Robinson, J. (2016). Wars and state-making reconsidered—the rise of the developmental state. *Annales. Histoire, Sciences Sociales-English Edition*, 71(1), 9–34.
- Plumb, J. H. (1967). *The growth of political stability in England 1675–1725*. Macmillan.
- Pugh, W. J. (1939). Calonne's "New Deal". *The Journal of Modern History*, 11(3), 289–312.
- Quinn, S. (2004). Money, finance and capital markets. In *The Cambridge Economic History of Modern Britain* (pp. 147–174, Vol. 1). Cambridge University Press.
- Quinn, S. (2008). Securitization of sovereign debt: corporations as a sovereign debt restructuring mechanism in Britain, 1694-1750. Available at SSRN 991941.
- Rabushka, A. (2008). *Taxation in colonial America*. Princeton University Press.
- Reid, J. D. (1978). Economic burden: spark to the American Revolution? *The Journal of Economic History*, 38(1), 81–100.
- Reilly, F. K., Johnson, G. L., & Smith, R. E. (1970). Inflation, inflation hedges, and common stocks. *Financial Analysts Journal*, 26(1), 104–110.
- Robins, N. (2006). *The corporation that changed the world: how the East India Company shaped the modern multinational*. Pluto Press.
- Rosenberger, B. (2020). The British smuggling dilemma: 1698-1784. *International ResearchScape Journal International ResearchScape Journal*, 7(5).
- Sánchez, R. T. (2007). *War, state and development. Fiscal-military states in the eighteenth century*. Ediciones Universidad de Navarra.
- Sargent, T. J., & Velde, F. R. (1995). Macroeconomic features of the French Revolution. *Journal of Political Economy*, 103(3), 474–518.
- Sargent, T. J., & Wallace, N. (1982). The real-bills doctrine versus the quantity theory: a reconsideration. *Journal of Political economy*, 90(6), 1212–1236.
- Schumpeter, E. B. (1938). English prices and public finance, 1660-1822. *The Review of Economics and Statistics*, 20(1), 21–37.

- Sherwig, J. M. (1969). *Guineas and gunpowder: British foreign aid in the wars with France, 1793-1815*. Harvard University Press.
- Shin, H. (2015). Paper money, the nation, and the suspension of cash payments in 1797. *The Historical Journal*, 58(2), 415–442.
- Silberling, N. J. (1919). British financial experience 1790-1830. *The Review of Economic Statistics*, 282–297.
- Silberling, N. J. (1924). Financial and monetary policy of Great Britain during the Napoleonic Wars. *The Quarterly Journal of Economics*, 38(3), 397–439.
- Sinclair, J. (1790). *The history of the public revenue of the British Empire*. W.; A. Strahan.
- Sosin, J. M. (1964). Imperial regulation of colonial paper money, 1764-1773. *The Pennsylvania Magazine of History and Biography*, 88(2), 174–198.
- Stasavage, D. (2003). *Public debt and the birth of the democratic state: France and Great Britain 1688–1789*. Cambridge University Press.
- Stasavage, D. (2007). Partisan politics and public debt: the importance of the ‘Whig Supremacy’ for Britain’s financial revolution. *European Review of Economic History*, 11(1), 123–153.
- Stern, W. M. (1964). The bread crisis in Britain, 1795-96. *Economica*, 31(122), 168–187.
- Storrs, C. (2009). The fiscal-military state in the eighteenth century. *Storia Economica*, 1, 19–50.
- Sussman, N., & Yafeh, Y. (2006). Institutional reforms, financial development and sovereign debt: Britain 1690–1790. *The Journal of Economic History*, 66(4), 906–935.
- Sutherland, L. S. (1946). Samson Gideon and the reduction of interest, 1749-50. *The Economic History Review*, 16(1), 15–29.
- Szabo, F. (2013). *The seven years war in Europe: 1756-1763*. Taylor & Francis.
- Thomas, R., & Dimsdale, N. (2017). *A millennium of macroeconomic data for the UK*. <https://www.bankofengland.co.uk/statistics/research-datasets>
- Torres-Sánchez, R., Brandon, P., & ‘t Hart, M. (2018). War and economy. Rediscovering the eighteenth-century military entrepreneur. *Business History*, 60(1), 4–22.
- Turner, R. (1927). The excise scheme of 1733. *The English Historical Review*, 42(165), 34–57.
- Velde, F. R. (2018). *Lottery loans in the eighteenth century* (rapp. tecn.). FRB of Chicago.

- Velde, F. R. (2003). *Government equity and money: John Law's system in 1720 France* (Working Paper Series N. WP-03-31). Federal Reserve Bank of Chicago.
- Velde, F. R. (2012). John Law and his experiment with France, 1715—1726. In *Handbook of key global financial markets, institutions, and infrastructure* (pp. 39–46). Elsevier.
- Velde, F. R. (2020). Experiments with paper money. In S. Battilossi & K. Y. Youssef Cassis and (Cur.), *Handbook of the history of money and currency* (pp. 413–429). Springer.
- von Philippovich, E., Meredith, C., Foxwell, H., & Commission, U. S. N. M. (1911). *History of the Bank of England and its financial services to the state*. U.S. Government Printing Office.
- Ward, W. R. (1952). The administration of the Window and assessed taxes, 1696–1798. *The English Historical Review*, 67(265), 522–542.
- Warkentin, J. H. (1908). *The financial policy of William Pitt, 1784-1802*.
- Weiss, R. W. (1970). The issue of paper money in the american colonies, 1720–1774. *The Journal of Economic History*, 30(4), 770–784.
- Wells, R. V. (1992). The population of England's colonies in America: old English or new Americans? *Population Studies*, 46(1), 85–102.
- White, E. (1999). *France and the failure to modernize macroeconomic institutions* (rapp. tecn.). Department of Economics, Rutgers University.
- White, E. N. (1995). The French Revolution and the politics of government finance, 1770-1815. *The Journal of Economic History*, 55(2), 227–255.
- Wicker, E. (1985). Colonial monetary standards contrasted: evidence from the seven years' war. *The Journal of Economic History*, 45(4), 869–884.

## Appendice A

Si riportano i grafici dei coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  delle regressioni mobili sul campione annuale. In ogni figura i grafici sono distinti a seconda della variabile indipendente.

Figura 7: Coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  per Bank of England, 1756-1821.

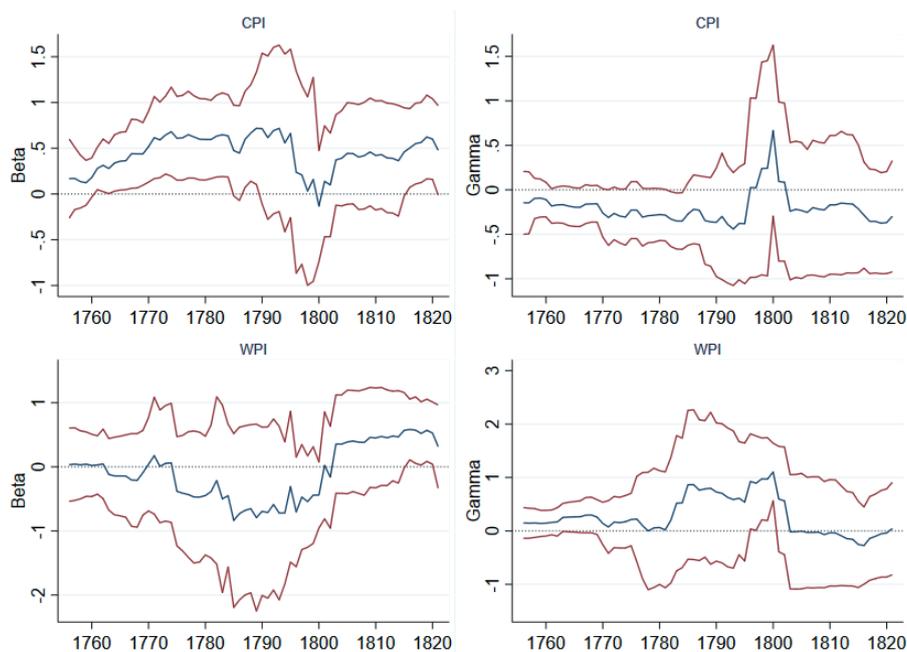


Figura 8: Coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  per South Sea Company, 1756-1789.

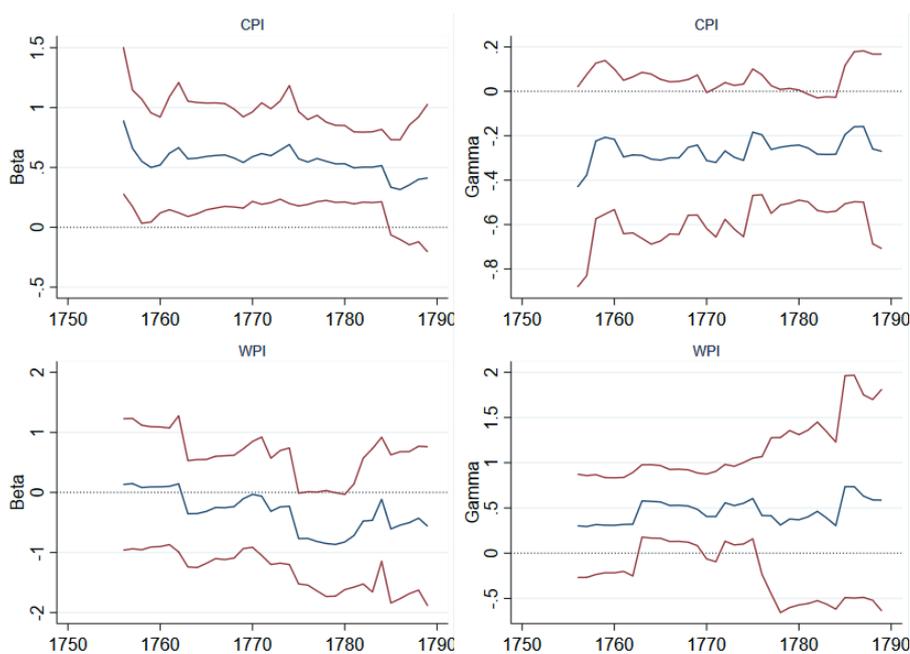


Figura 9: Coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  per East India Company, 1756-1821.

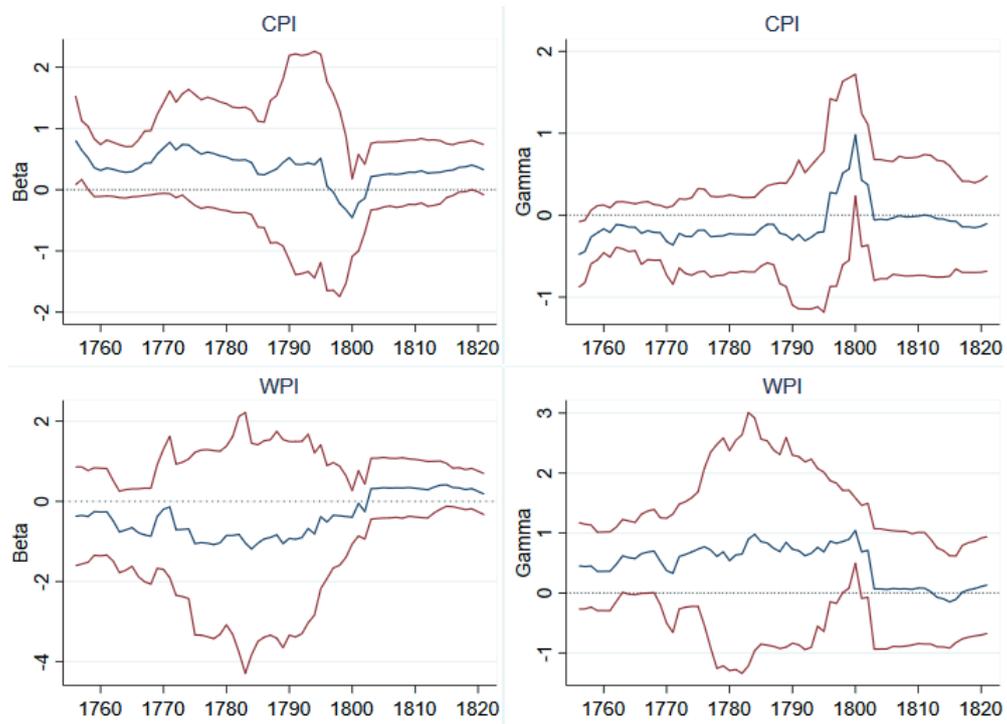


Figura 10: Coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  per l'indice di Mirowski, 1756-1821.

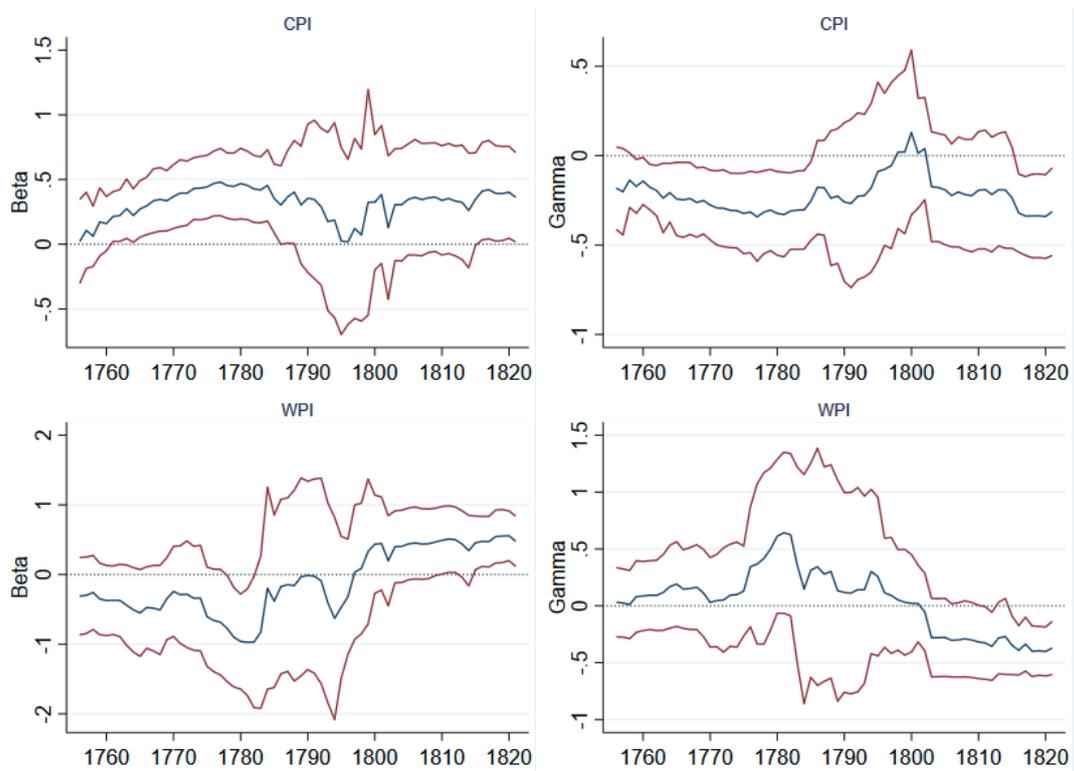


Figura 11: Coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  per l'indice di Neal, 1756-1821.

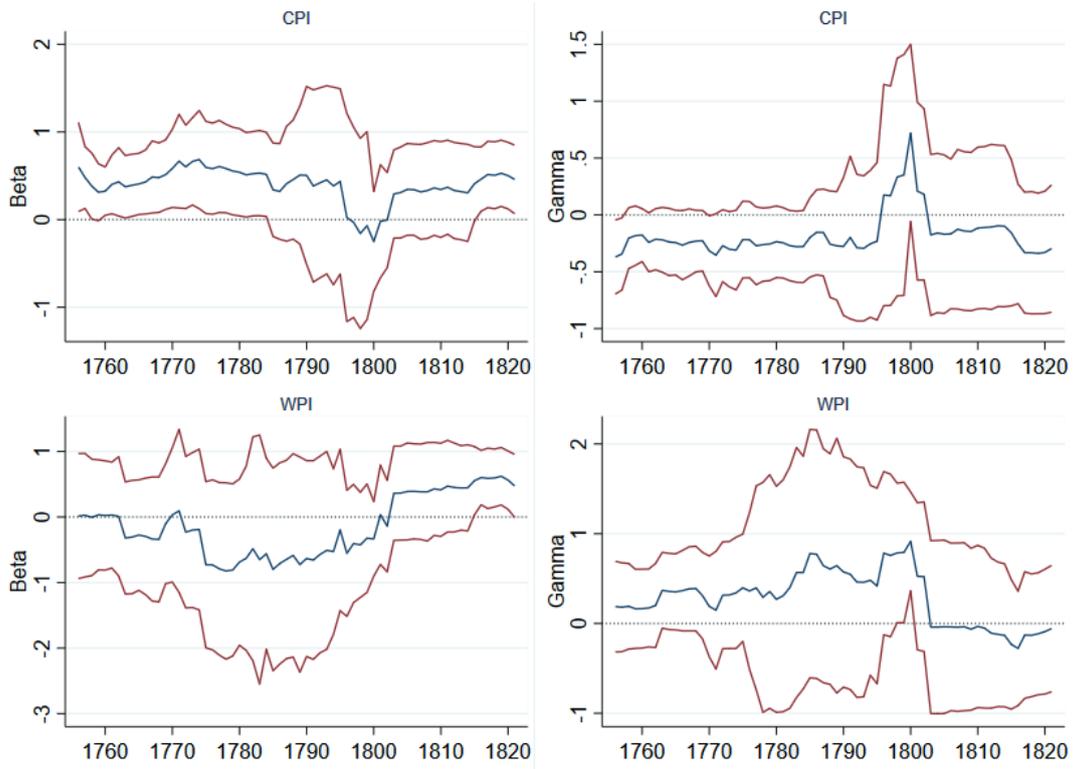
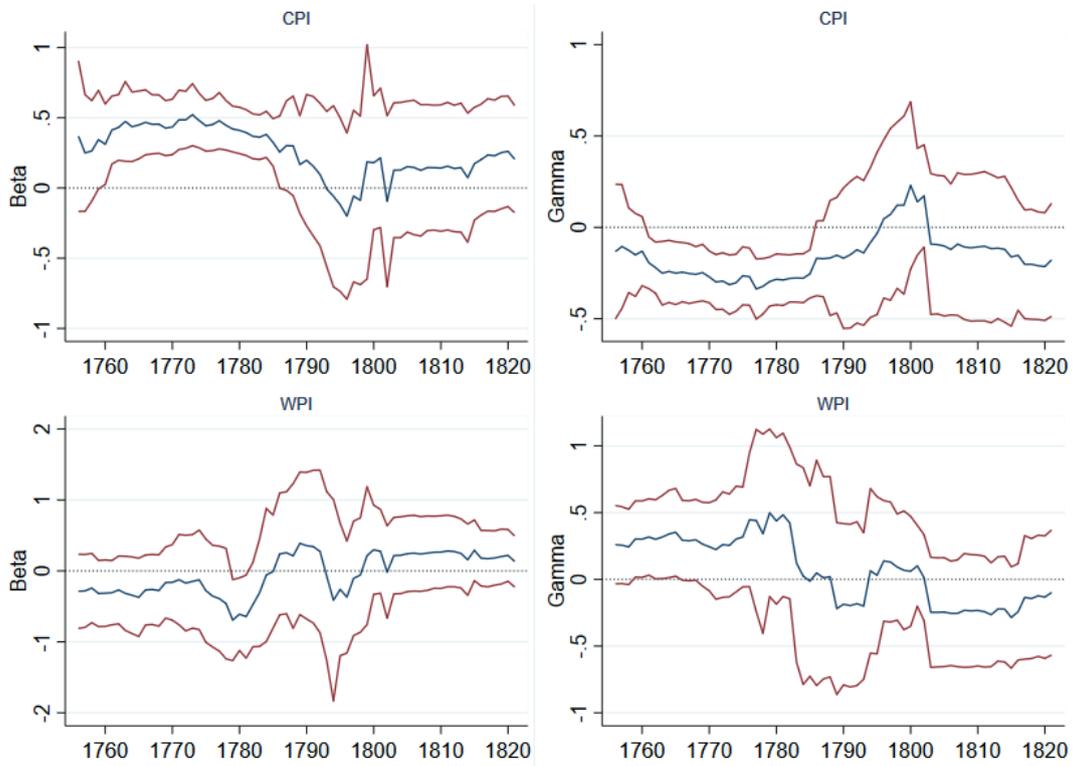


Figura 12: Coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  per i Consols, 1756-1821.





## Appendice B

Si riportano i grafici dei coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  delle regressioni mobili sul campione trimestrale. In ogni figura i grafici sono distinti a seconda della variabile indipendente.

Figura 13: Coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  per Bank of England, 1797Q4-1821Q4.

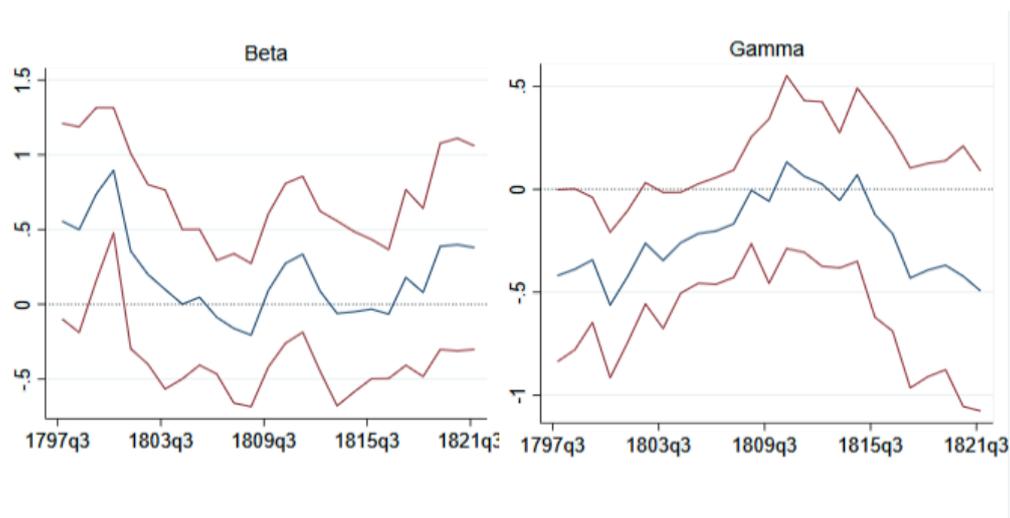


Figura 14: Coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  per East India Company, 1797Q4-1821Q4.

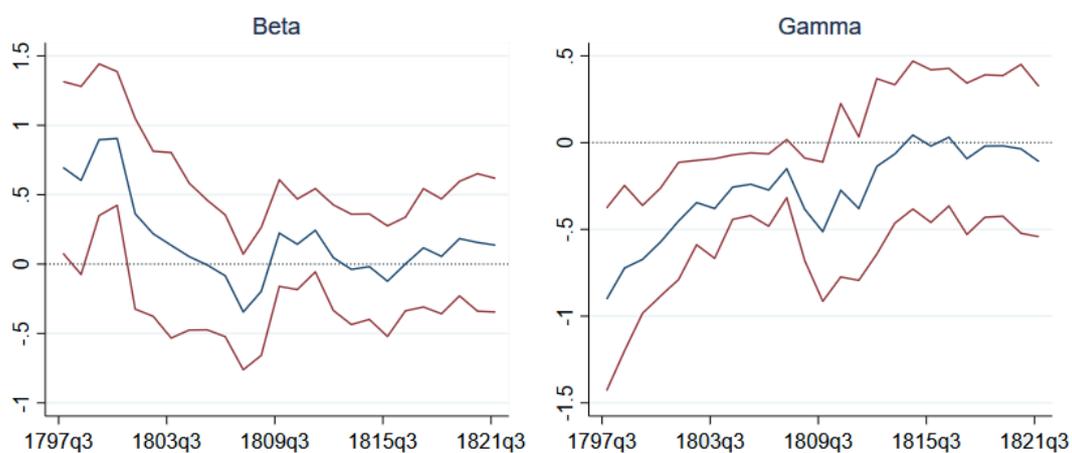


Figura 15: Coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  per l'indice di Neal, 1797Q4-1821Q4.

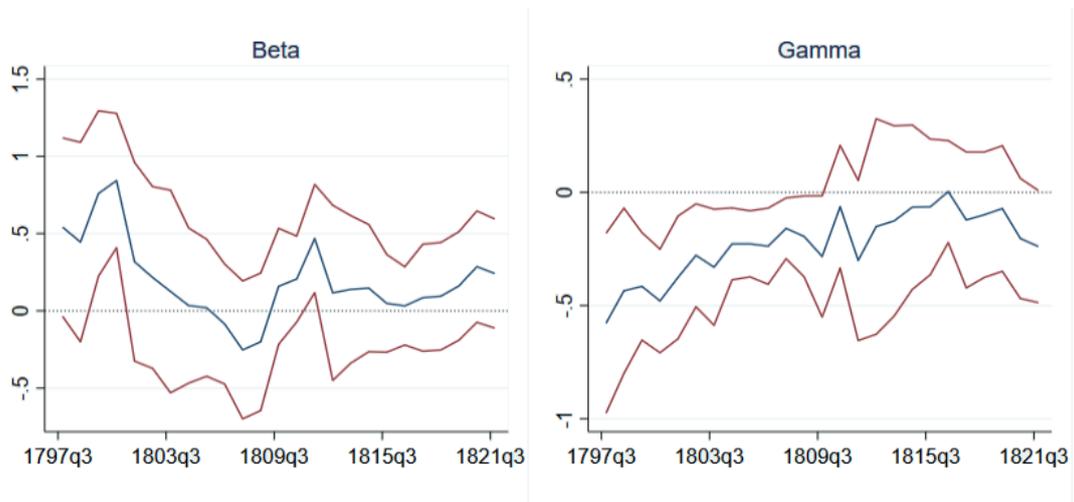


Figura 16: Coefficienti  $\beta$  e  $\gamma$  per i Consols, 1797Q4-1821Q4.

