



**HAL**  
open science

## **Endettement public et instabilité du système financier Le cas de l'Italie 1861-1896**

Antoine Gentier

### ► **To cite this version:**

Antoine Gentier. Endettement public et instabilité du système financier Le cas de l'Italie 1861-1896. Revue d'économie appliquée, 2013, 1 (1). <hal-05094856>

**HAL Id: hal-05094856**

**<https://hal.science/hal-05094856v1>**

Submitted on 3 Jun 2025

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire HAL, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons CC BY 4.0 - Attribution - International License

# **Endettement public et instabilité du système financier**

## **Le cas de l'Italie 1861-1896**

Antoine Gentier<sup>1</sup>

### Résumé

La période 1861-1896 est particulièrement mouvementée en Italie relativement à l'évolution du système financier, avec la sortie de l'étalon or (1866), les successions des régimes réglementaires des banques d'émission (1861-66, 1866-74, 1874-81, 1881-93), les crises boursières (1872-73, 1892-93) et l'inflation. L'objet de l'article est de relire ces événements à partir d'une cause centrale de déstabilisation à savoir la monétisation de la dette publique. L'objet de l'article est de présenter une synthèse des conséquences de la monétisation de la dette publique italienne, à partir des bilans des banques d'émission et de l'évolution des cours de la Bourse de Gênes.

Codes JEL : N13 N23 N43 N83

1. Introduction
2. L'évolution de l'endettement public 1861-1896
3. La succession des régimes monétaires : la remise en cause des règles pour monétiser le déficit public
4. Evaluation de la création monétaire en Italie (1861-1893)
5. Evaluation de l'inflation
6. Evolution des cours de la Bourse de Gênes
7. Remarques conclusives

---

<sup>1</sup> Université d'Aix Marseille, antoine.gentier@univ-amu.fr

# Endettement public et instabilité du système financier

## Le cas de l'Italie 1861-1896

### 1. Introduction

L'évolution du système financier italien au cours de la seconde moitié du dix-neuvième siècle reste méconnue. L'Italie n'est mentionnée ainsi dans la classification de Charles Kindleberger que comme le pays ayant quitté l'étalon or en 1866<sup>1</sup>. Cependant, l'expérience italienne est un exemple, certes complexe, mais particulièrement riche des conséquences de l'endettement public sur le fonctionnement de l'économie. Les recherches sur l'histoire financière italienne ont montré que l'Etat italien avait durant la période 1862-1913 utilisé le système bancaire pour monétiser la dette publique<sup>2</sup>. Cette monétisation de la dette publique s'est accompagnée d'une capture de la taxe d'inflation au profit de l'Etat<sup>3</sup> (et au détriment notamment du système bancaire) mais la création monétaire a eu d'autres conséquences. Ainsi l'inflation italienne de cette époque peut sembler relativement faible comparativement aux standards du vingtième siècle, mais elle constitue un phénomène remarquable dans un univers mondial plutôt marqué par la stabilité ou la baisse des prix. L'objet de l'article est de compléter ces résultats bien connus de l'histoire financière italienne et proposant une analyse reliant la cause de la création monétaire (la monétisation de la dette publique) des banques d'émission italiennes avec ses conséquences : l'inflation, les variations des cours de la Bourse de Gênes et la faillite du système bancaire.

La cause de l'inflation italienne réside dans la permanence du déficit budgétaire qui représente environ 2.9 % du PIB italien<sup>4</sup> sur la période 1862-1913. Ce déficit public est financé par l'endettement et par la création monétaire du système bancaire. La monétisation du déficit public représente 82 % du financement de ce déficit sur la période 1862-1913<sup>5</sup>. Cette monétisation via le système bancaire est la principale raison de l'accroissement de la masse monétaire. L'Etat italien a en plus procédé à une fuite en avant réglementaire qui a conduit au relâchement de toutes les règles qui assuraient le fonctionnement du système

---

<sup>1</sup> Kindleberger (2004) p.280.

<sup>2</sup> La succession des réformes monétaires est due à la recherche de financement par l'Etat dans un contexte où la création d'une banque centrale est rendue impossible principalement par des considérations géopolitiques sur l'identité régionale des Etats italiens.

<sup>3</sup> Ce résultat fait consensus à la fois dans les travaux anciens sur la période Pareto (1893), Supino (1929), ceux des années 1960 Da Pozzo y Felloni (1964) De Mattia (1957) et (1967) et les travaux récents Fratianni y Spinelli (1991) et (1997).

<sup>4</sup> Fratianni y Spinelli (1997) p.23 tab. 1.4, le retour à une discipline budgétaire entre 1897 et 1913 minore les chiffres de ce déficit pour la période considérée.

<sup>5</sup> Fratianni y Spinelli (1997) p.23 tab. 1.4

financier. Dès le début, le non respect des équilibres budgétaires a conduit à l'abandon de l'étalon or en 1866 et comme l'Etat italien n'a pas pu revenir à une discipline budgétaire, l'Italie n'est jamais revenue réellement à la convertibilité or<sup>1</sup>. L'Etat a de plus entravé le système de compensation interbancaire permettant l'accumulation des créances douteuses ce qui a débouché sur une crise bancaire majeure en 1893. Le cadre historique de l'Italie est instructif pour plusieurs raisons : d'abord l'asservissement du système financier à la recherche de financements publics a conduit à une série de dysfonctionnements particulièrement graves comme l'inflation, l'absence de convertibilité externe, des inflations patrimoniales (actions et actifs immobiliers) et une destruction du système bancaire. Ensuite, les spécificités politiques régionales ont retardé la mise en place de la solution standard pour financer le déficit public à savoir une banque centrale avec monopole d'émission<sup>2</sup>. En effet, l'unité politique italienne n'a pas pu dépasser les particularités régionales qui voulait que les régions conservent chacune un institut d'émission<sup>3</sup>. La recherche de financement s'est donc menée dans le cadre d'un système de pluralité d'émetteurs particulièrement entravé et réglementé par le pouvoir politique.

Le papier s'attache d'abord à analyser les origines institutionnelles (sections 2 et 3) de la création monétaire puis à quantifier les conséquences de la monétisation de la dette publique sur le système financier italien (sections 4 à 6).

#### **Nota Bene**

Une liste des abréviations relatives aux institutions financières italiennes est disponible à la fin de l'article avant la bibliographie.

---

<sup>1</sup> L'analyse du change italien sur la période montre qu'à l'exception des années 1881 et 1882, le point d'exportation de l'or était systématiquement dépassé. Cela signifie que la hausse des prix italiens par rapport au prix mondiaux rendait intéressant l'exportation de l'or. En entravant la convertibilité or des banques d'émission et en reconduisant le cours légal des billets, l'Etat italien retardait (à l'image d'un mécanisme de contrôle des changes) l'ajustement.

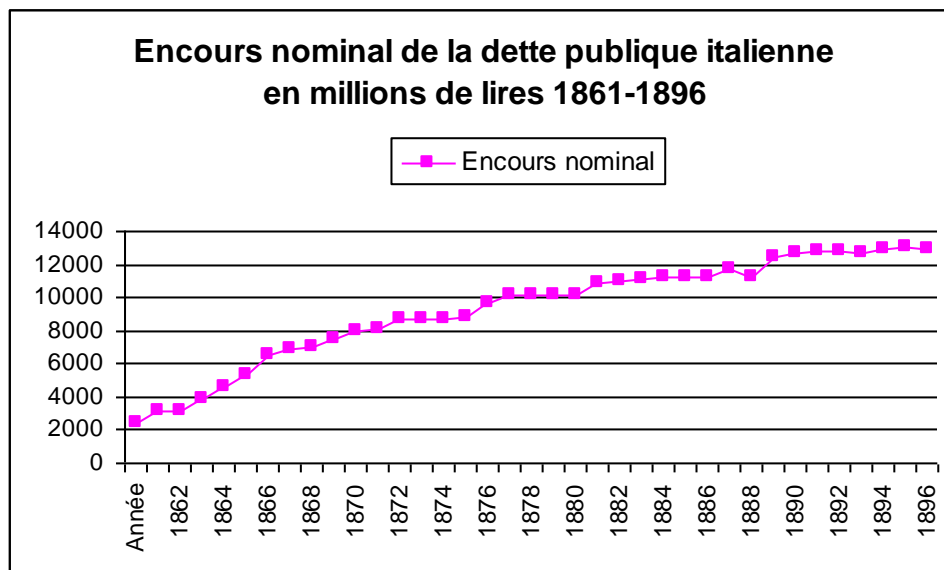
<sup>2</sup> L'objet du papier n'est pas de discuter les arguments sur le rôle de la banque centrale. Le débat sur le monopole d'émission ne se posait pas dans les mêmes termes qu'aujourd'hui, les arguments ont même été inversés. Les banques centrales sont actuellement considérées comme les institutions garantissant la stabilité des prix, mais pour les promoteurs originels de ce type d'institution (en Grande Bretagne et en France) il s'agissait de trouver de nouvelles ressources pour des Etats à cours de liquidités. Voir en particulier Kevin Dowd (1992), (1994), (1996), Charles Goodhart (1988) et Vera Smith (1990).

<sup>3</sup> La Banque d'Italie a reçu le monopole d'émission en 1926.

## 2. L'évolution de l'endettement public 1861-1896

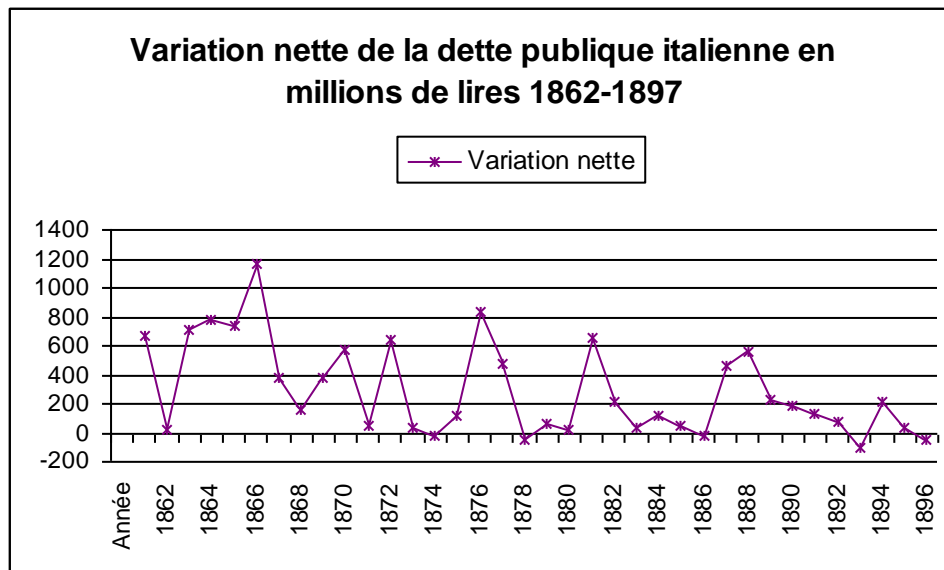
La période étudiée ne peut se comprendre que par la mise en perspective de l'évolution de l'endettement public. La nouvelle nation italienne percevait dans l'Empire Austro-Hongrois une menace militaire et les gouvernements italiens ont poursuivi une coûteuse politique de course aux armements<sup>1</sup>. Le second poste de dépense fut la création d'un réseau de chemins de fer largement subventionné par l'Etat. Le gouvernement était soumis aux demandes régionales d'équipement ferroviaire et les considérations des investissements étaient plus de nature politique que de rentabilité financière. Pour reprendre l'ordre de grandeur donné par Pareto (1965), l'Italie avait un budget de défense de l'ordre de la moitié de celui de la France pour une base fiscale qui représentait le quart de la base fiscale française.

Cette situation a engendré une hausse de l'endettement public sur la période, la dette passe de 2419 millions de lires en 1861 à 12979 millions de lires en 1896, soit une multiplication par 5.5<sup>2</sup>.



<sup>1</sup> Il faut ajouter l'annexion militaire de Venise en 1866 et le coût des expansions coloniales (Lybie, Somalie, Chine, et l'échec en Ethiopie).

<sup>2</sup> Da Pozzo and Felloni, (1964) p. 65



Le budget de l'Etat italien n'a été en excédent qu'en 1874, 1878, 1886, 1893 et 1896. Les excédents dégagés sont relativement faibles par rapport aux déficits des autres années. Les conditions politiques (absence de banque centrale), financières (le manque de profondeur des places financières) et la base fiscale trop pauvre pour supporter des impôts très lourds a conduit aux expédients de la création monétaire.

Pour financer le déficit public, L'Etat a emprunté sur le marché financier entre 1863 et 1865. Face à la crise de confiance l'Etat a ensuite obtenu des prêts à taux préférentiels (2.5 % contre 6 à 9 % sur le marché obligataire) auprès de la BNS en échange du cours forcé. Entre 1874-1881, l'Etat a continué de recevoir des prêts des banques d'émission dont les billets avaient cours légal, mais il a en plus émis ses propres billets à cours légal. En 1881, après la contraction d'un emprunt international, il a remboursé les billets qu'il avait émis. Ce remboursement a permis le retour officiel à l'étalon or, mais l'absence de discipline budgétaire et les entraves mises sur les banques d'émission pour camoufler l'inflation ont conduit à une crise bancaire en 1893. La période de 1896-1913 montre qu'à partir du moment où l'Italie s'est astreinte à une discipline de budget équilibré la stabilisation monétaire s'est réalisée d'elle même.

### **3. La succession des régimes monétaires : la remise en cause des règles pour monétiser le déficit public**

La modification des règles de fonctionnement des banques italiennes a été le moyen de monétiser le déficit public d'abord en s'affranchissant de l'étalon or puis des règles de compensation.

Les travaux sur les banques italiennes<sup>1</sup> ont montré que l'Etat italien était constamment intervenu dans leur gestion sur l'ensemble de la période. Nous avons synthétisé les principales interventions et les quatre régimes de fonctionnement des banques d'émission italiennes.

Quatre périodes se succèdent :

- 1861-66 période de convertibilité métallique avec une création monétaire relativement faible comparée aux périodes suivantes mais suffisante pour conduire à l'abandon de la convertibilité or ;
- 1866-1874 période de cours forcé de la BNI avec un début d'entraves aux compensations interbancaires ;
- 1874-1881 période de cours forcé généralisé aux banques d'émission avec entraves des paiements interbancaires doublé d'une monétisation de la dette publique sous la forme d'une émission de billets par l'Etat italien ;
- 1881-1894 période de convertibilité métallique (officiellement mais la pratique fut bien différente) et entraves aux compensations interbancaires.

---

<sup>1</sup> Supino (1929), Di Nardi (1953), Fratianni et Spinelli (1997) ...

Les dispositions réglementaires ont permis une création monétaire très importante sur la période. Dans sa recherche de financements, l'Etat italien a placé le système bancaire sous une protection réglementaire pour pouvoir monétiser la dette publique. Pas moins de quatre systèmes se succèdent sur une période relativement courte. En empêchant les mécanismes monétaires de fonctionner, l'Etat italien est parvenu à se financer au prix d'une inflation importante et de la désorganisation totale du système bancaire italien. Le tableau 1 résume les principales modifications des règles bancaires italiennes. Ces informations permettent de garder à l'esprit que l'inflation n'était pas recherchée pour elle-même mais était une conséquence du financement de la dette publique italienne. L'Etat italien n'a pas recherché à mener une politique inflationniste mais les impasses budgétaires liées au financement des équipements militaires et l'expression des demandes de financements publics dans un cadre de défense des intérêts particuliers de chaque région (notamment pour le chemin de fer) a provoqué une forte augmentation de la dépense publique. Les tensions sur le budget de l'Etat italien ont été d'autant plus fortes que la population italienne était très pauvre et que la base fiscale très faible ce qui ne donnait pas à l'Etat italien les moyens de vivre à la hauteur de ses ambitions.

Tableau 1 Synthèse des dispositions réglementaires des banques d'émission italiennes (1861-1893)<sup>1</sup> La BNS devient la BNI en 1866 puis la BI (Banque d'Italie) en 1893.

Années	Evènements et dispositions réglementaires	Création monétaire
1861-66	4 puis 5 instituts d'émission : entrée sur le marché de la BS et de la BN en 1861 puis de la BTC en 1864. Régime de convertibilité et respect des règles suivantes inscrites dans les statuts des banques et théoriquement valables pour l'ensemble de la période. BNS, BR rapport entre réserves / circulation 1/3 BNT rapport entre réserves / fonds propres 1/3 BS rapport entre réserves / circulation 1 BN rapport entre réserves / circulation 1/2.	Création monétaire relativement faible par rapport aux périodes suivantes mais suffisante pour conduire à la suspension de convertibilité.
1866-74	5 puis 6 instituts d'émission : entrée de la BR en 1870. Cours forcé (1 <sup>er</sup> mai 1866) pour la BNI, cours légal pour les autres banques et leurs billets ne sont convertibles qu'en billets de la BNI Plafond d'émission pour la BNI 750 millions de liras le 3 sept 1868. Augmenté par la suite : 800 puis 850 millions en 1870, 1 milliard en 1871. Augmentation du capital de la BNI en 1872 de 100 à 200 millions de liras. Limites à la compensation la BNI ne peut pas demander un montant supérieur à 1/12 <sup>ème</sup> par jour des réserves de la banques qui avait émis des billets Augmentation du capital de la BNT en 1870 (de 10 millions à 30 millions) et de la BN (de 25 millions à 33 millions en 1873)	Création monétaire très élevée, liée au besoin de financement de l'Etat Le régime se caractérise par une suspension de la convertibilité métallique du système bancaire. L'Etat commence à entraver les paiements interbancaires.
1874-81	6 instituts d'émission Loi bancaire organique objectif uniformiser les règles relatives au plafonnement de l'émission, le cours forcé est généralisé à tous les billets. Création du consortium des six instituts d'émission Plafond d'émission 3 fois le montant de la somme des réserves et des fonds propres. Rapport entre réserves / engagements à vue = 1/3/ L'organisation de la compensation est fixée par le décret du 23/09/1874. Plafond d'émission fixé à BNI 450, BNT 63, BTC 15, BR 45, BS 36, et BN 146.5 millions de liras.	Création monétaire élevée liée au besoin de financement de l'Etat Le régime est caractérisé à la fois par l'absence de convertibilité métallique et aussi par des entraves aux compensations interbancaires.
1881-93	6 instituts d'émission. Abolition du cours forcé le 30 juin 1881 et remboursement des billets du consortium. Cependant le cours légal des billets ordinaires des banques est maintenu jusqu'en 1883 mais sera prorogé d'année en année jusqu'en 1893. (La circulation des banques était constamment supérieure à la limite légale)	Création monétaire très élevée à partir de 1882, liée au besoin de financement de l'Etat En dépit du retour apparent à la convertibilité métallique, les paiements interbancaires sont complètement entravés par l'Etat
Pour information et mise en perspective historique		
1894-1912	4 instituts d'émission sortie de la BNT et de la BTC.	
1912-25	3 instituts d'émission sortie de la BR	
1926	Monopole d'émission de la BI	

<sup>1</sup> Gianfreda G. *Institutions monétaires et stabilité de la monnaie*, chapitre 2 Thèse pour le doctorat en sciences économiques, Université Paris Dauphine, 15 octobre 2004.

Guyot Y. et Raffalovitch A., *Dictionnaire du Commerce de l'Industrie et de la Banque*, Guillaumin, Paris, 1901. Article d'Alphonse Lucas sur les « Banques étrangères » relatifs aux banques d'Italie p. 438-440.

Say L. et Chailley J., *Nouveau dictionnaire de l'économie politique*, Guillaumin, Paris, 1900. Article de Léon Smith « Banque » section XII sur les Banques italiennes p. 141-142.

#### **4. Evaluation de la création monétaire en Italie 1861-1893**

La création monétaire peut être évaluée à partir d'agrégats macroéconomiques. Cependant, l'approche macroéconomique de l'évolution de la masse monétaire, peut être complétée par une analyse microéconomique de l'impasse en liquidité des banques d'émission. Ces deux approches confirment que la période est caractérisée par une très forte création monétaire. L'analyse du contexte institutionnel dans la section 3 met clairement en valeur le lien entre la monétisation de la dette publique et la création monétaire.

##### **4.1 Les études empiriques précédentes sur la création monétaire en Italie**

Pour rappel, les travaux de Supino, Di Nardi, Fratiani et Spinelli s'accordent tous sur le fait que la période étudiée est une période de forte croissance de la masse monétaire. La création monétaire mesurée par l'évolution de M2 se résume de la manière suivante. M2 a été presque multipliée par 5 entre 1862 et 1887. M2 a été multipliée par 2 entre 1862 et 1868 et par 3 entre 1862 et 1874. Entre 1874 et 1887 M2 augmente régulièrement à l'exception d'une légère baisse entre 1881 et 1882 au moment du retour officiel (mais non réel à l'étalon or). La statistique sur M2 permet de conclure à une importante création monétaire. L'évolution de M2 est relatée par les graphiques 3 et 4. Nous allons l'affiner par l'analyse de l'impasse en liquidité des banques d'émission italienne.

##### **4.2 La création monétaire évaluée par l'impasse en liquidité**

L'évaluation de l'impasse en liquidité est un indicateur simple qui repose sur l'analyse des bilans des banques. La création monétaire du système des instituts d'émission est estimée à partir du calcul de l'impasse en liquidité. L'impasse en liquidité représente la part des financements à vue qui ne sont pas couverts par de l'encaisse métallique ou en d'autres termes la part des crédits financés par création monétaire. Plus cette impasse est élevée et plus le système a recours à la création monétaire. En matière de dynamique monétaire, ce n'est pas tant le niveau de l'impasse en liquidité que sa variation d'une année sur l'autre qui importe. Un système bancaire peut avoir un niveau d'impasse en liquidité élevé mais stable en longue période. Ce système supporte un risque de liquidité plus élevé qu'un système avec une impasse en liquidité plus faible, mais si l'impasse reste au même niveau, il n'y a pas de

création monétaire. En revanche une augmentation de l'impasse en liquidité d'une année sur l'autre a pour conséquence d'augmenter la masse monétaire et de provoquer l'inflation<sup>1</sup>.

Sans surprise, la période du cours forcé à partir de 1866 présente une forte augmentation de l'impasse en liquidité. La période de 1860 à 1865 est au contraire caractérisée par une relative stabilité comparée aux périodes ultérieures. La mise en place de plafonds d'émission liés pour la BNI en 1868 puis généralisés aux banques d'émission par la loi bancaire de 1874 ont limité le niveau de l'impasse en liquidité. Cependant, cette impasse est en progression constante de 1874 à 1881. Elle ne baisse qu'au moment de la mise en place de la convertibilité (1881-82) pour augmenter de nouveau quand le gouvernement utilise les banques pour financer ses dépenses. Les restrictions appliquées progressivement sur la convertibilité notamment par la mise en place d'un système altéré de compensation permet aux banques (en particulier les petites) de maintenir une impasse en liquidité à un niveau élevé. Dans cette seconde phase, les germes de la crise de 1893 sont présents. En fait la création monétaire va s'étendre à l'ensemble de l'économie et financer une bulle financière et immobilière.

#### La création monétaire globale

Le graphique 1 de l'annexe montre les résultats suivants. Les quatre systèmes successifs se caractérisent par une augmentation de l'impasse en liquidité sur les sous périodes. Après chaque réforme, l'augmentation de l'impasse en liquidité reprend. Les périodes 1866-73 et 1885-92 sont les plus marquées par la création monétaire.

#### La création monétaire par banque

Le graphique 2 illustre le profil des impasses en liquidité par banque donne une information précieuse sur la transformation de l'attitude de l'Etat à l'égard des banques. La BNI dans la période 1866-1874 bénéficie seule du cours forcé et est essentiellement responsable de la création monétaire. A partir de 1874, le cours forcé puis les conditions d'émission sont uniformisées et c'est l'ensemble des banques qui est responsable de la création monétaire.

---

<sup>1</sup> Les effets de la création monétaire ne sont pas envisagés comme une simple augmentation des prix à la consommation, mais dans la perspective de l'effet Cantillon. L'effet Cantillon retrace les conséquences de l'inflation dans la variation des prix relatifs. La monnaie entrant de manière différentielle dans l'économie, les prix ne varient pas au même rythme et au même moment.

## 5. Evaluation de l'inflation

Les graphiques 3, 4 et 5 de l'annexe relatent l'inflation et les principales variables macroéconomiques.

Les statistiques produites ici sont à employer avec toutes les réserves relatives à l'analyse de séries historiques macroéconomiques<sup>1</sup>. Elles donnent cependant une information sur la réalité d'une croissance inflationniste italienne. Si la crise de 1873-74 ne semble pas avoir eu un effet sur la production agrégée, celle de 1893 en revanche est suivie d'une contraction de la production.

L'inflation en Italie sur la seconde moitié du XIX<sup>ème</sup> siècle s'observe sur l'augmentation des prix des biens intermédiaires et sur les prix à la consommation. Il faut noter que dans le contexte mondial de stabilité ou de baisse des prix lié à l'étalon or et à la croissance économique, le cas italien est comparativement très inflationniste. Les prix entre 1865 et 1874 augmentent de 40% et les prix des biens intermédiaires de 510%. L'inflation italienne est liée à l'augmentation de la masse monétaire M2 qui augmente de 148%. Il faut noter que la production italienne augmente également sur la période de 24 %. La croissance économique en l'absence de création monétaire aurait dû faire baisser les prix. Même si les effets inflationnistes sont avérés, ils sont en partie masqués par la croissance économique. Cette période est la plus inflationniste comparativement aux autres périodes. Le retour à l'étalon or (1881) a permis de stabiliser les prix à la consommation, mais la création monétaire s'est poursuivie (M2 augmentant de 25 % entre 1880 et 1892), les prix des biens intermédiaires après deux années de baisse entre 1881 et 1882 augmentent de 50% entre 1882 et 1892).

En conclusion, l'inflation italienne est très loin d'être anodine dans un contexte mondial de stabilité et de baisse des prix. Nous allons maintenant analyser les effets de la monétisation de la dette publique sur la Bourse de Gênes et le système bancaire.

---

<sup>1</sup> Les séries précédentes sont d'essence microéconomique et sont créées par la banque afin de contrôler sa gestion. Des erreurs, des pratiques douteuses (window dressing) peuvent entacher ces séries mais cela est sans commune mesure avec les séries macroéconomiques.

## 6. L'évolution des cours de la Bourse de Gênes

L'indice du cours des actions est marqué par deux périodes d'augmentation suivi de baisse. La formation d'une bulle sur le marché des actions s'observe en 1866-1873, comme le montrent les graphiques 8 et 9 de l'annexe. La crise de 1893 est essentiellement une crise bancaire liée à la dépréciation des actifs immobiliers et l'accumulation de créances douteuses liées aux plafonds pour la compensation imposés par le gouvernement.

### 6.1 L'inflation patrimoniale 1866-1874

La création monétaire s'est répercutée au cours de bourse. La hausse des cours commence à partir du minimum historique de 29,6 (base 100 en 1887) en juillet 1866, mais très faiblement car les moyennes annuelles de l'indice en 1867 est de 33 et pour 1868 de 35.2.

Tableau 2 Moyennes annuelles des indices de la bourse de Gênes 1871-1874 (Da Pozzo y Felloni 1964)

ANNEE 1887=100 Moyenne annuelle	RENTE 5%	INDICE ACTION	INDICE BANQUE	INDICE CHEMIN DE FER
01/1865	57.4	39.2	40.7	
01/1866	49.7	33.1	34.6	
01/1867	47.1	33	34.3	
01/1868	48.8	35.2	36.6	29.5
01/1869	55.5	44.6	45.7	39.8
01/1870	55.1	50	52.4	39.3
01/1871	62.8	63.1	67.3	46.5
01/1872	75.3	94.1	104.3	56.2
01/1873	73.1	93.3	103.5	54.9
01/1874	74.4	76.1	83.5	45.8

La hausse a lieu jusqu'en 1872, les cours se maintiennent au niveau de 1872 en 1873 et ensuite s'effondrent de 25 %. L'analyse des cours mensuels permet de dater le retournement au mois de décembre 1872. Entre août 71 et novembre 1874 les cours augmentent de 64 % puis baissent de 40 % pour retrouver le niveau d'août 1871. Pour résumer l'ordre de grandeur de la hausse des cours entre 1866 et 1871, les cours doublent et entre 1866 et 1872 les cours triplent avant de revenir en 1874 au niveau de 1871.

Tableau 3 Moyennes mensuelles des indices de la bourse de Gênes 1871-1874 (Da Pozzo y Felloni 1964)

Indice Mensuel 1887=100	RENTE 5%	INDICE ACTION	INDICE BANQUE	INDICE CHEMIN DE FER
Jul-71	62.6	<b>62</b>	65.9	47.1
Aug-71	65	65.1	69.3	49.5
Sep-71	65.1	65.5	69.9	49.1
Oct-71	65	70.6	75.9	50.7
Nov-71	67.5	78.1	84.7	53.6
Dec-71	72.4	86.7	95.3	53.7
Jan-72	75.4	89	98.6	53.7
Feb-72	73.7	87.5	96.6	53.5
Mar-72	75	89.4	98.5	55.1
Apr-72	75.5	90.9	100.1	56.6
May-72	74.7	90	98.8	57.2
Jun-72	75.2	91.4	100.4	57.9
Jul-72	74.9	89.6	98.5	56.2
Aug-72	75.6	89.7	98.7	55.8
Sep-72	75.4	94	104.1	56.1
Oct-72	75.7	104.2	117.1	57.2
Nov-72	76.2	106.6	119.5	57.7
Dec-72	75.8	<b>107.2</b>	<b>120.3</b>	57.2
Jan-73	75.6	103.3	115.3	56.1
Feb-73	76	103.8	116.3	56.2
Mar-73	75.8	102.2	114.2	56.5
Apr-73	74.9	99.8	111.1	57.7
May-73	73.4	98.4	109.4	57.6
Jun-73	72	94	104.2	57
Jul-73	72	87.7	96.9	54.3
Aug-73	72	90.1	99.5	55.2
Sep-73	71.5	90.4	100.1	54.2
Oct-73	70.7	84.4	93.3	51.2
Nov-73	70.2	82.5	90.9	50.8
Dec-73	71.7	82.6	90.6	52
Jan-74	72	81.9	89.9	51.7
Feb-74	72.2	81	88.6	51.9
Mar-74	72.9	81.2	88.7	53
Apr-74	73.9	80.8	88.5	50.2
May-74	74.4	79.2	87.4	45.4
Jun-74	73.9			43.9
Jul-74	75.3	78.9	87.6	43.1
Aug-74	76	76.9	85.1	42.8
Sep-74	75.5	73.2	80.8	41.9
Oct-74	74.9	70.3	77.3	41.5
Nov-74	75.5	65.3	71.2	41.6

## 6.2 La crise de 1873-74

Il est possible de présenter la séquence de la transmission de la création monétaire pour le marché boursier, à partir des informations données par le ROE, PER et l'indice de l'impasse en liquidité. Ces informations sont présentées dans le tableau 4. L'objet est de retracer la chronologie des événements. Sur l'échantillon disponible la séquence est la suivante :

- 1) hausse des bénéfices et du ratio ROE
- 2) hausse du ratio 1/PER (modifié par l'augmentation des bénéfices)
- 3) hausse des cours boursiers qui ramène le ratio 1/PER à une valeur proche de la valeur initiale
- 4) Diminution des ROE et chute des cours le ratio 1/PER ne variant peu dans la phase de crise.

Le marché semble s'ajuster avec retard aux bonnes nouvelles et immédiatement aux mauvaises nouvelles.

Tableau 4 : Impasse en liquidité et les ratios ROE et 1/PER 1862-1880<sup>1</sup>

Date	Indice Impasse en liquidité base 1880	Indice cours boursier base 1887	ROE BNS-BI	1/PER BNS-BI	1/PER CS	ROE SG	1/PER SG	ROE CDF MER	1/PER CDF MER
01/1862	22,07	35,3	11,22%	5,35%	8,57%				
01/1863	<b>20,54</b>	46,4	15,61%	6,46%	8,14%	7,25%	4,69%	0,96%	1,54%
01/1864	25,59	39,9	10,70%	6,29%	12,77%	5,19%	5,54%	2,11%	
01/1865	30,48	39,2	16,62%	11,83%	6,12%	6,25%	5,73%	5,89%	5,99%
01/1866	76,96	33,1	14,92%	6,61%		6,17%	8,14%	<b>6,75%</b>	<b>11,31%</b>
01/1867	90,15	<b>33</b>	15,66%	8,83%	<b>24,29%</b>	6,26%	8,73%	5,28%	10,92%
01/1868	92,17	35,2	<b>19,76%</b>	<b>12,39%</b>	12,80%	6,45%	6,42%	5,16%	10,16%
01/1869	97,07	44,6	16,22%	9,51%	13,28%	9,30%	7,94%	3,25%	7,58%
01/1870	123,60	50	15,19%	7,58%	7,30%	11,45%	<b>9,61%</b>	0,67%	7,46%
01/1871	150,77	63,1	14,56%	4,73%	8,05%	16,76%	8,42%	0,63%	6,14%
01/1872	173,57	<b>94,1</b>	12,18%	4,88%	11,32%	<b>21,04%</b>	7,87%	1,34%	5,77%
01/1873	<b>179,77</b>	93,3	12,29%	4,68%	10,53%	15,34%	7,07%	0,26%	5,77%
01/1874	68,99	76,1	11,91%	5,67%	8,62%	14,62%	7,20%	0,11%	6,94%
01/1875	74,74	73,8	13,16%	5,20%	8,61%	10,09%	6,16%	0,53%	8,14%
01/1876	79,81	73,4	12,48%	5,09%	8,25%	9,94%	6,57%	0,34%	7,53%
01/1877	84,06	72	12,61%	5,09%	8,02%	9,85%	5,81%	0,15%	7,00%
01/1878	88,06	75,8	12,11%	4,78%	6,72%	9,69%	5,71%	0,14%	7,14%
01/1879	93,11	85,2	12,30%	4,32%	6,38%	10,46%	4,83%	0,54%	5,94%
01/1880	100,00	84,3	12,21%	4,60%	8,57%	9,67%	4,92%	0,33%	5,47%

<sup>1</sup> Nous ne pouvons fournir ces calculs qu'à partir des données disponibles. C'est pour cela que l'ensemble de la côte n'est pas représentée dans le tableau.

### 6.3 .La crise de 1893 : inflation patrimoniale et crise bancaire

La crise de 1893 se caractérise par une faillite complète du système bancaire qui a accumulé des montants très importants de créances douteuses. Cette crise a un aspect réel car la création monétaire a financé une bulle immobilière. La bulle immobilière est relatée par le témoignage de Pareto (1965) et par les travaux de Ciccarelli, Fenoaltea, et Proietti (2008), Ciccarelli, et Fenoaltea (2007) et (2008). Nous allons cependant détailler l'aspect financier et bancaire de cette inflation patrimoniale. Le tableau 5 montre qu'à la différence de la précédente crise de 1873, cette crise frappe essentiellement le secteur bancaire.

Tableau 5 moyennes annuelles des indices de la bourse de Gênes 1882-1896 (Da Pozzo y Felloni 1964)

ANNEE	RENTE 5%	INDICE ACTION	INDICE BANQUE	INDICE CHEMIN DE FER	INDICE AUTRES
01/1882	92,9	89,3	95,9	56,5	
01/1883	92,6	88,2	93,2	58,6	
01/1884	97,4	90,1	93,5	75,1	
01/1885	98,5	95,8	96,8	85	108,2
01/1886	102	97,2	99,8	92,8	93,2
01/1887	100,5	98,1	99,9	97,1	91,3
01/1888	99,6	96,9	95,5	100,3	98,8
01/1889	98,1	89,5	83,4	98,1	103,2
01/1890	97,8	79,5	72,6	94,3	90,4
01/1891	95,4	66,6	56,9	85,7	86,5
01/1892	96,6	66,8	56	86,7	90,1
01/1893	97	62,8	50,7	87,2	90,8
01/1894	94,2	44,8	31,7	79,9	76
01/1895	103,4	44,9	30,6	86,4	79,6
01/1896	103,4	44,4	28,7	86,1	87,5

A l'inverse de la situation précédente, il n'y a pas de flambée préalable des cours mais un effondrement (comparable à la crise japonaise de 1989) après 1887. La crise touche particulièrement le secteur bancaire qui voit sa valeur divisée par 3. Comparativement, les compagnies de chemins de fer et les autres firmes cotées connaissent une diminution des cours plus faible, de l'ordre de 15%. Le poids des banques dans la cote fait que le repli des cours est de l'ordre de 50%. L'obligation faite par le gouvernement à la BNI de ne pas demander la compensation des billets et des chèques des autres banques d'émission a permis le développement de créances douteuses et surtout leur maintien pendant une longue période. L'effondrement de la valeur des titres du secteur bancaire correspond à la prise de conscience

par les détenteurs que les actifs des banques étaient artificiellement surévalués, et que la survie de certaines d'entre elles n'était due qu'à la coercition du gouvernement empêchant la BNI d'apurer les comptes. L'information de la mauvaise santé des banques d'émission a été transmise au marché par leur incapacité à distribuer des dividendes à partir de 1887.

L'évaluation de Di Nardi sur les créances douteuses détenues par les banques d'émission est la suivante<sup>1</sup> au 10 janvier 1893, en milliers de liras.

Institutions	Lettres de change	Effets en souffrance	Total	Total en % des fonds propres
BNI	28473	20995.5	49468	26.1
BN	29629	19680.8	49309.8	69
BNT		4600	4600	19.7
BTC				
BR	2897.5	13050.7	16038.2	80
BS	10364.6	3609.5	13974.1	77.3
Total	71454.1	61936.5	133390.6	40.6

Le tableau donné par Di Nardi montre ce que l'enquête parlementaire a mis au jour. Le système bancaire italien est en faillite et le gouvernement Giolitti va être contraint de démissionner devant le scandale.

#### 6.4 La politique de dividende et l'évolution des cours boursiers sur la période 1861-1893

L'évolution des bénéfices par action est suivie par une évolution similaire des cours boursiers. En conséquence les ratios 1/PER des entreprises cotées à Gênes restent compris entre 0 et 10 % sur la période avec une majorité de valeurs comprises entre 4 et 8 %. Les ratios 1/PER connaissent une élévation entre 1865 et 1868 avant que la hausse des cours de bourse ne vienne rétablir l'équilibre. Les valeurs bancaires entre 1866 et 1874 bénéficient d'une augmentation significative du ratio 1/PER, mais cette anomalie disparaît ensuite. Les incertitudes liées à l'origine réglementaire des profits (négociation politique pour la BNI) sont sans doute à l'origine de l'anomalie, à moins qu'il ne s'agisse de la manifestation d'une augmentation de la prime de risque durant la période<sup>2</sup>. La compagnie des chemins de fer méditerranéens connaît une élévation du ratio 1/PER de 1 % (1862) à 6.75 % (1865) pour

<sup>1</sup> Di Nardi (1953) p.417.

<sup>2</sup> En l'absence de données sur les pertes et la variation du niveau de risque des banques durant cette période nous ne pouvons pas conclure sur l'origine de cette déconnexion entre le cours et le rendement du titre.

ensuite se stabiliser entre 0.5 et 1.5 %. Une autre anomalie est observée en fin de période pour la compagnie sucrière qui est liée à une politique de dividendes qui est non lissée.

Pour la première période 1866-1874, l'élévation des cours suit l'élévation des ROE. Cela signifie que l'inflation générée par la création monétaire provoque une augmentation des bénéfices avant que les agents ne se rendent compte qu'ils ont été victimes d'illusion monétaire. La dégradation des ROE à partir de 1868-70 précède d'au moins 2 ans le retournement des cours.

La seconde période montre que les cours de la Bourse de Gênes ont intégré la situation réelle du système bancaire, bien avant que le scandale sur les banques italiennes n'éclate et ne conduisent à la faillite (ou fusion) un certain nombre d'établissements. La crise de 1893 est une crise bancaire qui est la conséquence des plafonds de compensation imposé par le gouvernement, ce qui a laissé la possibilité de porter des créances douteuses pendant plusieurs années et de ne pas révéler la vérité sur les comptes des banques.

Dans le cas de 1866-1874, la création monétaire a provoqué une illusion monétaire sur les profits, ce qui a stimulé une bulle sur les cours de bourse. Dans celui de 1887-1893, la création monétaire s'est diffusée sous forme de crédits bancaires et le gouvernement a tenté par des moyens dirigistes de bloquer la hausse des prix. Le marché boursier réagit en fait à la perte de rentabilité des banques qui ne font plus de profit et ne distribuent plus de dividendes.

## **7. Remarques conclusives**

Les désordres financiers de l'Italie sont largement dus à la nécessité de financer le déficit public par création monétaire. La récession de 1893 et la faiblesse de la croissance de la fin de la décennie 1880 ne sont pas seulement le résultat de d'une mauvaise politique financière. L'Italie a adopté en 1887 des mesures protectionnistes qui partagent une lourde responsabilité dans la stagnation de l'économie avec la politique financière de l'Etat. Une enquête plus approfondie sur les raisons de l'adoption du tarif de 1887 pourrait être entreprise. Ce tarif peut avoir été mis en place comme une réponse à la perte de compétitivité des produits italiens (à cause de l'inflation dans une zone de change fixe) ou pour servir des intérêts politico-industriels.

L'interventionnisme de l'Etat italien se caractérise par la sanctuarisation d'activités non rentables comme les chemins de fer dont le symbole pour l'unification italienne est plus important que toute considération économique. Le système financier et les banques sont mis au service des ambitions politiques. L'exemple italien mérite d'être mieux connu car il donne un sens à la relation entre la stabilité monétaire et l'endettement public. En fait, l'équilibre des finances publiques est un prérequis pour une monnaie saine. La succession des régimes monétaires italiens dont le but fut de trouver des expédients pour placer la dette publique n'a jamais pu assurer la stabilité monétaire.

## Liste des abréviations

BNS Banca Nazionale Degli Stati Sardi devient BNI en 1867 Banca Nazionale nel regno d'Italia et BI Banca d'Italia en 1894.

BN Banca di Napoli

BS Banca di Sicilia

BR Banca Romana

BTC Banca Toscana di Credito

BNT Banca Nazionale Toscana

CDF MER Chemin de fer méridional

CDF MED Chemin de fer méditerranéen

SG Societa Generale (banque)

CS Cassa di Sconto (banque)

## Bibliographie

Ciccarelli, C., Fenoaltea, S., and Proietti, T., 'The Comovements of Construction in Italy's Regions, 1861-1913', *MPRA Paper 8870*, Munich: University Library of Munich, 2008.

Ciccarelli, C., and Fenoaltea, S., 'Construction in Italy's Regions, 1861-1913', *MPRA Paper 9714*, Munich: University Library of Munich, 2008.

Ciccarelli, C., and Fenoaltea, S., 'Business Fluctuations in Italy, 1861-1913: The New Evidence', *Explorations in Economic History*, 44:3 July 2007, pp. 432-451.

Da Pozzo and Felloni, *La Borsa Valori di Genova Nel Secolo XIX*, Industria Libreria Tipografica Editrice, Torino, 1964.

De Mattia, R. (éd.), *I bilanci degli istituti di emissione italiani - 1845-1936*, Banca d'Italia, 1967.

De Mattia, R., "I bilanci delle banche di emissione italiane dal 1861 al 1874", *Rivista di Politica Economica*, année XLVII - III série - Fasc. XI-XII, nov. déc. 1957.

Di Nardi, G., *Le banche di emissione in Italia nel secolo XIX*, Unione Tipografico - Editrice Torinese, 1953.

Dowd K., *Competition and Finance*, St. Martin Press, New York, 1996.

Dowd K., *Laissez-faire Banking*, Routledge, Londres, 1993.

Dowd K., *The Experience of Free Banking*, Kevin Dowd éditeur, Routledge, Londres, 1992.

Fenoaltea, S., 'The growth of the Italian economy, 1861 1913: Preliminary second-generation estimates', *European Review of Economic History*, 9:3, December 2005 pp 273-312.

Ferrara, F., "Il corso forzato de biglietti di banca in Italia", G. Bottai et C. Arena éd., Nuova Collana di Economisti, vol. 2, *Economisti Italiani del Risorgimento*, sous la direction de A. Garino-Canino, Unione Tipografico-Editrice Torinese, Torino, 1933.

Ferrara, F., "L'abolizione del corso forzato", G. Bottai e C. Arena éd., Nuova Collana di Economisti, vol. 2, *Economisti Italiani del Risorgimento*, sous la direction de A. Garino-Canino, Unione Tipografico-Editrice Torinese, Torino, 1933.

Fratianni M., et Spinelli, F., *Storia Monetaria d'Italia. L'evoluzione del sistema monetario e bancario*, Arnoldo Mondadori Editore, Milano, 1991.

Fratianni M., et Spinelli, F., *A Monetary History of Italy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1997.

Gentier A. « Money Creation under the Gold Standard: The Origins of the Italian Banking Crisis of 1893 » *Convergence and Divergence of National Financial Systems: Evidence From*

*the Gold Standards 1871-1971*, Patrice Baubeau and Anders Ögren éditeurs, Pickering & Chatto, London 2010.

Gianfreda G. *Institutions monétaires et stabilité de la monnaie*, chapter 2, PhD Thesis, Université Paris Dauphine, October 15 2004.

Gianfreda, G. et Janson N., "Le banche di emissione in Italia tra il 1861 e il 1893: un caso di concorrenza?", *Rivista di Politica Economica*, janvier 2001.

Goodhart C., *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Cambridge (Massachusetts) et Londres, 1988.

Guyot Y. et Raffalovitch A., *Dictionnaire du Commerce de l'Industrie et de la Banque*, Guillaumin, Paris, 1901. - Alphonse Lucas, « Banques étrangères », p. 438-440.

Kindleberger C., *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Valor édition, Hendaye, 2004.

Pareto V., *Le Marché financier italien (1891-1899)* /Vilfredo Pareto ; textes réunis pour la première fois par Giovanni Busino, Droz, Genève, 1965.

Pareto, V., "L'intervention de l'état dans les banques d'émission en Italie", *Journal des économistes*, avril 1893, pp. 3-28.

Realfonzo, R. et Ricci, C., "Il dibattito sulla 'questione bancaria'. Unicità versus pluralità degli istituti di emissione (1886-1893)", *Il pensiero economico italiano*, III/1995/2, pp.97-132.

Ripa Di Meana, A., et Sarcinelli, M., "Unione Monetaria, competizione valutaria e controllo della moneta: è d'aiuto la storia italiana?", M. De Cecco (sous la direction de), *Monete in concorrenza. Prospettive per l'integrazione monetaria europea, 1992*, Il Mulino, pp. 81-138.

Sannucci, V., "The Establishment of a Central Bank: Italy in the 19th Century", in *A European Central Bank? Perspectives on Monetary Unification after Ten Years of the EMS*, sous la direction de M. De Cecco et de A. Giovannini, Cambridge University Press, New York 1989

Say L. et Chailley J., *Nouveau dictionnaire de l'économie politique*, Guillaumin, Paris, 1900. - Léon Smith, « Banque » section XII on italian banks p. 141-142.

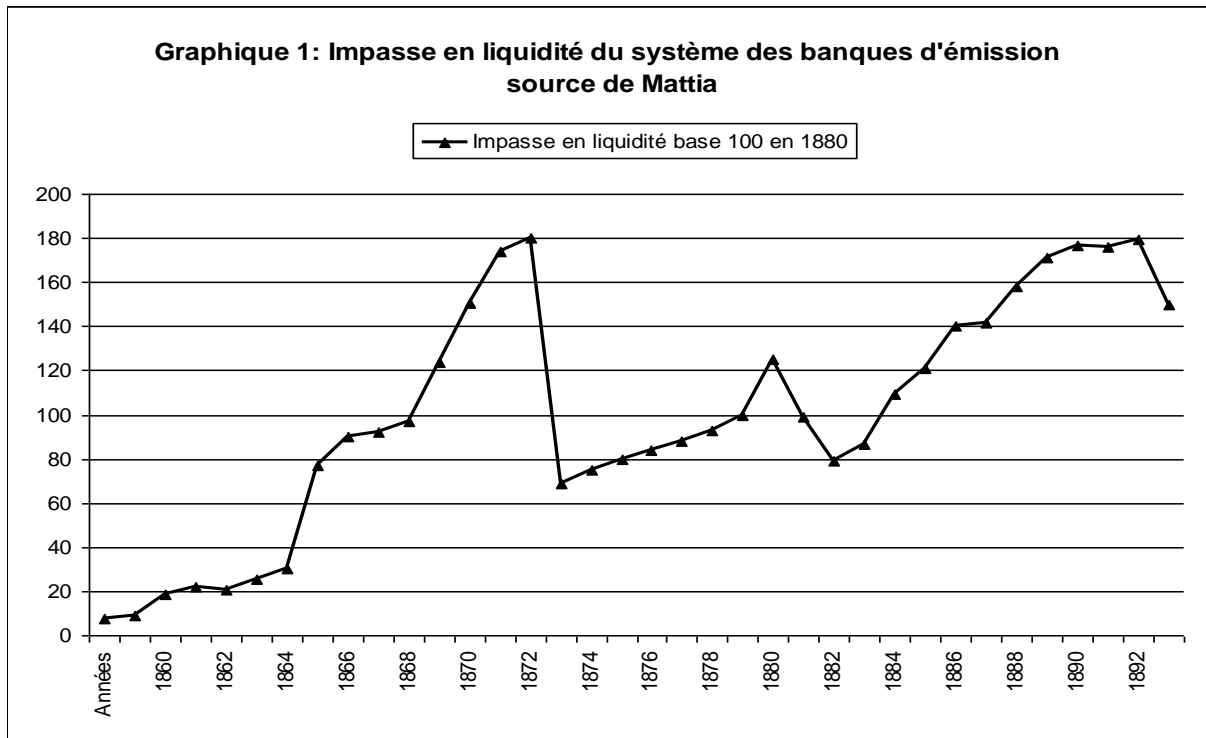
Smith Vera, *The Rationale of Central Banking*, Liberty press, Indianapolis, [1936] 1990.

Supino, C., *Storia della Circolazione Cartacea in Italia dal 1860 al 1928*, 2a ed., Società Editrice Libreria, Milano 1929.

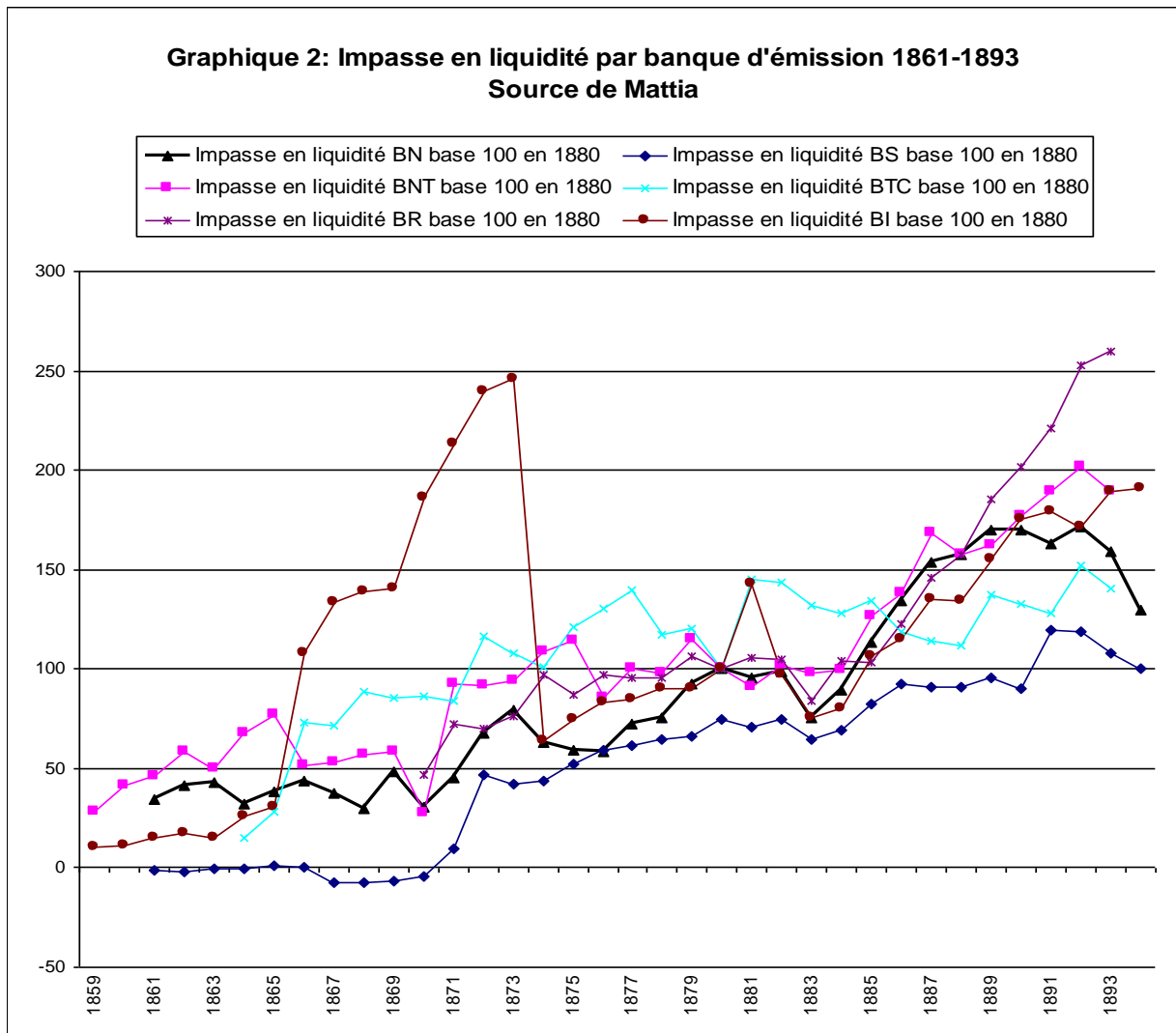
Weber, Warren E. Available at <http://research.mpls.frb.fed.us/research/economists/wewproj.html>, 1999

Zamagni, V., 'Il Debito Pubblico Italiano 1861-1946: Ricostruzione Della Serie Storica' *Rivista Di Storia Economica*, XIV:3, December 1998, pp .207-242.

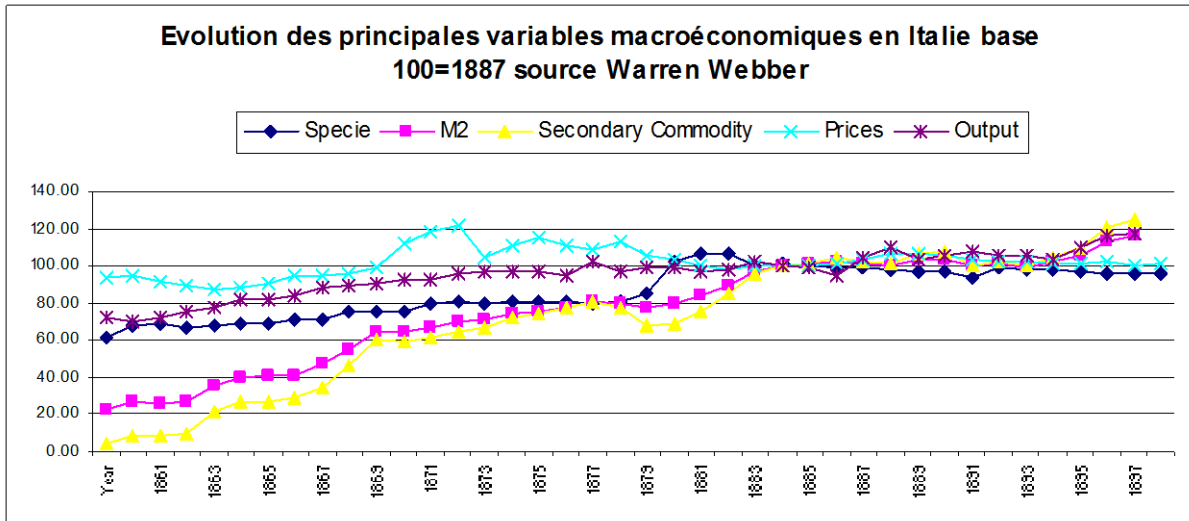
Graphique 1



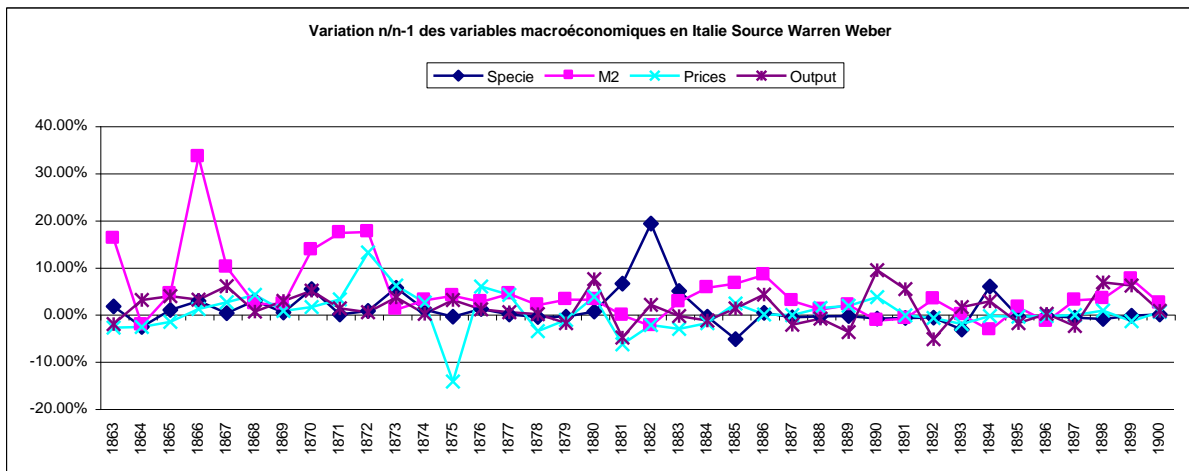
Graphique 2



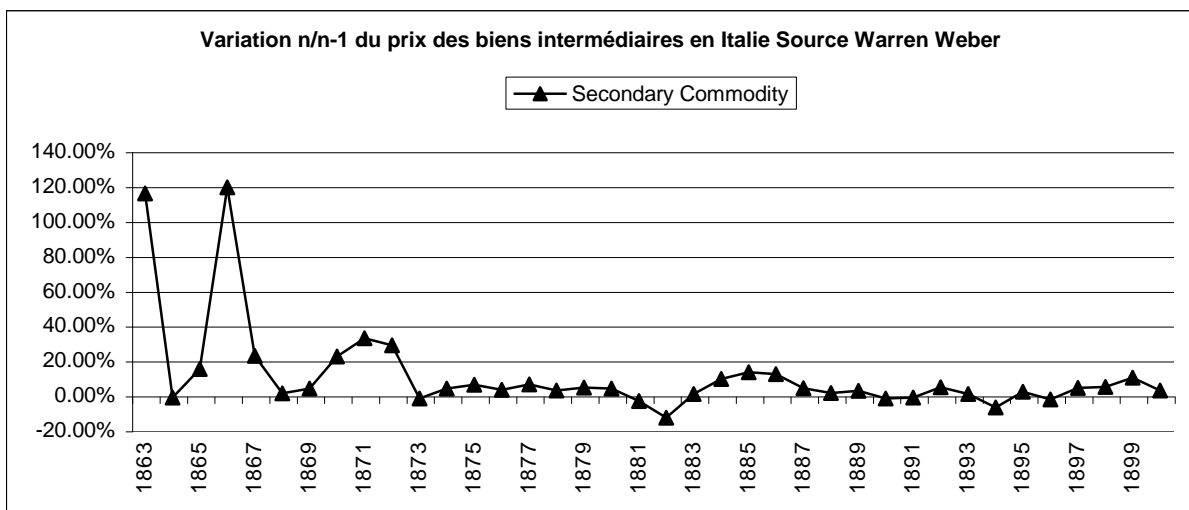
Graphique 3



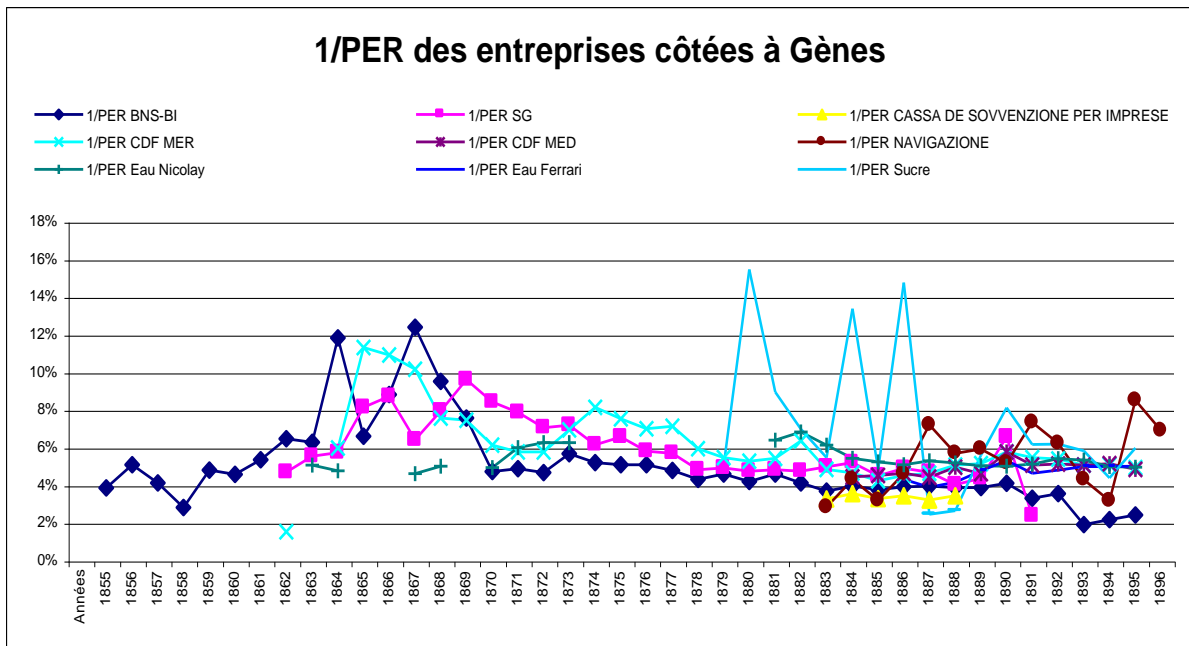
Graphique 4



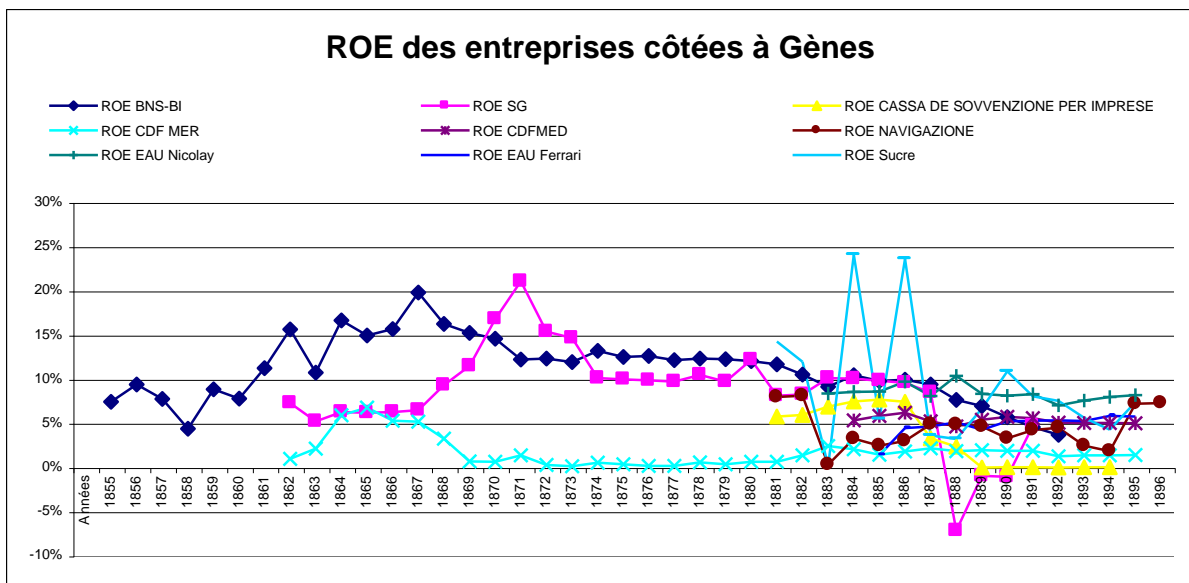
Graphique 5



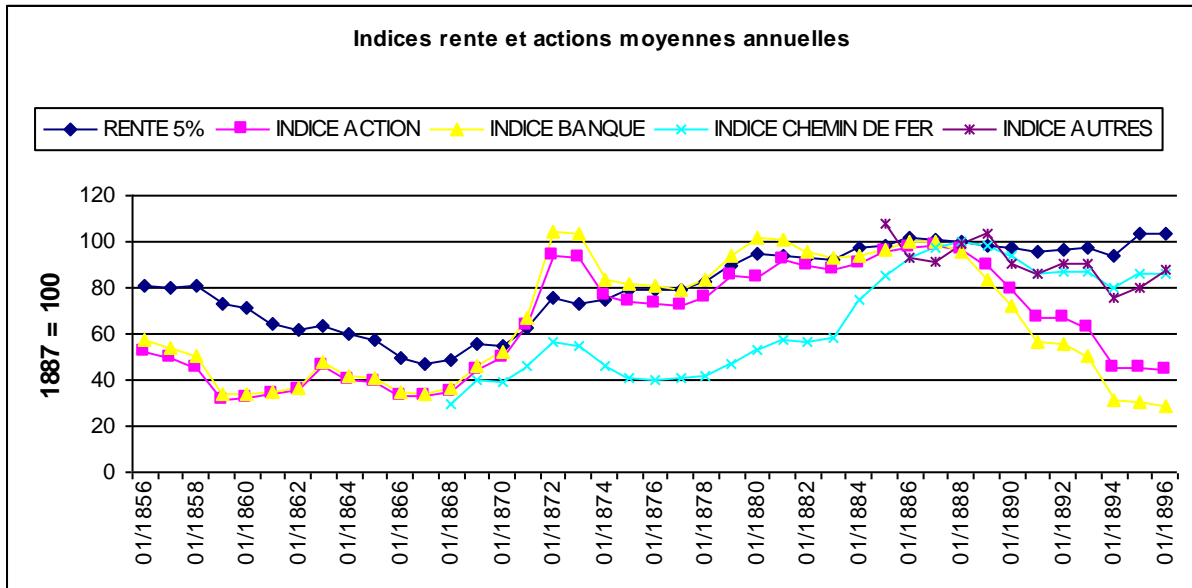
Graphique 6



Graphique 7



Graphique 8



Graphique 9

