

Le politiche monetarie in Italia dalla “Golden Age” alle “oil crises” nelle *Relazioni* della Banca d’Italia

DONATELLA STRANGIO*

1. Introduzione

La politica monetaria, in questi ultimi anni, è molto spesso chiamata in causa come la panacea per risolvere una grave recessione che sta attanagliando l’Europa e più in particolare l’Italia dal 2009. Questo lavoro esaminerà come la politica monetaria reagiva in tempi di crisi prima della riforma monetaria attuata con lo SME, tappa principale verso la moneta unica. La storia economica evidenzia alcuni momenti significativi negli anni sessanta e settanta del Novecento, caratterizzati da tre momenti difficili per l’Italia e nel contesto internazionale: il 1964, il 1975 e il 1979. Come scrive Ciocca (2007, p. 9), parafrasando Schumpeter, la storia economica non è solo prezioso esercizio di curiosa erudizione volta all’indietro, ma è parte necessaria dell’analisi e dell’azione di governo dell’economia, per l’oggi e per il futuro.

Giovanni Vecchi (2011, pp. 209-233) nella sua ricostruzione storica sulle condizioni di vita degli italiani nell’arco di centocinquanta anni, attraverso una nuova ricostruzione del PIL, per quanto riguarda gli anni oggetto di questa presente disamina evidenzia che la crescita italiana del secondo dopoguerra è costituita da elementi di continuità col passato, a cominciare dall’ampio sistema di partecipazioni statali, creato nel periodo tra le due guerre mondiali e che ancora negli anni cinquanta e sessanta diede prova di sé, costituendo un importante asset per la modernizzazione industriale italiana. La crescita rallenta poi negli anni sessanta e ottanta, a partire dalle crisi petrolifere. Il sistema delle partecipazioni

* Sapienza Università di Roma; email: donatella.strangio@uniroma1.it



statali degenera, la grande impresa (di cui il comparto chimico o quello automobilistico eccellono) arretra e la terziarizzazione dell'economia dall'industria ai servizi, che prenderà piede anche in Italia, avanza a fatica (ivi, pp. 218-220.). Il PIL, nonostante ciò, appare in linea con quello dei maggiori concorrenti europei, supportato dalle esportazioni del made in Italy e dai suoi distretti industriali. Tutto ciò sembrerebbe assurgere a nuovo paradigma della storia d'impresa ma, come bene esaminato da De Cecco (2000), alla prova dei fatti ciò è piuttosto stato il risultato della svalutazione della lira e della mancanza di controlli in campo fiscale.

Come scrive Toniolo, "buona parte della convergenza secolare dell'Italia verso i paesi più avanzati si è verificata tra il 1950 e il 1973" (Toniolo, 2013, p. 31).¹ Tale crescita, però, non può essere spiegata solo in termini di *catch up*; in generale le decisioni strategiche prese nel dopoguerra per l'economia italiana, basate su una forte apertura al commercio estero, accompagnata da ampie tutele per i produttori domestici protetti dalla concorrenza internazionale, e su un importante ruolo dello Stato quale produttore di beni e servizi, si dimostrarono capaci di sostenere la rapida crescita di un'economia che partiva da una posizione di forte arretratezza (ivi, p. 33). Ma alla metà degli anni sessanta le cose cominciarono a cambiare, divenendo più difficile soddisfare la domanda di aumenti salariali e mantenere allo stesso tempo alti livelli di investimento: l'innovazione endogena crebbe in modo più lento in un momento in cui i tipici vantaggi dell'arretratezza, l'offerta "illimitata" di lavoro e l'importazione della tecnologia, iniziarono a venire meno. Alla fine degli anni sessanta l'Italia doveva adattare istituzioni, mercati finanziari, formazione, ricerca e intervento pubblico alle caratteristiche di un'economia non più arretrata (ivi,

¹ Cf. Toniolo (2013, pp. 5-51). A questo riguardo si veda il recente lavoro di Nuvolari e Vasta (2015, pp. 270-290), che dimostra come l'Italia si sia avviata alla convergenza seguendo una strada particolare verso la crescita moderna attraverso l'adozione di innovazioni tecnologiche, oltre ad importare tecnologia dai paesi maggiormente avviati sulla strada dello sviluppo economico, ma in modo sporadico e non programmato consapevolmente (analogamente al famoso "ghost in the attic" del celebre lavoro di Oscar Wilde).

p. 35).² L'Italia rimase bloccata in una specializzazione produttiva in settori a bassa e media tecnologia, anche se con una continua ricerca della qualità in molti comparti dei tradizionali prodotti italiani (ivi, p. 37).

Spinelli e Fratianni (1991, p. 474) sottolineano che il periodo 1950-1980 segna il passaggio da un modello di politica monetaria a un altro: da un primo modello che rispondeva a un disegno di medio-lungo periodo e che garantiva una stabilità quasi assoluta dei prezzi, contribuendo allo sviluppo economico, si è passati a uno che privilegiava il brevissimo periodo, risultato incapace di contrastare gli impulsi destabilizzanti interni ed esterni che hanno colpito l'economia italiana. Anzi, questo secondo modello finì per costituire un altro fattore di instabilità divenendo corresponsabile sia di un processo inflazionistico che condusse a massicci deprezzamenti della lira sul mercato dei cambi, sia dei frequenti raffreddamenti della produzione che si rendevano necessari a causa del ricorrente emergere del vincolo estero.

In questo lavoro sono state utilizzate come fonte le relazioni annuali della Banca d'Italia per evidenziare il ruolo svolto nella politica monetaria da questa istituzione e l'utilizzo di questa politica: anche se la fonte è stata utilizzata in altri contesti e la letteratura relativamente alla politica monetaria è ampia, si ritiene che il contesto temporale (scandito dal nome dei governatori³ che si sono succeduti a capo dell'istituzione, al fine di dare una maggiore caratterizzazione alla periodizzazione del contributo), l'analisi e la sintesi sulla politica monetaria e gli aspetti storici dello stesso

² Per un quadro più ampio della politica economica del periodo si vedano tra gli altri Rossi (2000), Cotula et al. (1997, capp. I-II), Cotula (2000, capp. I-III), Cotula e de' Stefani (1979).

³ Donato Menichella, governatore dal 1948 al 1960 (per un maggiore approfondimento sulle sue opere e sulla sua azione politica si veda Menichella, 1986); Guido Carli, dal 1960 al 1975 (quando si dimise – per una bibliografia sul suo pensiero si veda nota 10) e Paolo Baffi, dal 1975 al 1979 (per una bibliografia sul suo pensiero si veda nota 21), anche se in questa sede non sarà approfondita la politica e il pensiero dei governatori suddetti. Per un approfondimento metodologico del pensiero economico del secondo dopoguerra si rinvia al fondamentale Roncaglia (2001), in particolare alle pp. 516-558.

possano essere comunque utili alla conoscenza. Il presente articolo, quindi, è così strutturato: la politica monetaria italiana negli anni sessanta del Novecento; la politica monetaria del periodo 1970-1973; la politica monetaria nell'anno 1974 e nel 1975: la deflazione e la ripresa; l'entrata dell'Italia nello SME; conclusioni.

2. Da Menichella a Carli: la politica monetaria italiana negli anni sessanta del Novecento

A partire dal 1962, a "miracolo economico" ormai ben avviato (Banca d'Italia, 1964), la forte domanda anche per consumi, per effetto non ultimo del rilevante aumento della massa salariale connessa al mutato clima politico (aumento valutato a oltre il 20% per anno nel 1962 e 1963), non ha trovato rispondenza nell'offerta interna (prodotto interno) e pertanto ha procurato una lievitazione delle importazioni e un peggioramento dei conti con l'estero per il concomitante rallentamento delle esportazioni.⁴

Le autorità monetarie si vedevano costrette a mettere in atto una politica di restrizione, onde prevenire o contenere le conseguenti spinte inflazionistiche e, quindi, difendere le linee appena seguite per la costituzione di un efficiente mercato monetario e finanziario; ma il contenimento dell'espansione monetaria provocava una tensione sui tassi di interesse, che si propagava sui prezzi. Si agì con strumenti diversi da quelli classici. Mario Sarcinelli ha evidenziato le tematiche tradizionalmente affrontate nelle *Relazioni* della Banca d'Italia dal 1958, anno che segnò la raggiunta convertibilità esterna della lira e l'inizio del mercato comune europeo, al 1964 (Sarcinelli, 2006, p. 27).

⁴ Si vedano, per un quadro storico economico generale, Eichengreen (2009), Toniolo (2011), e Zamagni (1993). Diversi sostengono che la domanda pubblica fu il motore della crescita, specie nella prima fase di crescita rapida, dal 1950 al 1957 (Coen e Federico, 2001, pp. 113-115). Ciocca et al. (1973) stimavano che la somma di investimenti statali diretti e di investimenti indirettamente promossi dallo stato tramite sussidi, prestiti agevolati, finanziamenti, operazioni di salvataggio o incentivi fiscali ammontava a circa il 51% dell'investimento lordo totale nel 1951 e al 56,3% nel 1958.

Le tematiche erano quelle di maggiore rilevanza sotto il profilo macroeconomico, quali la crescita, la stabilità dei prezzi, l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, l'apertura verso l'estero e, dal punto di vista finanziario, il fabbisogno pubblico e la finanziabilità degli investimenti; scarsa attenzione era data alla struttura finanziaria e all'efficienza degli intermediari. Sotto il profilo microeconomico, notevole importanza era data all'equilibrio economico dell'impresa e ai suoi costi, con particolare enfasi su quelli del lavoro, senza molti riferimenti agli interessi dei suoi *stakeholders* o alle condizioni ambientali in cui operava, che sono in grado di ridurre i suoi costi di transazione o di aumentare le sue spese di scala o di scopo (ivi, p. 29). Sarcinelli (1965) suddivide il periodo in quattro intervalli: recessione produttiva (gennaio 1958-giugno 1959); ripresa economica (giugno 1959-giugno 1961); continuata espansione della domanda (giugno 1961-giugno 1962); equilibrio tra domanda e offerta domestica (giugno 1962-giugno 1964); questi racchiudono gli andamenti reali e la risposta delle autorità monetarie attraverso, come veniva detto allora, la "gestione della liquidità".⁵

Nel 1963 si operò, infatti, attraverso il controllo dei rifinanziamenti della Banca d'Italia nei confronti delle banche, bloccando nel contempo il crescere della posizione passiva netta verso l'estero di queste ultime: restringendo così alle stesse la possibilità, da un lato, di finanziare le importazioni (il cui aumento, come sopra accennato, era stato una rilevante concausa del peggioramento dei conti con l'estero), e dall'altro, di sostituire con fondi attinti sui mercati esteri i fondi negati dalla Banca d'Italia. Mentre in molti paesi (in connessione con l'esistenza di un mercato monetario e finanziario molto più evoluto) il ricorso al prestito di ultima istanza della banca centrale era regolato in un certo senso automaticamente, con la manovra del tasso di sconto, aumentandolo e rendendo più costoso il ricorso al prestito della banca centrale nel caso che questa fosse stata orientata a una politica restrittiva, in Italia si è cercato di raggiungere tale risultato con l'uso di altri strumenti,

⁵ Si veda Sarcinelli (2006, p. 27).

spesso definiti “sucedanei”. In primo luogo restringendo ‘i cordoni del credito’ da parte della Banca d’Italia, cioè limitando la quantità concedibile, salvo in alcuni periodi l’obbligo imposto dalla legge per alcuni settori. Per ciò che concerneva l’altro strumento classico di intervento di politica monetaria, e cioè le “operazioni sul mercato aperto”, stante la deficienza di un mercato monetario e finanziario, in Italia si fece ricorso a una speciale politica di emissione di titoli pubblici (BOT). Nella visione della Banca d’Italia il controllo dei livelli di attività economica in uno Stato moderno deve essere attuato con la regolazione del volume della domanda monetaria complessiva e delle sue grandi componenti, attraverso la politica dei redditi (Banca d’Italia, 1964, p. 510):⁶ in questo modo, accertata la struttura della domanda che fosse emersa dalle varie misure di politica economica, la struttura produttiva avrebbe dovuto adeguarsi a questa, in risposta ai normali meccanismi del mercato, e il sistema creditizio avrebbe dovuto valutare il suo sostegno finanziario in base ai tradizionali parametri costituiti dalle garanzie reali e dalle prospettive di profitto delle singole iniziative.

Per l’aggravarsi del processo inflazionistico e della bilancia dei pagamenti, nel 1964 si intervenne anche con una politica fiscale volta ad aumentare le entrate tributarie in ragione dell’1% del reddito nazionale (De Cecco, 2004, p. 190; Fanfani, 1988, p. 140). Ma a stabilizzare le aspettative nel settore valutario contribuì in misura determinante l’ottenimento di un credito *stand-by* di un miliardo di dollari da parte della Riserva Federale di New York, che accrebbe sensibilmente le disponibilità del paese.

Tali misure di contenimento interno provocarono un’immediata reazione, soprattutto nei rapporti con l’estero, che, agevolata dalla sensibile ripresa registrata nell’economia internazionale, portò nuovamente in attivo la bilancia dei pagamenti, dando inizio anche a un rallentamento dell’inflazione.

In queste condizioni sembrò opportuno procedere a uno stimolo dell’economia, privilegiando una politica di bilancio che espandesse

⁶ Si veda Balducci e Marconi (1981, p. 87).

l'intervento pubblico, ma conseguendo un aumento del disavanzo del bilancio e, di riflesso, del debito pubblico. La politica monetaria venne così a operare in un contesto caratterizzato da un accresciuto fabbisogno finanziario dello Stato per il finanziamento del disavanzo, e nello stesso tempo dall'aumento della domanda del settore privato (sia in conseguenza del forte aumento dei redditi a favore dei lavoratori dipendenti, realizzati in contemporaneità con alcuni importanti mutamenti di orientamenti politici nella conduzione della cosa pubblica, sia per finanziare la domanda di investimenti da parte delle imprese). La contesa tra l'area pubblica - la cui presenza nell'apparato produttivo, già di per sé pervasiva dell'economia nazionale, lungi dall'essere ridimensionata si era viceversa espansa a seguito della nazionalizzazione dell'energia elettrica (Zanetti e Fraquelli, 1979) - e quella privata comportava non pochi problemi. I disavanzi del bilancio dello Stato ma anche degli enti locali e di quelli previdenziali e assistenziali postulavano una copertura finanziaria 'a prescindere' e quindi anche, se necessario, a discapito del settore privato, perché voluti dal potere politico.

Quindi, nei primi anni del 1960, per non mortificare le necessità di investimenti a lungo termine delle imprese, si doveva necessariamente agire nel senso di aumentare la capacità del mercato di assorbire le emissioni di titoli a lunga scadenza, premendo sulla propensione delle 'famiglie', del risparmiatore privato, a indirizzare il risparmio verso gli investimenti in titoli anziché verso la forma tradizionale del deposito bancario e/o postale.

La politica monetaria si doveva accollare questo ulteriore fine: operare nella direzione della stabilizzazione dei tassi di rendimento dei titoli onde renderli appetibili dalle 'famiglie'. Dalla *Relazione della Banca d'Italia*, anno di esercizio 1966, risulta che da tale anno si è dato inizio a una politica di stabilizzazione dei corsi dei titoli al fine di orientare spontaneamente sia il sistema bancario sia il pubblico a richiedere tale tipo di investimento (Banca d'Italia, 1967, p. 197). Un'analisi a posteriori di tale politica di stabilizzazione si trova in un'altra relazione della Banca d'Italia, quella relativa all'anno 1969, in cui termina la politica di stabilizzazione iniziata nel 1966 e se ne intraprende una più adeguata

alle mutate condizioni. Da questa relazione si evince che la politica di intervento sul mercato dei titoli obbligazionari intesa alla stabilizzazione dei corsi fu iniziata dalla Banca d'Italia nel secondo trimestre del 1966, con l'intento di conseguire due obiettivi: assicurare il collocamento presso il pubblico di un ammontare rilevante in assoluto, e inusitato per il mercato italiano di nuove emissioni, accrescendo, grazie al diminuito rischio di perdite in conto capitale, la propensione dei privati all'impiego in titoli; e prevenire una lievitazione dei tassi di interesse all'interno, in un periodo di insufficiente attività di investimento pubblico e privato.

Tra i due obiettivi si prediligeva quello della creazione di un più ampio mercato dei titoli. Gli acquisti di titoli da parte del pubblico, nei tre anni 1966-1968, raggiunsero un volume di 1.300 miliardi all'anno in media, rispetto a 600 circa nel triennio precedente; e ancora nel 1969 si mantengono al di sopra dei 1.000 miliardi. Tale politica stimolò solo in parte l'attività di investimento (ivi, p. 407). Riguardo quest'ultimo aspetto, sembra appropriato riportare le considerazioni espresse dall'allora Governatore, Guido Carli, nella relazione:

“[n]el ventennio successivo al II conflitto mondiale il finanziamento degli investimenti da parte delle imprese è stato effettuato aumentando il ricorso all'indebitamento; quest'ultimo, a sua volta, ha assunto la forma di debito verso intermediari finanziari. L'effetto di questo processo è stato l'accrescimento della provvista degli intermediari finanziari mediante la creazione di strumenti di credito liquidi o quasi liquidi. Nel quinquennio 1951-1955 i finanziamenti all'economia, effettuati tramite l'emissione diretta di strumenti di credito, avevano rappresentato il 13,8% dei finanziamenti complessivi; questa proporzione era scesa all'11,3% nel periodo compreso fra il 1956 e il 1962 e all'8,2% nel periodo dal 1963 al 1969. Negli stessi periodi le attività liquide del pubblico erano aumentate rispettivamente del 14,4, del 13,2 e del 12,4% in ragione d'anno, mentre i saggi di incremento del reddito nazionale lordo, a prezzi correnti, furono del 10,2, dell'8,9 e del 9,5%” (Banca d'Italia, 1970, p. 399).

Il metodo al quale hanno fatto prevalentemente ricorso le imprese per il finanziamento a esplicita scadenza a lungo termine fu l'indebitamento con gli istituti speciali, ottenuto spesso a condizioni agevolate per il concorso dello Stato. Gli istituti speciali, a loro volta,

raccoglievano i fondi con l'emissione di obbligazioni sottoscritte in larga misura dalle aziende di credito. Questo circuito finanziario e le preferenze dei risparmiatori, insieme con il contenimento delle dimensioni del finanziamento diretto, hanno fatto sì che si formassero elevate giacenze monetarie rappresentate dai depositi bancari.

La dissociazione fra centri di formazione del risparmio e centri di attuazione dei finanziamenti si accentuò progressivamente: nel 1969 la quota del risparmio netto delle famiglie rispetto al risparmio complessivo salì all'80%. Ciò non solo attestò la dipendenza del processo di finanziamento dalla continuità del risparmio familiare, ma anche la complessità del compito che aveva l'intermediazione, di assicurare contemporaneamente alla pubblica amministrazione e alle imprese l'afflusso dei mezzi richiesti per svolgere la loro attività. Infatti, nella prima metà del 1969 si delineava una situazione caratterizzata dall'importanza assunta dal comportamento irregolare di fattori autonomi di creazione della base monetaria, e cioè della bilancia dei pagamenti, influenzata in misura preponderante dai movimenti di capitali, e del Tesoro (ivi, pp. 408-409).

Dunque, una politica di stabilizzazione dei corsi come quella attuata a cominciare dal 1966 poteva, come avvenne sino al 1969, funzionare finché il processo inflazionistico si fosse mantenuto in termini contenuti.⁷ Quando questo avesse accelerato, sarebbe stato quanto mai difficile contenere un contemporaneo aumento dei tassi a breve e, pertanto, le aziende di credito giudicavano più conveniente aumentare gli impieghi tipici della loro attività, riducendo la domanda di titoli e anzi tendendo a smobilizzare quelli detenuti, mentre i privati fuggivano dall'impiego in titoli trovando più conveniente allocare il loro risparmio nelle banche, a parità o quasi di rendimento ma con guadagno dal lato della liquidità.

⁷ Da sottolineare che relativamente a questa politica di stabilizzazione dei tassi a lungo fatta dalla Banca d'Italia tra il 1966 ed il 1969, il livello dei tassi scelto dalla Banca, pari circa al 6,5%, non fosse affatto basso, tanto è vero che in diversi momenti la Banca d'Italia non dovette acquistare titoli, creando così base monetaria, ma ne vendette ai risparmiatori, che a quei tassi glieli chiedevano.

Quindi, il livello dei tassi di interesse prescelto all'inizio della politica di stabilizzazione del 1966, corrispondente a quello praticato sui mercati internazionali, si venne a modificare proprio sui mercati internazionali già nel corso del 1967 e ancora nel 1968 per una serie di concause: una forte ripresa dell'economia e delle transazioni commerciali mondiali, e un sempre più forte squilibrio della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti causato da una forte crescita della domanda interna, in connessione soprattutto agli impegni americani nella guerra in Vietnam, che causarono spinte inflazionistiche che si risolsero anche in un aumento dei tassi di interesse. In queste condizioni si doveva cominciare, e con urgenza, a intervenire, possibilmente su più fronti.

Inoltre, gli avvenimenti dell'autunno (il cosiddetto "autunno caldo"⁸ protrattosi sino al marzo e aprile dell'anno successivo, con la chiusura di importanti contratti quali quelli dei tessili e degli elettrici) provocarono ingenti perdite di produzione e i loro effetti perdurarono fino a quasi tutto il 1970. Dal lato della domanda, l'aumento del reddito da lavoro dipendente avrebbe dato luogo presumibilmente a un'espansione dei consumi, che in termini monetari è stata valutata dell'ordine del 14% (ivi, p. 413). I prezzi raggiunsero livelli superiori a quelli previsti: la domanda di credito rimase elevata sebbene il suo costo si accrebbe, sospinta da fabbisogni di investimenti sulla cui dimensione agì sempre più la componente nominale, e che in proporzione sempre maggiore cercavano copertura in fonti di finanziamento esterne alle imprese; sul mercato del reddito fisso premeva una domanda di fondi in continua espansione (ivi, p. 417).

Nelle analisi di Banca d'Italia, gli anni 1965-1969 apparirono come anni delle occasioni perdute, durante i quali le capacità autopropulsive del sistema economico non erano riuscite a tradurre in investimenti l'accumulazione di risparmi prodottasi all'interno

⁸ Al riguardo esiste un'ampia letteratura; si veda Nordhaus (1972, p. 459), Crouch e Pizzorno (1978), Gliobianco e Salvati (1980), Ciocca (2007, pp. 279-284).

dell'economia italiana.⁹ Le cause di questa incapacità dovevano ritrovarsi, come si evince dalla relazione del 1969 (ivi, p. 391), nel mancato adeguamento della pubblica amministrazione ai compiti che questa doveva assolvere; nell'insufficienza di appropriati strumenti finanziari; nell'alto livello dell'indebitamento delle imprese; nell'incertezza delle prospettive. In questi anni è sempre più evidente una crescente sfiducia nei confronti della spesa pubblica come momento fondamentale di regolazione della domanda, che spingeva la Banca d'Italia a un affinamento degli strumenti monetari (come visto sopra). In questa prospettiva uno degli obiettivi che si voleva raggiungere con la stabilizzazione dei corsi dei titoli era quello di impedire una lievitazione dei tassi di interesse per salvaguardare il livello degli investimenti (obiettivo raggiunto, però, solo parzialmente: Banca d'Italia, 1968, p. 361; Banca d'Italia, 1969, p. 365; Banca d'Italia, 1970, p. 414; Banca d'Italia, 1971, p. 407; Balducci e Marconi, 1981, p. 91).

3. Guido Carli e la politica monetaria del periodo 1970-1973

Il Governatore in carica nel 1970, Guido Carli,¹⁰ faceva un raffronto delle varie situazioni dell'economia italiana nelle quali si dispiegavano le misure di politica economica adottate, per far risaltare e/o giustificare i differenti atteggiamenti assunti dalle autorità monetarie rispetto alle precedenti, che apparivano a un primo esame superficiale simili. Il Governatore evidenziava che il rapido progresso dell'economia italiana nell'ultimo ventennio era derivato, per la gran parte degli anni cinquanta, dalle acquisizioni di

⁹ Questa espressione viene usata anche dagli economisti (Ciocca et al., 1975) oltre che dallo storico Guido Crainz (2005) e da Michele Salvati (2000), che parlano di occasioni mancate o di un paese mancato, che durante gli anni sessanta aveva preso coscienza dei diversi problemi sociali che stava vivendo senza però riuscire a risolverli in modo adeguato, o rinviandoli senza affrontarli.

¹⁰ Sulla figura e l'opera di Guido Carli, tra gli altri si vedano Peluffo e Carli (2000), Barucci (2008), Di Taranto (2009), Ciocca (2008), Savona (2008), Craveri (2009), Guarino (2009), Carli (2014).

nuove tecnologie, congiunte con l'applicazione di lavoro progressivamente migliorato in qualità; successivamente, lo sviluppo estensivo degli anni 1959-1963 aveva ampliato e rafforzato il potenziale produttivo, e dopo il 1964, il progressivo utilizzo di del potenziale produttivo e l'accrescimento dell'efficienza aziendale, ottenuti col raggiungimento di dimensioni più economiche e con migliori combinazioni dei fattori produttivi, consentirono all'economia italiana di riacquistare un ritmo espansivo ancora sostenuto. In quelle condizioni appariva difficile prolungare questa fase, non soltanto perché si era assottigliata la disponibilità di innovazioni tecniche non ancora applicate, ma anche perché le nuove condizioni di lavoro, il persistere di scioperi di gruppi non organizzati sindacalmente, e l'assenteismo, imponevano alle aziende misure di riorganizzazione dei cicli produttivi, per riacquistare i necessari margini di elasticità e, in alcuni casi, di decentramento degli impianti (Banca d'Italia, 1970, p. 359).

D'altronde non si poteva prescindere dalle misure di politica monetaria adottate in occasione della crisi del 1969. Il ricorso a una politica monetaria moderatamente restrittiva, attuata fin dalla metà del 1969 (non appena la componente inflazionistica nello sviluppo del reddito nazionale era apparsa assumere valori crescenti, e si delineava un ulteriore peggioramento della bilancia dei pagamenti per il manifestarsi di difficoltà anche nelle partite correnti), aveva esercitato un effetto frenante sui prezzi. L'impiego di tale politica aveva contribuito inoltre a ridurre l'esportazione di capitali attraverso la crescita dei tassi di interesse, gradualmente adeguati a quelli vigenti nel mercato internazionale; questa azione era stata integrata da provvedimenti di carattere amministrativo, con i quali si era ottenuto l'effetto di limitare le esportazioni di biglietti di banca. La manovra monetaria, d'altra parte, comportando l'abbandono della politica della stabilità dei tassi di interesse, si era ripercossa sul mercato dei capitali, nel quale le emissioni di titoli a reddito fisso si ridussero di circa un quarto tra il 1969 e il 1970 (ivi, p. 358).¹¹

¹¹ Come scrive Nardozzi (1981, p. 119), "sia l'interpretazione dei fatti che l'azione

L'andamento dell'economia fu condizionato dall'eccezionale aumento dei costi, tanto più grave in quanto l'aumento della produttività, anziché mantenersi elevato, o addirittura accrescersi col recupero produttivo, era rallentato. Il sistema non era stato in grado di reagire agli aumenti salariali né con rapidi processi di razionalizzazione né con una forte espansione degli investimenti; le nuove iniziative avevano ristagnato. La redistribuzione del reddito avrebbe potuto elevare il livello dei consumi e, in presenza di fattori produttivi disoccupati o sotto occupati, suscitare una più alta produzione. Ma se contemporaneamente avvenivano, come di fatto sono avvenute, modificazioni delle relazioni fra costi e prezzi, dalle quali derivavano una diffusa incertezza circa la possibilità di ricostituire i capitali impiegati nella produzione, le decisioni di investimento necessariamente languivano e i meccanismi equilibratori, che in altra occasione avrebbero stimolato aumenti del reddito, concorrevano a determinare il nuovo equilibrio attraverso l'abbassamento del livello di occupazione (ivi, p. 361).

Nelle industrie manifatturiere i salari di fatto secondo le statistiche del Ministero del Lavoro, disponibili per i primi tre trimestri del 1970, aumentarono in media del 23%, con punte del 27% nelle industrie metalmeccaniche e del 33% nelle chimiche. Gli effetti di un aumento di tali dimensioni non si sono esauriti esclusivamente nei comparti interessati ai rinnovi contrattuali, ma investirono tutti i settori, per effetto della quota di retribuzione incorporata nel prezzo dei beni e servizi scambiati all'interno del sistema produttivo. In ciascun comparto dell'industria manifatturiera il rincaro dei costi andava attribuito quindi a due fattori: uno diretto, l'aumento delle retribuzioni del comparto stesso, l'altro indiretto,

perseguita dalla Banca d'Italia nella seconda metà degli anni sessanta assumono come dati, immodificabili o da non modificare da parte delle autorità monetarie, alcuni caratteri del nostro sistema finanziario. [...] La Banca d'Italia sembra volere rinunciare a una politica di stimolo della funzione del sistema creditizio nei confronti della formazione del capitale [...] ciò avvenne come è noto, attraverso la monetizzazione dei titoli obbligazionari che mortifica, invece di stimolare la funzione del banchiere. Questa politica è coerente con l'assunzione della immodificabilità delle caratteristiche del sistema finanziario italiano".

l'incremento dei prezzi dei beni acquistati presso altri comparti industriali; ed era questo secondo l'aspetto per il quale si dimostrava pregiudizievole all'equilibrio del sistema la concentrazione in un limitato periodo di tempo degli effetti del rinnovo di numerosi e importanti contratti di lavoro (Banca d'Italia, 1971, p. 366). Nel 1970, dopo un periodo di 18 mesi di disavanzo di bilancia dei pagamenti, la politica economica fu indirizzata a ricostituire, prima, e ad accrescere, poi, il livello delle riserve valutarie, nella convinzione che una loro adeguata disponibilità costituisse una salvaguardia affinché politiche volte alla difesa del livello di occupazione non fossero frustrate da crisi di bilancia dei pagamenti. L'accumulazione di riserve implicava un costo, che andava confrontato con il più alto grado di libertà che si conseguivano per le decisioni di politica economica. Ciò era tanto più vero quanto più ampia era l'apertura dell'economia al mercato internazionale.

Le maggiori spinte verso l'uscita dei capitali erano provenute dai differenziali nei tassi di interesse di volta in volta determinatisi tra il mercato interno e quello estero, e da un insieme di motivazioni di natura sostanzialmente extra-economica, rappresentato dalle reazioni degli operatori alle alterne vicende della situazione socio-politica, reazioni che tra l'altro avevano contribuito a esaltare l'importanza della diversità del trattamento fiscale dei redditi da capitale, in Italia e altrove, e della ricerca di forme differenziate di investimento del risparmio finanziario.

La ricostituzione e il mantenimento di un adeguato livello di riserve non fu conseguito in maniera indolore: l'anno 1971 fu caratterizzato dall'introduzione di un nuovo ordine monetario internazionale in sostituzione di quello scaturito dagli accordi di Bretton Woods di un quarto di secolo prima.¹² Il 18 dicembre 1971, a

¹² La conferenza di Bretton Woods (spesso genericamente identificata anche come accordi di Bretton Woods) si tenne dal 1° al 22 luglio 1944 nell'omonima località nei pressi di Carroll (New Hampshire), per stabilire le regole delle relazioni commerciali e finanziarie tra i principali paesi industrializzati del mondo. Fu il primo esempio nella storia di un ordine monetario totalmente concordato, pensato dagli Stati Uniti d'America per governare i rapporti monetari di stati nazionali indipendenti.

seguito degli accordi di Washington dell'agosto precedente e della dichiarazione dell'inconvertibilità del dollaro, si giunse all'allineamento monetario (dichiarazione della parità ufficiale del dollaro e dichiarazione delle parità delle altre monete: Eichengreen, 2009). Il sistema di cambi fissi si era ormai trasformato in un sistema di cambi amministrati; non esistevano regole di comportamento univocamente accettate e l'evoluzione dei tassi di cambio dei diversi paesi rappresentava l'espressione sia delle pressioni del mercato che delle divergenti decisioni di politica economica attuate dalle singole nazioni, impegnate nel perseguimento dei propri obiettivi interni. Effetto principale del nuovo sistema di cambio consisteva in una maggiore incertezza sul futuro valore delle diverse valute; la speculazione non riguardava solo le divise ma anche le materie prime (Ciccarone e Gnesutta, 1993, p. 30). Gli squilibri monetari determinarono pressioni insopportabili sulle valute che accettarono di fluttuare liberamente.

In queste condizioni si era rafforzato il convincimento della necessità di trasformare la Comunità Economica Europea (CEE) in un'area monetaria munita di una propria individualità nel quadro del sistema monetario internazionale. In seguito a una decisione assunta dal Consiglio della Comunità fu stabilito che, con decorrenza 24 aprile 1972, i margini dell'oscillazione delle monete comunitarie intorno alle parità reciproche non potevano superare il 2,25%, anziché il 4,50% che sarebbe risultato dall'applicazione dei limiti massimi di fluttuazione consentiti rispetto al dollaro (sistema passato alla cronaca con il nomignolo di "serpente monetario": Banca d'Italia, 1972, pp. 357-358).

Il complesso di provvedimenti indicava implicitamente che i problemi da risolvere non erano soltanto di natura monetaria. Gli Stati Uniti chiamavano in causa la politica commerciale seguita dagli altri paesi industriali e, per quanto riguardava in particolare la CEE, gli effetti protezionistici della politica agricola comune. Inoltre, chiedevano una redistribuzione dell'onere rappresentato dalla spesa per la difesa comune e una maggiore partecipazione degli altri paesi industriali all'assistenza finanziaria ai paesi in via di sviluppo (ivi, p. 9).

La politica monetaria italiana adottata nei primi anni settanta, per ciò che concerneva le ripercussioni sull'economia interna, visto il miglioramento della situazione valutaria ottenuta attraverso gli interventi sopra delineati ma anche in connessione con l'arresto della crescita dell'attività produttiva, non aveva più ragione di essere mantenuta. Ma l'inversione di tendenza della politica monetaria non sortì gli effetti desiderati (Banca d'Italia, 1973, p. 387). Nel corso del 1971 il grave squilibrio fra costi e prezzi manifestatosi l'anno precedente si accentuava. Ne derivavano diffuse situazioni di dissesto; il governo intervenne mediante la costituzione di fondi di ristrutturazione e della Società per le gestioni e partecipazioni industriali (diffusa con l'acronimo GEPI).

In sintesi, nel 1971, si verificò una grave contrazione degli investimenti nel settore privato; nell'industria risultò dell'ordine del 7,9% a prezzi correnti (17% a prezzi costanti), che, se paragonata all'incremento degli investimenti nel settore pubblico appariva ancora più grave: le industrie a partecipazione statale avevano segnato un aumento del 34,5% in termini monetari.¹³ Nell'industria manifatturiera il costo del lavoro per unità di prodotto aumentò, in due anni, del 28,8%, mentre i prezzi dei manufatti salirono del 13,4%. L'ampiezza di questo divario differenziava nettamente la situazione italiana da quella dei principali paesi industriali, nei quali si manifestarono fenomeni di aumento dei costi di dimensione minore (Banca d'Italia, 1972, p. 388).

L'entrata dell'Italia nel "serpente monetario" fu uno degli aspetti attraverso i quali il paese dimostrava di volere sempre aderire, in Europa e nel mondo, a ogni forma di partecipazione associativa in campo economico e gli interventi in campo valutario miravano a mantenere il passo delle altre nazioni in quanto a cooperazione; ma, all'interno, tendeva ad affermare che la politica monetaria seguita dalle autorità monetarie, come avvenne anche nel 1972, si ispirava all'esigenza di evitare che il vincolo della bilancia dei pagamenti impedisse la continuazione di una condotta volta essenzialmente a

¹³ Dati desunti dalla *Relazione annuale sul 1971* (Banca d'Italia, 1972, p. 388).

stimolare la ripresa dell'attività produttiva.

D'altronde, la questione della mancata ripartenza degli investimenti da parte delle imprese private faceva dubitare della ripresa in atto, e l'aumento della produzione induceva, viceversa, a pensare che potesse essere legato in parte anche a un'attesa degli operatori di usufruire del non trascurabile vantaggio fiscale che si profilava, per l'entrata in vigore della riforma tributaria (De Cecco e Pedone, 1995, pp. 253-300). Infatti, il D.L. 25 maggio 1972, n. 202, convertito nella legge 24 luglio 1972, n. 321 (di rinvio della prima parte della riforma tributaria al 1° gennaio 1973), conteneva una disposizione che esentava dall'IGE (Imposta Generale sulle Entrate) gli acquisti per investimenti e scorte effettuati tra il 26 maggio e il 31 dicembre 1972, orientando evidentemente le imprese ad attuare i loro programmi di investimenti in detto periodo anche per ciò che concerneva l'acquisto di beni da destinare alle scorte: a quest'ultimo riguardo, ma limitatamente alle imprese esportatrici, un ulteriore stimolo ad aumentare le scorte di beni per la rivendita proveniva da una norma (all'art. 91) del decreto istitutivo dell'IVA, che consentiva il rimborso dell'IGE per i beni esportati fino al 30 giugno 1973 purché posseduti alla data del 31 dicembre 1972. È del tutto evidente, quindi, che la situazione finanziaria delle imprese, almeno per la parte che riguardava l'esenzione dall'IGE prevista dal summenzionato D.L. n. 202/1972, migliorò per non aver dovuto versare tale imposta nel periodo maggio-dicembre 1972.

Nel biennio 1971-1972, oltre agli avvenimenti connessi con l'entrata in vigore della riforma tributaria, che pure causarono problemi per il bilancio dello Stato dal lato delle entrate, altri avvenimenti impegnarono le autorità governative nella gestione del bilancio statale dal lato delle spese e dei trasferimenti ad altri enti. Nel biennio ebbe inizio l'assegnazione di somme per l'avvio della riforma sanitaria. Sull'incremento del disavanzo tra il 1971 e il 1972 nella gestione di competenza del bilancio statale influirono anche, per la parte corrente, le spese relative all'aumento delle assegnazioni effettuate in favore degli enti previdenziali a seguito dei miglioramenti dei trattamenti pensionistici a carico dell'INPS e della fiscalizzazione di oneri sociali.

Quindi, in Italia fu seguita una politica espansiva nel corso del 1971, ma l'aumento della produzione si ebbe verso la fine del 1972, influenzata da l'aumento più consistente nei paesi dell'OCSE: più in generale, dalle esperienze maturate nei cicli precedenti, si può affermare che la ripresa della produzione industriale in Italia seguì quella dei principali paesi industrializzati con un ritardo di due-tre trimestri.

Non si può tuttavia dimenticare che in Italia, più che altrove, la politica economica e monetaria era condizionata dall'andamento della bilancia dei pagamenti, il cui vincolo pose seri problemi nelle situazioni congiunturali avverse, nel dirimere il conflitto tra l'obiettivo interno e quello esterno. La soppressione della convertibilità del dollaro, alla quale fu dato principio nel marzo del 1968 e compimento nell'agosto 1971, produceva nuove crisi e nuovi problemi (Banca d'Italia, 1973, p. 396).

Il succedersi delle crisi monetarie, esplose nei mesi di febbraio e di marzo 1973, è da attribuire all'ampiezza dei movimenti di fondi suscitati da aspettative di variazioni di parità (ivi, p. 385). Sulla falsariga dei provvedimenti adottati da altri paesi, il 22 gennaio del 1973 fu istituito, in Italia, il doppio mercato dei cambi. In presenza di un disavanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente non sarebbe stato possibile mantenere invariato il rapporto di cambio tra la lira e le monete europee e accettare il vincolo del contenimento dell'oscillazione nei loro confronti entro i limiti del 2,25% delle rispettive parità.

L'inflazione crescente, anche per via dei primi effetti del deprezzamento della lira sui prezzi dei prodotti importati, attraverso l'aumento dei prodotti finiti consentiva di contenere l'influenza sui profitti dei maggiori costi di lavoro conseguenti ai nuovi contratti. Le dimensioni degli aumenti del livello generale dei prezzi erano tali da indurre le autorità di governo a dare priorità a provvedimenti diretti di lotta contro l'inflazione, sempre nel quadro generale di politica economica orientato ad assicurare un sostenuto tasso di sviluppo del reddito (Banca d'Italia, 1974, p. 85).

Il 1973 si chiuse portando con sé problemi vecchi e nuovi; non ultime, evidentemente, le tempeste monetarie e la sperimentazione di un nuovo assetto del sistema monetario internazionale. L'intrecciarsi di

tali problemi, in Italia più che in altri paesi, influi negativamente su molti aspetti congiunturali dell'economia, uno dei quali, non ultimo per rilevanza, riguardava l'ascesa dei prezzi, che, sebbene comune a tutti i paesi occidentali, in Italia assunse valori fra i più elevati: quelli all'ingrosso crebbero del 27,8% tra il dicembre 1972 e il dicembre 1973, e la variazione percentuale degli indici dei prezzi al consumo nello stesso periodo fu del 12,5%. La variazione di quest'ultimo indice era superiore a quella registrata negli altri paesi più industrializzati dell'occidente, dove nello stesso periodo risultò pari al 10,5% nel Regno Unito, all'8,8% negli Stati Uniti, all'8,5% in Francia, e al 7,8% nella Germania federale (ivi, p. 149).

In questo non semplice contesto, la politica monetaria si muoveva nel senso espansivo al fine di agevolare la ripresa dell'attività produttiva ma, nello stesso tempo, considerato il livello dei prezzi raggiunto e l'aspettativa che tale livello potesse essere superato, si rendeva necessario contrastare le spinte speculative e aumentare il più possibile le scorte. Tuttavia, nel medesimo tempo, si doveva procedere a contrastare il peggioramento dei conti con l'estero, la crescente domanda di credito e la conseguente diminuzione degli investimenti in titoli.

4. La politica monetaria negli anni 1974 e 1975: la disinflazione e la ripresa

Il 1973 si chiuse con una politica monetaria abbastanza espansiva anche in presenza di un disavanzo della bilancia dei pagamenti, poiché in concomitanza di un aumento degli investimenti produttivi, ritenuti quanto mai opportuni provenendo l'economia da un triennio di ristagno, non si ritenne di modificare gli atteggiamenti di politica monetaria fino allora tenuti.

Il progressivo grado di integrazione dell'economia nazionale con quella degli altri paesi industrializzati, e in particolare con i paesi della CEE, comportava non solo un'adesione sempre più partecipativa delle strutture politiche e dell'amministrazione pubblica italiana a quelle

comunitarie e a quelle più internazionali, ma anche alle regole che le governavano. Il sostegno finanziario del Fondo Monetario Internazionale (FMI) fu subordinato a ben precisi comportamenti nella conduzione delle politiche economiche congiunturali, per adeguarli a quelli ritenuti ottimali per raggiungere gli obiettivi di assimilazione ai paesi più virtuosi.

In questa situazione non si può non sottolineare il progressivo andamento delle politiche comunitarie intese a raggiungere un soddisfacente grado di integrazione delle economie dei paesi facenti parte della CEE. I governi di tali paesi non potevano prescindere dal comportarsi secondo regole comuni a tutti i partecipanti: in tale contesto vanno inquadrare le raccomandazioni rivolte dal Consiglio della CEE, in occasione della concessione di un prestito per il concorso finanziario a medio termine, consistenti innanzitutto in un ridimensionamento del fabbisogno del settore statale e in un contenimento dei pagamenti dello Stato, contenimento che il governo avrebbe dovuto realizzare anche nei confronti degli altri enti pubblici. Nel novembre del 1975 tali raccomandazioni, consistenti nel contenere entro determinati limiti il fabbisogno del settore statale, i pagamenti correnti del bilancio statale e il finanziamento del Tesoro da parte della Banca d'Italia, furono ribadite dal Consiglio della CEE.

Agli inizi del 1975 si cominciano a registrare gli effetti del 1974, anno della recessione mondiale aggravata dalla crisi energetica di fine 1973, recessione che si è dimostrata, per dimensione e durata, più grave di quanto le più pessimistiche previsioni lasciavano presumere (Eichengreen, 2009).¹⁴ Si aveva fondato sentore che l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti, il cui disavanzo, per effetto delle politiche monetarie e fiscali restrittive messe in atto nel corso del 1974, era stato contenuto entro limiti soddisfacenti, potesse giustificare una maggiore attenzione verso una politica di sviluppo. Questa, tuttavia, si presentava problematica.

¹⁴ Questo lavoro non ha come oggetto l'analisi delle *oil crises* (per le quali si rinvia, tra la diversa letteratura, alla puntuale disamina di Van Der Wee, 1989, pp. 62-76; pp. 416-426), ma piuttosto come la politica monetaria abbia risposto e si sia comportata a seguito di questi shock esogeni ed endogeni al sistema italiano.

La crisi aveva colpito evidentemente anche le altre economie con le quali quella italiana aveva sempre convissuto in simbiosi: la flessione della domanda mondiale era simultanea alla caduta della domanda interna per consumi, già depressa per effetto delle suddette politiche monetarie e fiscali; la domanda globale e quella interna (sebbene quest'ultima abbia registrato in termini monetari un aumento dell'8%) si ridussero, in termini reali, rispettivamente del 4,8% e del 6,4%; le importazioni, di conseguenza, registrarono sempre in termini reali una flessione del 10% (Banca d'Italia, 1976, p. 67). Inoltre, il tasso di inflazione, per effetto congiunto dell'andamento cedente delle quotazioni internazionali delle materie prime, della riduzione della domanda interna e dei minori spazi lasciati alla manovra dei prezzi interni dalla limitata crescita di quelli esteri dei manufatti, si ridusse sensibilmente, pur rimanendo su valori elevati: i prezzi impliciti nella domanda interna aumentarono del 15,4%, dopo il 21,7% del 1974; cosicché al miglioramento delle ragioni di scambio del commercio estero italiano e alla riduzione esercitata sul disavanzo reale dall'aumento delle esportazioni (connesso al miglioramento delle ragioni di scambio) e dal minor ricorso alle importazioni conseguente alla diminuzione del prodotto nazionale, si aggiunse un effetto di prezzo con il risultato finale di una contrazione del disavanzo delle partite correnti da 5.212 miliardi del 1974 a 361 miliardi del 1975 (*ibid.*).

Nel periodo dicembre 1974-dicembre 1975 le retribuzioni lorde minime contrattuali (salari) aumentarono nell'agricoltura del 21,2%, nell'industria del 20,3% (con una punta massima nei settori dell'elettricità, gas ed acqua con il 23,4%, e una minima nell'industria manifatturiera alimentare con il 17,3%), nel commercio del 24% e nei trasporti con 17,3% e nell'amministrazione pubblica del 9,2%.

Dai dati su esposti, la caduta della domanda globale, nonostante il buon andamento della domanda estera (esportazioni) connesso con le migliorate ragioni di scambio con l'estero e sebbene quella interna risultasse contenuta nella parte concernente i consumi per effetto dei miglioramenti retributivi rivenienti dagli accordi sindacali

del gennaio,¹⁵ non poteva non avere riflessi negativi sulle importazioni di beni e servizi (diminuiti, si ripete, in termini reali del 10%) e sul prodotto interno lordo: la contrazione di quest'ultimo avveniva nonostante la spinta ai consumi (complessivamente regrediti) rivenienti dagli aumenti dei redditi dei lavoratori dipendenti.

L'azione sindacale svolta tra il secondo semestre del 1974 e il primo del 1975 ebbe, come obiettivi principali, l'aumento dei redditi monetari dei lavoratori e dei pensionati, una maggiore protezione del valore reale delle retribuzioni delle due categorie di percettori attraverso una generale riforma dei sistemi di indicizzazione e la difesa dei livelli di occupazione. Nel gennaio del 1975 si concludeva la vertenza sulla riforma dell'indennità di contingenza dei dipendenti dell'industria, modifica che veniva subito dopo estesa ai lavoratori del commercio, dei trasporti terrestri in concessione e dei trasporti marittimi e aerei. Analoga riforma veniva concordata alla fine del mese di maggio per gli operai del settore agricolo; in luglio era poi approvata la legge che, seppure con modalità applicative diverse e con una fase transitoria di quella prevista per i lavoratori dipendenti del settore privato, modificava l'indennità integrativa speciale dei dipendenti pubblici e dei pensionati dello Stato avvicinando il valore del punto di contingenza a quello dell'industria (Banca d'Italia, 1976, p. 128; si veda anche Tarantelli, 1978).

Nonostante siffatti aumenti delle retribuzioni dei lavoratori dipendenti e le accresciute prestazioni pensionistiche e previdenziali di quelli in quiescenza, quindi della capacità di spesa di tali categorie,

¹⁵ Tali accordi, sinteticamente, prevedevano oltre ad aumenti delle retribuzioni minime contrattuali anche una revisione degli indici di copertura dall'inflazione consistente nel rapportare il valore del punto di 'scala mobile' al reddito medio dei lavoratori dipendenti, in modo da ottenere un adeguamento delle retribuzioni rispetto ai prezzi uguale o quantomeno vicino all'unità. Il passaggio dalla precedente indicizzazione, che garantiva una copertura del 50%, alla nuova, che doveva avvicinare l'indicizzazione delle remunerazioni pressoché al 100%, si sarebbe attuato con gradualità e comunque entro il 1977. Di tali innovazioni si parla diffusamente in vari capitoli delle relazioni della Banca d'Italia relative agli anni 1974 e 1975.

continuava la diminuzione dei consumi privati che fu determinata dagli effetti ritardati della riduzione del reddito disponibile nell'anno precedente, dalle aspettative di disoccupazione e dai cambiamenti nella struttura dei prezzi relativi, che indussero a limitare l'acquisto di alcuni beni, soprattutto durevoli, senza contemporaneamente aumentare quello di altri.

Tale andamento delle componenti di domanda incise sulla diminuzione del prodotto nazionale soprattutto attraverso il settore industriale, il cui valore aggiunto si ridusse del 9,1%; la riduzione interessò tutti i comparti produttivi e in particolar modo quelli dei beni di investimento (Banca d'Italia, 1976, p. 72).

I bassi livelli della domanda interna ed estera e le incertezze circa la futura evoluzione del mercato prevalsero sull'esigenza delle imprese di accrescere l'intensità di capitale come risposta alla ridotta flessibilità del fattore lavoro e al suo maggior costo (ivi, p. 71). Gli investimenti fissi subirono, rispetto al 1974, un calo del 13% (del 19% gli investimenti in impianti e macchinari); la flessione divenne del 24%, sempre in termini reali, qualora si includano le scorte (*ibid.*).

Siffatto andamento della situazione economico-produttiva, caratterizzato da un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto, il più elevato fra i paesi industriali, produsse un deterioramento della competitività; e così agli aumenti salariali, già di per sé rilevanti, si aggiunse un fatto finora mai accaduto: la riduzione della produttività. Ciò pose in concreta evidenza il problema della rigidità che nel breve periodo impedì di variare l'impiego di lavoro con la stessa velocità con cui si muoveva la produzione, e che, nel medio periodo, poteva rendere più lento e più difficile il raggiungimento di nuove strutture produttive (ivi, p. 69). In questa situazione, il pur necessario rallentamento dei consumi privati non fu sufficiente a modificare la struttura degli scambi con l'estero, se a esso non si accompagnavano politiche fiscali di razionalizzazione della spesa pubblica e politiche di potenziamento degli investimenti idonee ad accrescere la produttività globale.

In sintesi, all'inizio del 1975 i consumi privati e la consistenza delle scorte seguivano l'andamento in flessione registrato per tutto

l'anno 1974, se si esclude l'ultimo trimestre di quest'ultimo quando si osservò un'inversione di tendenza, che all'inizio aveva fatto sperare in una ripresa: si trattò invece, evidentemente, di un rimbalzo dopo la pesante caduta del trimestre precedente, sulla quale influì l'adozione di severe misure fiscali restrittive.

La flessione dei consumi e delle scorte proseguì anche nel secondo trimestre del 1975; nel terzo la flessione si arrestò a causa dell'incremento del reddito disponibile delle famiglie, dovuto in parte rilevante all'aumento dei trattamenti pensionistici e in parte alle aspettative di miglioramenti salariali connessi con il rinnovo dei contratti. Analogo andamento segnò la produzione di beni di consumo nei primi tre trimestri del 1975, mentre la produzione di beni di investimento rallentò per tutti i tre trimestri a causa della caduta degli ordinativi: tuttavia, le imprese avvertivano la necessità ormai inderogabile di accrescere la produttività del capitale investito (atteso il succitato aggravamento del costo del lavoro per unità di prodotto), ottenibile soltanto attraverso investimenti diretti a incrementare l'intensità e la produttività del capitale.

In tale contesto dovevano essere valutate le raccomandazioni rivolte all'Italia nel novembre del 1975 dal Consiglio della CEE, nell'ambito delle consultazioni seguite al prestito erogato all'Italia nel 1974, di contenere entro ben determinati limiti di importo sia il fabbisogno del settore statale che i pagamenti correnti del bilancio statale, nonché il finanziamento del Tesoro da parte della Banca d'Italia.

5. Il periodo di Paolo Baffi: l'ingresso dell'Italia nello SME

La ripresa della produzione industriale registrata alla fine del 1975 e proseguita nel primo semestre del 1976, nonché il conseguente accumulo di scorte anche di prodotti importati, segnavano un "rapido peggioramento" degli scambi con l'estero (a causa, appunto, anche dell'aumento delle importazioni), tanto che le riserve, già ridotte a livelli modesti sin dal 1974 e ulteriormente

scese nel 1975, all'inizio del 1976 si potevano valutare in poche settimane di importazioni.

Il ruolo delle scorte e la ricostituzione delle stesse, soprattutto di materie prime, iniziata alla fine del 1975 e cresciuta all'inizio del 1976, causava un incremento delle importazioni rapido e molto accentuato poiché si manifestava in un periodo successivo a una fase prolungata di decremento delle giacenze.

Tale scarsità di riserve e la diffusione delle notizie sulla sua consistenza produssero una corsa speculativa valutaria particolarmente attiva, tanto da indurre le autorità a sospendere, per più di un mese, gli interventi sul mercato ufficiale dei cambi, nella speranza di raggiungere nel più breve periodo possibile un nuovo equilibrio della lira nei confronti del dollaro con il minimo deprezzamento possibile; ma la quotazione della lira si abbassava rapidamente e si formavano aspettative di ulteriori perdite. Al deprezzamento della lira seguiva l'accelerazione del processo inflazionistico, che era rallentato sensibilmente fino a gennaio 1976, e il ritorno all'aumento dei profitti delle imprese, che accrescevano i propri margini unitari e miglioravano la loro situazione di liquidità, con l'effetto di sollecitare ulteriormente l'accumulo di scorte e di arrestare la flessione dell'attività del settore industriale privato (Banca d'Italia, 1977, pp. 61-62).

La svalutazione della lira nei confronti del dollaro fu dell'ordine del 5,8% nel mese di marzo rispetto alla fine di febbraio e del 5,7% nel successivo mese di aprile. La svalutazione non poteva non influire sui prezzi interni: nel primo semestre del 1976 quelli all'ingrosso aumentavano a un tasso annuo del 44% e quelli al consumo del 23% su base annua. Il Governatore di Bankitalia nella sua relazione annuale evidenziava che, dove i disavanzi ingenti dei bilanci pubblici avevano ostacolato una lotta efficace all'inflazione, l'attività di investimento fu anche trattenuta dall'instabilità del quadro valutario, talora dello stesso quadro politico, e dall'assorbimento di risorse finanziarie nella copertura di quei disavanzi.

La diffusa esperienza internazionale di coesistenza fra l'inflazione e il ristagno (fenomeno battezzato con un inglesismo,

“stagflation”, da *stagnation* e *inflation*), ridiede dovunque spicco alla lotta contro l’inflazione tra gli obiettivi di politica economica (ivi, pp. 396-402). Ma la lotta ottenne successi assai ineguali da paese a paese, con la Svizzera e la Germania al limite inferiore dell’inflazione registrata (rispettivamente 1,7% e 4,6%) e l’Italia e il Regno Unito nella posizione opposta (17%). L’inversione del ciclo era avvenuta nell’autunno del 1975, ma con l’avvio della ripresa erano subito riemersi gli squilibri di fondo; la bilancia dei pagamenti correnti tornava in disavanzo. I prezzi, non più frenati dalla depressione della domanda e dalla stabilità del cambio, salivano rapidamente a un tasso che nel bimestre febbraio-marzo fu pari, in ragione annua, al 56% per i prezzi all’ingrosso e al 30% per quelli al consumo (*ibid.*). Il riaccendersi della spirale cambio-prezzi, in un momento in cui era da poco iniziata la ripresa, rendeva arduo il compito della politica di stabilizzazione.

Il problema del lavoro fu invece affrontato nei primi mesi del 1977. Nell’anno precedente il costo del lavoro per unità di prodotto nell’industria manifatturiera era aumentato del 10%, dopo l’aumento del 35% nel 1975 (ivi, p. 399). Nonostante il buon recupero della produttività, favorito dalla ripresa della produzione, si ripeté il divario rispetto all’andamento dei costi unitari negli altri principali paesi industriali, fatta eccezione per il Regno Unito: in Giappone e nella Germania federale i costi unitari diminuirono mentre negli Stati Uniti e in Francia si registrò un aumento pari all’1-2%.

Negli incontri fra le organizzazioni sindacali e quelle imprenditoriali, gli accordi raggiunti in tema di necessità di un aumento della produttività, pur potenzialmente idonei a permettere incrementi di produzione e di produttività in una situazione espansiva, risultarono scarsamente efficaci in presenza di modesti incrementi produttivi, quali quelli previsti per l’anno 1977. Anche lo svincolo dell’indennità di quiescenza dalla scala mobile avrebbe potuto produrre risultati di una certa entità solo a lunga scadenza, mentre il controllo della spirale inflazionistica richiedeva un’azione rapida e incisiva. Per integrare questa insufficiente risposta a un problema che coinvolgeva gli interessi dell’intero paese venne

attuata la fiscalizzazione di una parte dei contributi sociali, finanziandola con l'aumento dell'IVA e di altre imposte dirette (ivi, p. 398). In sintesi, la bassa produttività del sistema rendeva stringente il vincolo della bilancia dei pagamenti e obbligava al contenimento della domanda interna (onde ridurre le importazioni e riequilibrare la bilancia dei pagamenti); questo, rallentando l'accumulazione, impediva di modificare la struttura produttiva, di espandere settori che avrebbero consentito di aumentare la produzione per addetto e di migliorare i flussi di scambio con l'estero (*ibid.*).

Il debito pubblico era caratterizzato in quegli anni dall'accentramento presso la finanza centrale della copertura dei disavanzi, attuali e pregressi, di altri enti pubblici (specialmente enti locali e ospedali). Con il consolidamento dei debiti di enti pubblici e con l'accentramento del finanziamento si sostituirono crediti bancari formalmente a breve termine con titoli; ciò però contribuì a rendere il debito pubblico più liquido in quanto si convertivano immobilizzi delle aziende di credito con titoli a breve termine o, in ogni caso, con titoli a media e a lunga scadenza con precisi piani di ammortamento (Banca d'Italia, 1978, p. 197). Il conto consolidato del settore pubblico (amministrazione pubblica e aziende autonome in essa non incluse) mostrava, nonostante l'ampia manovra di politica fiscale e tariffaria, un sensibile accrescimento dell'indebitamento netto, passato da 14.870 a 17.290 miliardi.

La conclusione era che tali disavanzi e le relative coperture non potevano non avere conseguenze sulla consistenza del debito pubblico.¹⁶ Notevoli sono stati gli incrementi percentuali del debito pubblico sul PIL anche se particolarmente pesanti risulteranno gli incrementi dal 1982 al 1992 (Ciocca, 2007, p. 291).

Per ciò che concerneva l'economia internazionale, e in particolare quella dei paesi dell'OCSE, nel 1978 furono raggiunti saggi di sviluppo del prodotto nazionale lordo in termini reali del

¹⁶ A questo riguardo si rinvia ai lavori di Francese e Pace (2008, pp. 1-44), Ciocca (2007, pp. 289-293), e Balassone et al. (2011, pp. 5-31). Un'accurata ricostruzione del PIL è stata fatta da Vecchi (2011). Per un approfondimento sul PIL italiano si rinvia a Baffigi (2015) e Strangio (2006).

3,7% e della produzione industriale del 4,4%, non diversi da quelli del 1977 (Banca d'Italia, 1979, p. 3). Il sensibile miglioramento delle ragioni di scambio favorì il passaggio della bilancia corrente dell'OCSE dal disavanzo prossimo ai 30 miliardi di dollari del 1977 a un lieve attivo. Tuttavia, i fattori di instabilità dell'economia internazionale, da cui era stata dominata la scena mondiale nell'ultimo decennio, trovarono ancora spazio nel 1978, sia nei rapporti internazionali, sotto la forma di squilibri nelle bilance dei pagamenti dei principali paesi industriali e di oscillazioni nelle ragioni di scambio, sia negli andamenti economici interni, sia sotto forma della persistenza di inflazione e disoccupazione (ivi, p. 354).

In particolare, si accrebbero il disavanzo corrente degli Stati Uniti e gli avanzi del Giappone e della Germania federale. Solo nella seconda metà dell'anno il processo di aggiustamento segnò lievi progressi, con l'auspicato avvio di una sostituzione della Germania federale, del Giappone e degli altri principali paesi industriali agli Stati Uniti nella funzione di sostegno dell'attività economica e del commercio mondiale (ivi, p. 356). Di conseguenza la caduta del dollaro poté essere arrestata dalle misure annunciate il 1° novembre dall'amministrazione americana (*ibid.*). Ciò costituì una svolta nella politica del cambio degli Stati Uniti, che si avvale per la prima volta di interventi diretti per ammontari rilevanti, appoggiati anche alla costituzione di debiti in valuta estera anziché in dollari, e congiunti a provvedimenti incisivi di carattere monetario e, in prospettiva, fiscale.

In un quadro di rinnovata cooperazione nella gestione dei cambi, furono messe in atto misure e studi intesi a ridurre i rischi di un'incontrollata diversificazione delle riserve ufficiali. Le banche centrali riattivarono l'accordo che limitava il reinvestimento delle riserve negli euromercati, mentre si venne rinnovando l'interesse per la creazione, presso il Fondo Monetario Internazionale, di un "conto sostituzione" che avrebbe permesso la trasformazione volontaria e parziale delle riserve in dollari in Diritti Speciali di Prelievo. Il consenso ritrovato intorno a questi temi di fondo discendeva dall'esperienza dei cambi fluttuanti fatta nel precedente quinquennio, dopo quelli degli anni venti e trenta. Essa aveva

confermato che la speculazione privata non assolve il ruolo stabilizzante ipotizzato dai teorici dei cambi perfettamente liberi. In Europa, lungi dal subire affievolimenti, trovava sempre più consenso la realizzazione di un'area regionale di effettiva e operante coesione interna (Banca d'Italia, 1978).

L'istituzione del Sistema Monetario Europeo fu concepita nel vertice di Brema (luglio 1978) come elemento fondamentale di un rinnovato impulso all'integrazione economica e finanziaria europea; una maggiore stabilità monetaria e di cambio doveva essere perseguita quale parte di un'azione comune per accelerare la crescita, per diminuire la disoccupazione e l'inflazione e per rafforzare le economie meno prospere della CEE.¹⁷ Occorreva, perciò, che gli impegni rigorosi di cambio fossero principalmente sorretti da un progressivo adeguamento reciproco delle politiche economiche e monetarie (Banca d'Italia, 1979, p. 359). Era quindi evidente sotto questo profilo che lo sforzo di avvicinamento verso il baricentro comunitario doveva essere particolarmente intenso in Italia. Stando così le cose, la posizione dell'Italia non poteva rimanere avulsa da quella europea. L'ingresso dell'Italia nello SME avvenne in un momento favorevole sotto l'aspetto valutario, grazie soprattutto all'avanzo globale della bilancia dei pagamenti, che raggiunse nel 1978 i 7 miliardi di lire, dei quali 5.400 di parte corrente, e che continuò nei primi mesi del 1979 (ivi, p. 360).¹⁸

Alla fine dell'aprile del 1979, le riserve valutarie ammontavano a 24.400 miliardi ed erano costituite per quasi la metà da oro al valore di bilancio e per il resto soprattutto da scudi e valute convertibili. Il volume delle riserve eccedeva di circa 14 mila miliardi la somma delle passività estere ufficiali, del sistema bancario e quelle relative ai prestiti compensativi, mentre alla fine del 1977 i due aggregati si equivalevano. Riguardo la politica monetaria esplicita dalla Banca d'Italia nel 1978, tenuti sempre presente gli effetti che essa comportava sull'economia nelle sue variabili macroeconomiche della

¹⁷ Tra gli altri si veda Palley (1997); ancora cfr. Panico et al. (2015).

¹⁸ La formazione dello SME e la partecipazione dell'Italia sono analizzati in Masera (1987), Baffi (1983), Baffi (1989, pp. 1-67).

moneta, dei prezzi, e del reddito, continuò ad adoperarsi nel senso che, anche attraverso congiunture fortemente accidentate, venisse perseguito il disegno di un sistema di strumenti nel quale si realizzassero il più possibile la libertà operativa dei mercati e l'efficienza degli interventi.¹⁹

Dopo la crisi petrolifera del 1973 e dopo la recessione del 1974-1975 e la ripresa del 1976, i paesi dell'area OCSE conobbero tre anni di crescita a un tasso prossimo al 4%, ma con un aumento dei prezzi al consumo mediamente superiore al 9% (Banca d'Italia, 1980, p. 363). Il 1980 iniziò in una situazione di rallentamento dello sviluppo e di aumento dell'inflazione. Su entrambe le tendenze incise profondamente la nuova ascesa dei corsi dei prodotti primari, soprattutto quelli del petrolio, più che raddoppiati tra la fine del 1978 e i primi mesi del 1980.²⁰

¹⁹ La Banca d'Italia cercò di contrastare l'inflazione mediante strumenti di mercato e amministrativi e lo fece fino all'aprile del 1977, dopodiché ripiegò su una linea più accomodante. Una politica monetaria che in quella fase, considerando l'alta disoccupazione, l'aumento dei prezzi e una congiuntura politica drammatica, culminata con l'uccisione di un alto esponente del governo, Aldo Moro, avesse creato ulteriore disoccupazione avrebbe rischiato di pregiudicare la delicata transizione che era in atto e i precari equilibri sociali e politici dell'Italia. Il secondo shock petrolifero colpì l'economia italiana e internazionale. La Banca d'Italia maturò il convincimento che se il livello dei prezzi si era innalzato per via degli shock sprigionati da salari, petrolio e bilancio pubblico, l'inflazione era nel suo zoccolo duro perpetuata da asimmetrie nelle variazioni dei prezzi (elastici verso l'alto, rigidi verso il basso). Le imprese stentavano a riallocare le risorse di fronte alla nuova costellazione di prezzi relativi che gli shock implicavano. Manovre classiche di restrizione monetaria più severe di quelle del 1974 e del 1976 potevano comprimere l'inflazione con pesanti ripercussioni su produzione, occupazione, investimenti. Tentare una brusca restrizione e non portarla a compimento come nei casi precedenti avrebbe compromesso definitivamente la credibilità dello strumento monetario. Dal 1980 al 1992 la Banca d'Italia si ispirò a un'analisi approfondita e articolata, non solo monetaria, delle radici dell'inflazione e più in generale delle difficoltà dell'economia e degli impieghi della politica economica (Ciocca, 2007, pp. 303-304).

²⁰ Sono diversi i contributi relativi all'orientamento della politica monetaria negli anni settanta e ottanta e, in particolare, sugli opposti indirizzi seguiti ai due shock petroliferi. Tra questi si vedano: Andreatta e D'Adda (1985), che svolgono un esercizio controfattuale atto a dimostrare che risultati migliori si sarebbero ottenuti applicando al primo shock petrolifero la politica di severità monetaria seguita nel secondo; e Giavazzi e Spaventa (1989), dove è sostenuto che la politica monetaria

Nella seconda metà degli anni settanta il tasso annuo di crescita dei prezzi al consumo non scese al disotto dell'8% nell'area OCSE, del 5% nella CEE (escludendo l'Italia da entrambi gli aggregati), del 3% nella Germania federale, del 9% in Francia e nel Regno Unito, e del 12% in Italia (ivi, p. 376).

Tali dati indicano che gli impulsi destabilizzanti colpirono con maggiore violenza l'economia italiana o trovarono in essa una maggiore predisposizione a tradursi in inflazione prolungata. L'importanza del petrolio, sebbene la sostituzione con altri idrocarburi e risparmi nei consumi ne abbiano ridotto la quota sul totale delle risorse energetiche, rende ancora oggi l'economia italiana particolarmente vulnerabile agli aumenti dei prezzi all'importazione di questo prodotto: il petrolio rappresentava pur sempre il 68% dei consumi energetici, un valore vicino a quello del Giappone, ma ben superiore al 54% della Germania federale, al 48% degli Stati Uniti e al 46% del Regno Unito. La dipendenza dall'estero dell'Italia verso le materie prime diverse dal petrolio non offriva un quadro e una prospettiva più favorevoli.

Conclusioni

Nonostante i provvedimenti e le politiche messe in campo anche dopo la prima crisi petrolifera, il nuovo rincaro del petrolio avvenne in una situazione politica complessa e pericolosa. Le ineguaglianze fra i paesi diventavano più stridenti; le società industriali non sembravano prenderne coscienza, mentre non si placavano al loro interno i conflitti sociali. Per la più forte dipendenza energetica e per la sua funzione trasformatrice, l'Italia era più esposta di altri paesi ai

seguita negli anni settanta per gestire le conseguenze del primo shock petrolifero ha ritardato il processo di rientro dall'inflazione ma ha permesso che questo avvenisse dopo avere concesso il tempo a un sistema economico e produttivo irrigidito di rafforzarsi attraverso l'eccezionale fase di espansione, di profitti, e di investimenti industriali della fine degli anni settanta. Per una panoramica sul dibattito su moneta e credito si veda Nardozzi (1993, pp. 379-430).

pericoli di una crisi delle relazioni commerciali e finanziarie internazionali. E questi pericoli non li affrontava con la necessaria solidità di assetti produttivi, di efficienza amministrativa, di infrastrutture pubbliche. Un anno prima di questa nuova crisi petrolifera, l'Italia decideva di entrare nel Sistema Monetario Europeo; decisione coraggiosa, rispondente a sentimenti che si ricongiungevano alla tradizione risorgimentale, ma che implicava e implica coerenza di comportamenti, pena il suo decadimento ad atto velleitario.

La coerenza dei comportamenti non seguì, e gli eventi esterni la resero indubbiamente più difficile, ma essa è mancata e mancò al di là di quegli eventi. L'economia italiana rischiava di scivolare lungo la china che aveva faticosamente risalito nel 1977 e nel 1978. La politica monetaria aveva mantenuto per tutto il decennio un orientamento relativamente espansivo, diretto a favorire il processo di ristrutturazione produttiva. La gestione monetaria della Banca d'Italia pose in secondo piano gli obiettivi di controllo dell'inflazione e del tasso di cambio, privilegiando il recupero dei profitti in un contesto che non esasperasse le tensioni sociali (Ciccarone e Gnesutta, 1993, p. 44). La politica monetaria accomodante aveva permesso alle imprese di aumentare i prezzi interni e quelli all'esportazione senza perdere quote di mercato; i tassi di espansione della massa monetaria, ben superiori a quelli del prodotto reale interno, accompagnarono una crescita accelerata dei prezzi e un deterioramento esterno della lira. Il rilevante deprezzamento del tasso di cambio nominale permise alle imprese un recupero della competitività e dei margini di profitto; tra il 1976 e il 1979 le esportazioni italiane crebbero a un tasso superiore del 9% e i conseguenti maggiori profitti rimasero all'interno delle imprese anziché essere distribuiti come interessi alle banche e agli altri istituti creditizi finanziatori.

Quindi la politica monetaria e i risultati da questa raggiunti negli anni settanta furono strettamente legati alla particolare struttura del sistema finanziario italiano dell'epoca. Le principali istituzioni creditizie, banche e istituti di credito speciale erano poco sofisticate e

spesso poco efficienti. Peraltro, gestendo la maggior parte dei flussi finanziari svolsero un ruolo rilevante per il controllo del credito e della struttura dei tassi di interesse.

In sostanza nel corso del decennio le imprese, soprattutto quelle di grandi dimensioni, furono messe in grado di attuare una rapida ristrutturazione finanziaria che, una volta avviata, permetteva di affrontare un'altrettanto intensa ristrutturazione produttiva. La politica monetaria accomodante favorì una riduzione del peso degli oneri finanziari e agevolò le imprese nell'attuazione degli investimenti necessari per adattare le loro tecnologie alle mutate condizioni esterne e interne. Il costo di questa operazione fu un processo di inflazione-svalutazione che ormai si autososteneva. Per quanto la politica delle svalutazioni permise di conseguire alla fine del decennio un attivo rilevante nelle partite correnti, si rafforzò la posizione che una tale politica avrebbe comportato effetti in termini di inflazione importata. Per cui la necessità di rivedere obiettivi e strumenti della politica monetaria italiana, riportando al centro della strategia della Banca d'Italia la lotta all'inflazione, apparve sempre più urgente verso la fine del governatorato Baffi.²¹ La riconsiderazione degli obiettivi e degli strumenti della politica economica si accompagnò a una critica della manovra del tasso di cambio come mezzo per recuperare competitività nei confronti dei concorrenti commerciali dell'Italia.

Così, la competitività dei nostri prodotti si riduceva, il disavanzo del settore pubblico premeva sulle risorse disponibili, e il saldo della bilancia dei pagamenti ritornò passivo. Pericolose crisi aziendali si trascinarono aggravandosi, e se ne profilavano di nuove. Non si risolvevano crisi di imprese, private e pubbliche, che accumulavano perdite su perdite, con il ricorso a operazioni esclusivamente finanziarie; queste potevano essere utili quando fossero state affrontate e avviate a superamento le difficoltà di fondo, che attenevano alla produzione delle merci e al loro collocamento.

²¹ Sull'operato di Baffi si veda: Visca e Memoli (2012), Desario (1999), Sarcinelli (1991), Sarcinelli (1999).

Altrimenti si aggiungevano sussidi a sussidi, sprechi a sprechi, nell'illusione di rimediare, ma di fatto rinviando, i problemi, ampliandone le dimensioni, rendendo più difficili e costose le soluzioni (*ibid.*). L'inflazione poteva essere piegata, ma urgevano misure di contenimento del disavanzo pubblico, di promozione della produttività, di riduzione dei costi, quale primo momento di un'opera volta, a tempo debito, a smorzare le fiammate recenti dell'inflazione e a cominciare a rimuoverne le radici profonde.

Un primo mutamento di strategia fu che ai tassi elevati di interesse corrispose il rallentamento degli aggregati monetari e, in minor misura, creditizi. Dato il differenziale di inflazione sfavorevole, la parità della lira nello SME dovette essere rivista al ribasso a più riprese. Inoltre, la misura e i tempi del deprezzamento non furono più scontati, come era avvenuto negli anni settanta, nelle aspettative degli operatori (Ciocca, 2007, p. 305).

Certo, il dibattito sull'opportunità dell'ingresso dell'Italia nello SME fu ampio e articolato e le perplessità inizialmente espresse anche dal governatore Baffi derivavano dalle condizioni interne e internazionali. In una situazione internazionale caratterizzata da differenti obiettivi di sviluppo, un accordo che ripristinasse un sistema di cambi fissi esercitava di fatto una compressione del ritmo di crescita dell'intera area. Lo SME si prospettava fin dall'inizio come un'area di tendenziale deflazione che, per perseguire la stabilità del cambio, poneva in secondo piano lo sviluppo dell'occupazione e del reddito. Il 1979, anno di ingresso dell'Italia nello SME, costituì una cesura nelle relazioni istituzionali preesistenti. Il quadro economico-istituzionale, che lungo gli anni settanta sembrava costituire lo sbocco naturale della dinamica economica e sociale, risultò d'improvviso obsoleto: si erano create al suo interno le forze che nel breve tempo sostituiranno questo quadro e che avrebbero caratterizzato l'evoluzione economica e sociale del decennio successivo (Ciccarone e Gnesutta, 1993, pp. 52-53). Anche dal punto di vista della politica monetaria, in sintesi, sono possibili due diverse periodizzazioni nella storia monetaria degli anni 1950-1980: l'evoluzione dei fatti evidenzia un punto di rottura verso la fine degli

anni sessanta, mentre quella delle idee individua un primo punto di rottura in corrispondenza del passaggio dalla carica di governatore da Menichella a Carli e un secondo punto di rottura con la successione di Baffi a Carli.

Analisi empiriche dimostrarono che fra il 1980 e il 1985 il calo dell'inflazione fu principalmente dovuto alla costante prudenza della politica monetaria e del cambio (Gressani et al., 1987, pp. 125-201). L'autonomia della Banca d'Italia nella politica monetaria si rafforzò (Ciocca, 1992, pp. 5-22; Marinelli, 2011, pp. 133-170): essa modificò le modalità della sua politica monetaria nella direzione di strumenti e metodi indiretti, orientati al mercato. Il processo sarebbe stato sancito col trasferimento dal ministro del Tesoro al governatore della Banca d'Italia della facoltà di variare i tassi ufficiali di interesse (febbraio 1992) e dal divieto di finanziamento monetario del disavanzo dello Stato (novembre 1993). Alla politica monetaria si unì, però, l'intervento volto a potenziare l'efficienza e la stabilità del sistema finanziario.

BIBLIOGRAFIA

- Andreatta N. e D'Adda C. (1985), "Effetti reali o nominali della svalutazione? Una riflessione sull'esperienza italiana dopo il primo shock petrolifero", *Politica Economica*, vol. 1 n. 1, pp. 37-51.
- Baffi P. (1983), "Il sistema monetario europeo e la partecipazione dell'Italia", in Ciocca P. (ed.), *La moneta e l'economia. Il ruolo delle banche centrali*, Bologna: il Mulino.
- Baffi P. (1989), "Il negoziato sullo SME", *Bancaria*, vol. 1, pp. 1-67.
- Baffigi A. (2015), *Statistiche per il PIL per la storia d'Italia. Istruzioni per l'uso*, Venezia: Marsilio.
- Balassone F., Francese M. e Pace A. (2011), "Public Debt and Economic Growth in Italy", *Quaderni di Storia Economica (Economic History Working Papers)*, vol. 11, Banca d'Italia, Roma.
- Balducci R. e Marconi M. (1981), "L'accumulazione del capitale nella visione del governo, della Banca d'Italia e della Confederazione generale dell'industria", in Lughini G. (ed.), *Scelte politiche e teorie economiche in Italia 1945-1978*, Torino: Piccola Biblioteca Einaudi, pp. 71-108.
- Banca d'Italia (1964), *Relazione annuale sul 1963*, 30 maggio, Roma.

- Banca d'Italia (1967), *Relazione annuale sul 1966*, 31 maggio, Roma.
- Banca d'Italia (1968), *Relazione annuale sul 1967*, 31 maggio, Roma.
- Banca d'Italia (1969), *Relazione annuale sul 1968*, 31 maggio, Roma.
- Banca d'Italia (1970), *Relazione annuale sul 1969*, 30 maggio, Roma.
- Banca d'Italia (1971), *Relazione annuale sul 1970*, 31 maggio, Roma.
- Banca d'Italia (1972), *Relazione annuale sul 1971*, 31 maggio, Roma.
- Banca d'Italia (1973), *Relazione annuale sul 1972*, 30 maggio, Roma.
- Banca d'Italia (1974), *Relazione annuale sul 1973*, 31 maggio, Roma.
- Banca d'Italia (1976), *Relazione annuale sul 1975*, 31 maggio, Roma.
- Banca d'Italia (1977), *Relazione annuale sul 1976*, 31 maggio, Roma.
- Banca d'Italia (1978), *Relazione annuale sul 1977*, 31 maggio, Roma.
- Banca d'Italia (1979), *Relazione annuale sul 1978*, 31 maggio, Roma.
- Banca d'Italia (1980), *Relazione annuale sul 1979*, 31 maggio, Roma.
- Barucci P. (2008), *Guido Carli dalla formazione a servitore dello stato, vol. I*, Torino: Bollati Boringhieri.
- Carli F. (2014), *La figura e l'opera di Guido Carli. Testimonianze, vol. VI, tomo 2*, Torino: Bollati Boringhieri.
- Ciccarone G. e Gnesutta C. (1993), *Conflitto di strategie. Economia e società italiana negli anni Novanta*, Roma: La Nuova Italia Scientifica.
- Ciocca P. (1992), "Il principio di autonomia nel Central Banking", *Quaderni di Economia e Finanza*, n. 1, pp. 5-22.
- Ciocca P. (2007), *Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2005)*, Torino: Bollati Boringhieri.
- Ciocca P. (ed.) (2008), *Guido Carli Governatore della Banca d'Italia 1960-1975, vol. III*, Torino: Bollati Boringhieri.
- Ciocca P., Filosa R. e Rey G.M. (1973), "Integrazione e sviluppo dell'economia italiana nell'ultimo Ventennio: un riesame critico", *Contributi alla ricerca economica del Servizio Studi*, n. 3, Banca d'Italia, Roma.
- Ciocca P., Filosa R. e Rey G.M. (1975), "Integration and Development of the Italian Economy, 1951-71: a Re-examination", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 28 n. 114, pp. 284-320.
- Coen J. e Federico G. (2001), *Lo sviluppo economico italiano, 1820-1960*, Bologna: il Mulino.
- Cotula F. (ed.) (2000), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta. Politica bancaria e struttura del sistema finanziario, voll. I-III*, Collana Storica della Banca d'Italia, Roma-Bari: Laterza.
- Cotula F. e de' Stefani P. (eds.) (1979), *La politica monetaria in Italia. Istituti e strumenti*, Bologna: il Mulino.
- Cotula F., Gelsomino C.O. e Gigliobianco A. (eds.) (1997), *Domenico Menichella. Stabilità e sviluppo dell'economia italiana 1946-1960, voll. I-II*, Collana Storica della Banca d'Italia, Roma-Bari: Laterza.
- Crainz G. (2005), *Il paese mancato. Dal miracolo economico agli anni ottanta*, Roma: Donzelli.
- Craveri P. (ed.) (2009), *Guido Carli senatore e ministro del Tesoro (1983-1992), vol. V*, Torino: Bollati Boringhieri.
- Crouch C. e Pizzorno A. (eds.) (1978), *The Resurgence of Class Conflict in Western Europe since 1968*, Londra: Palgrave Macmillan.

- De Cecco M. (2000), *L'economia di Lucignolo. Opportunità e vincoli dello sviluppo italiano*, Roma: Donzelli.
- De Cecco M. (2004), "Il declino della grande impresa", in Toniolo G. e Visco V. (eds.), *Il declino economico dell'Italia. Cause e rimedi*, Milano: Bruno Mondadori.
- De Cecco M. e Pedone A. (1995), "Le istituzioni dell'economia", in Romanelli R. (ed.), *Storia dello Stato italiano dall'Unità ad oggi*, Roma: Donzelli.
- Desario V. (1999), "Ricordo del Governatore Paolo Baffi", intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia alla *Giornata Nazionale dedicata all'operato dei Governatori della Banca d'Italia da Bonaldo Stringher ad Antonio Fazio*, Gruppo Culturale Bronese "Pro Paolo Baffi", Broni, 27 novembre.
- Di Taranto G. (ed.) (2009), *Guido Carli e le istituzioni economiche internazionali, vol. II*, Torino: Bollati Boringhieri.
- Eichengreen B. (2009), *La nascita dell'economia europea. Dalla svolta del 1945 alla sfida dell'innovazione*, Milano: il Saggiatore.
- Fanfani T. (1988), *Scelte politiche e fatti economici in Italia nel quarantennio repubblicano*, Torino: Giappichelli.
- Francesco M. e Pace A. (2008), "Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica", *Questioni di Economia e Finanza*, n. 31, Banca d'Italia, Roma.
- Friani M. e Spinelli F. (1991), *Storia monetaria d'Italia. L'evoluzione del sistema monetario e bancario*, Milano: Arnoldo Mondadori.
- Giavazzi F. e Spaventa L. (1989), "Italy: the Real Effects of Inflation and Disinflation", *Economic Policy*, vol. 4 n. 8, pp. 131-171. Disponibile alla URL <https://doi.org/10.2307/1344466>
- Gigliobianco A. e Salvati M. (1980), *Il maggio francese e l'autunno caldo italiano. La risposta di due borghesie*, Bologna: il Mulino.
- Gressani D., Guiso L. e Visco I. (1987), "Il rientro dell'inflazione: un'analisi con il modello econometrico della Banca d'Italia", *Contributi alla ricerca economica del Servizio Studi*, n. 3, Banca d'Italia, Roma.
- Guarino G. (ed.) (2009), *La figura e l'opera di Guido Carli. Riflessioni sul Governatorato Carli, vol. VI, tomo 1*, Torino: Bollati Boringhieri.
- Marinelli M.L. (2011), "L'indipendenza della Banca d'Italia dal Governo negli anni ottanta: cause interne e internazionali", *Studi e Note di Economia*, vol. 16 n. 2, pp. 133-170.
- Masera R. (1987), *L'unificazione monetaria e lo SME*, Bologna: il Mulino.
- Menichella D. (1986), *Scritti e discorsi scelti, 1933-1966*, Roma: Banca d'Italia.
- Nardozi G. (1981), "Accumulazione di capitale e politica monetaria: il punto di vista della banca d'Italia", in Lunghini G. (ed.), *Scelte politiche e teorie economiche in Italia 1945-1978*, Torino: Piccola Biblioteca Einaudi, pp. 109-123.
- Nardozi G. (1993), "Moneta e credito: vent'anni di dibattito in Italia", *Moneta e Credito*, vol. 46 n. 183, pp. 379-430.
- Nordhaus W.D. (1972), "The Worldwide Wage Explosion", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 3 n. 2, pp. 431-465.
- Nuvolari A. e Vasta M. (2015), "The Ghost in the Attic? The Italian National Innovation System in Historical Perspective, 1861-2011", *Enterprise & Society*, vol. 16 n. 2, pp. 270-290. Disponibile alla URL <https://doi.org/https://doi.org/10.1017/eso.2014.25>

- Palley T.I. (1997), "Unione Monetaria Europea: una guida vetero-keynesiana ai problemi", *Moneta e Credito*, vol. 50 n. 199, pp. 303-321.
- Panico C., Purificato F. e Sapienza E. (2015), "Benefici, problemi e prospettive dell'integrazione monetaria in Europa", *Moneta e Credito*, vol. 68 n. 271, pp. 305-339.
- Peluffo P. e Carli F. (eds.) (2000), *Guido Carli. Scritti scelti*, Roma-Bari: Laterza.
- Roncaglia A. (2001), *La ricchezza delle idee. Storia del pensiero economico*, Roma-Bari: Laterza.
- Rossi S. (2000), *La politica economica italiana: 1968-2000*, Roma-Bari: Laterza.
- Salvati M. (2000), *Occasioni mancate. Economia e politica in Italia dagli anni '60 a oggi*, Roma-Bari: Laterza.
- Sarcinelli M. (1965), "La creazione di liquidità e la politica della banca centrale in Italia dal 1958 al 1964", in Di Fenizio F. (ed.), *Lecture di politica monetaria e finanziaria*, Milano: Banca Popolare di Milano.
- Sarcinelli M. (1991), "Sui caratteri della politica monetaria del governatore Baffi", *Moneta e Credito*, vol. 54 n. 176, pp. 431-454.
- Sarcinelli M. (1999), "La tutela del risparmio nel pensiero e nell'azione del governatore Baffi", *Moneta e Credito*, vol. 52 n. 206, pp. 225-240.
- Sarcinelli M. (2006), "Ezio Tarantelli, gli anni '60 e la presa di coscienza dei problemi sociali in Italia", *Moneta e Credito*, vol. 59 n. 233, pp. 23-44.
- Savona P. (ed.) (2008), *Guido Carli presidente di Confindustria 1976-1980, vol. IV*, Torino: Bollati Boringhieri.
- Strangio E. (2006), *I conti economici nazionali. Istruzioni per l'uso per i non addetti ai lavori*, Soveria Mannelli: Rubettino.
- Tarantelli E. (1978), *Il ruolo economico del sindacato e il caso italiano*, Roma-Bari: Laterza.
- Toniolo G. (2011), "Italy and the World Economy, 1861-2011", presentato alla conferenza *L'Italia e l'economia mondiale, 1861-2011*, 12 ottobre, Banca d'Italia, Roma.
- Toniolo G. (2013), "La crescita economica italiana, 1861-2011", in (id.), *L'Italia e l'economia mondiale dall'Unità a oggi*, Collana Storica della Banca d'Italia, Venezia: Marsilio.
- Van der Wee H. (1989), *L'economia mondiale tra crisi e benessere (1945-1980). Una sintesi della storia economica del dopoguerra*, Milano: Hoepli.
- Vecchi G. (2011), *In ricchezza e in povertà. Il benessere degli italiani dall'Unità a oggi*, Bologna: il Mulino.
- Visca R. e Memoli V. (eds.) (2012), *Paolo Baffi. Bibliografia degli scritti*, Quaderni della Biblioteca Baffi, Roma: Banca d'Italia.
- Zamagni V. (1993), *Dalla periferia al centro. La seconda rinascita economica dell'Italia 1861-1990*, Bologna: il Mulino.
- Zanetti G. e Fraquelli G. (1979), *Una nazionalizzazione al buio. L'Enel dal 1963 al 1978*, Bologna: il Mulino.