



Moneta e Credito

vol. 76 n. 301 (marzo 2023)

Articolo

Il ruolo della Banca d'Italia dalla ricostruzione post-bellica alla fine degli anni Settanta: una nota

GIUSEPPE MASTROMATTEO e LORENZO ESPOSITO *

Abstract:

La Banca d'Italia ha tradizionalmente una posizione determinante nella politica economica del nostro paese. In questo contributo sarà esaminato questo ruolo concentrandosi sugli anni Sessanta e Settanta e sarà analizzato il contesto in cui si situa l'azione di policy, le relazioni tra i vertici di Via Nazionale e il governo, le finalità e gli strumenti della Banca che vedeva nella stabilità monetaria un indispensabile aspetto della crescita più che un obiettivo a sé stante. Questa posizione guarda all'inflazione nel suo potenziale effetto redistributivo e per gli effetti che determina sulla accumulazione, sulla competitività e, quindi, anche sull'equilibrio dei conti con l'estero.

The role of the Bank of Italy from postwar reconstruction to the late 1970s: a note

The Bank of Italy has traditionally held a dominant position in the economic policy of our country. We examine this role focusing on the 1960s and 1970s and we analyze the context in which economic policy takes place, the relations between the Bank and the government, the goals and tools of the Bank who saw in monetary stability a vital aspect of economic growth more than a goal per se. This position looked at inflation in its potential redistributive effect and for the effects it determines on accumulation and competitiveness and, therefore, on the balance of current account.

Mastromatteo: Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano,
email: giuseppe.mastromatteo@unicatt.it
Esposito: Banca d'Italia, Sede di Milano e Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano,
email: lorenzo.esposito@unicatt.it

Per citare l'articolo:
Mastromatteo G., Esposito L. (2022), "Il ruolo della Banca d'Italia dalla ricostruzione post-bellica alla fine degli anni Settanta: una nota", *Moneta e Credito*, 76 (301): 77-93.

DOI: <https://doi.org/10.13133/2037-3651/17698>

JEL codes:
E58, N14

Keywords:
Bank of Italy, inflation, Italian economy

Homepage della rivista:
<http://www.monetaecredito.info>

1. Introduzione

Negli altri paesi le banche centrali hanno molto da fare per conquistare la loro indipendenza dal governo; in Italia è il governo che lotta per conquistare la sua indipendenza della banca centrale

(P. Samuelson, cit. da Guido Carli, in Peluffo e Carli, 2000, p. 213)

Da noi [...] la Banca si deve far carico di responsabilità che in altri paesi non incombono sulle autorità monetarie

(G. Carli, 1977, pp. 45-46)

* Le opinioni espresse dall'autore sono personali e non impegnano l'Istituto d'appartenenza.

Gli Autori sono grati al Prof. Giovanni Battista Pittaluga per il fattivo incoraggiamento e i generosi stimoli allo sviluppo dell'analisi; al Prof. Giovanni Verga esprimono un sentito ringraziamento per i commenti a una versione precedente di questo lavoro.



La responsabilità della “Grande Inflazione” degli anni Settanta ricadde nelle interpretazioni prevalenti, almeno in certa misura, sui banchieri centrali. Furono, perciò, avviate riforme che ampliavano l'indipendenza di queste istituzioni e si definirono nuove modalità di gestione della politica monetaria, prevedendo anche che quest'ultima fosse gestita secondo regole anziché in modo discrezionale. Era a quel tempo diffusa la convinzione che, garantendo la stabilità dei prezzi, si sarebbe salvaguardata anche la stabilità finanziaria delle economie. Dopo la grande crisi finanziaria del 2007-2009, tuttavia, è emerso che questa visione era parziale e il focus delle banche centrali è tornato a concentrarsi anche direttamente sulla stabilità finanziaria. La gestione della politica monetaria si è associata all'adozione di politiche macroprudenziali. In alcuni casi, le banche centrali hanno accresciuto le proprie competenze, o come, nel caso della Bank of England, se ne sono riappropriate, nell'ambito della *prudential regulation*.

Diversa era la situazione nei primi decenni del dopoguerra. Un caso emblematico in questo senso è rappresentato dalla Banca d'Italia tra gli anni Cinquanta e Settanta, il cui ruolo, nel panorama economico e politico nazionale, andò ben oltre quello connesso al tema dei prezzi. Una conseguenza di questo ruolo si legge, ad esempio, nel fatto che nei primi 70 anni della Repubblica italiana 2 su 12 presidenti sono stati in precedenza governatori della Banca d'Italia; nello stesso arco di tempo numerosi membri del direttorio della Banca hanno ricoperto le funzioni di premier o di ministro di dicasteri economici. Ciò conferma che la banca centrale nel nostro paese ha esercitato forme di supplenza rispetto alla classe politica soprattutto in situazioni critiche. La stessa letteratura scientifica evidenzia questo ruolo di supplenza (Rossi, 1998; Artoni, 2020). Non stupisce, dunque, che la Banca d'Italia, diversamente da quanto accaduto per le banche centrali della gran parte dei paesi avanzati, confinate a un ruolo esecutivo rispetto alle grandi scelte della politica economica, abbia avuto una posizione rilevante nel dibattito e non di rado nelle scelte di indirizzo, anche al di fuori dell'ambito monetario. Grande interesse riveste, dunque, l'analisi delle opinioni e delle azioni della Banca nell'evoluzione della politica economica nel dopoguerra, così come per comprendere gli sviluppi del sistema bancario e finanziario italiani (Esposito e Mastromatteo, 2021, cap. 11).

Ai fini dell'analisi che qui si propone, riferita al periodo compreso tra la fine della seconda guerra mondiale e gli anni Settanta, il pensiero e le prese di posizione di Einaudi, Menichella, Carli e Baffi rappresentano una chiave di lettura fondamentale. L'approccio storico di questo lavoro mira ad ampliare l'angolo visuale di approfondimento dei problemi posti alla politica e alla storia economica nazionale. Nell'attuale fase storica, in cui gli elementi che plasmano l'economia e la società non si possono racchiudere nel parametro di un modello, basti pensare alla pandemia e alla guerra in Ucraina, è fondamentale l'analisi complessiva delle motivazioni che hanno condotto a determinate scelte di politica economica.

Il lavoro si sviluppa come segue: nel prossimo paragrafo si tratterà del ruolo della Banca d'Italia nel periodo del miracolo economico e gli obiettivi e gli strumenti che Via Nazionale utilizzava per sviluppare la propria azione. Nel capitolo successivo verrà descritta la difficile situazione degli anni Settanta, aperti, sotto il profilo del sistema monetario internazionale, dal crollo di Bretton Woods, e chiusi dalla nascita dello SME. Infine si discuterà della natura che la Banca attribuì, negli anni considerati, al ruolo interno ed esterno dell'inflazione, traendone alcuni spunti per la situazione odierna.

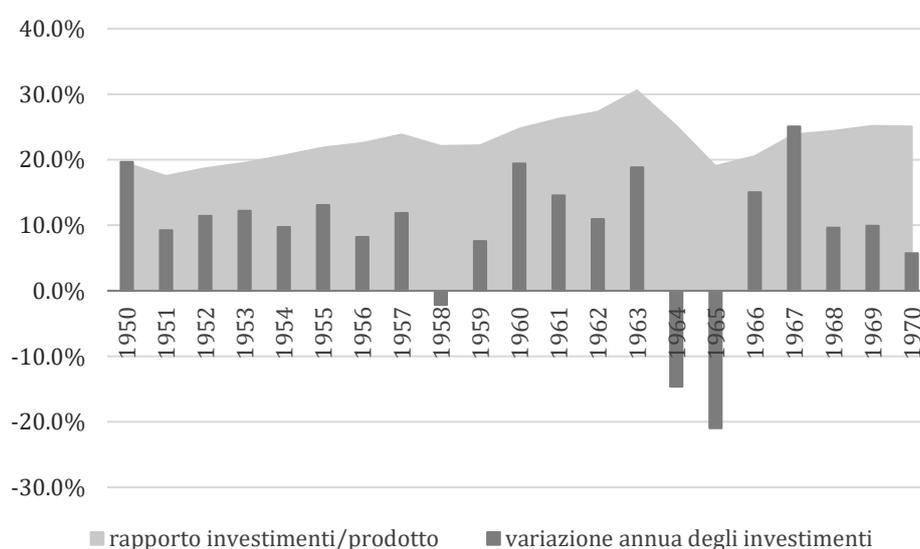
2. La Banca d'Italia, il miracolo economico e l'accumulazione di capitale

Gli egregi professori hanno soltanto responsabilità scientifiche; ma le effettive responsabilità finanziarie hanno ben altro valore

(B. Stringher, lettera al Ministro del Tesoro Carlo Schanzer, 16 novembre 1919, in Cotula e Spaventa, 1993, p. 299)

Il periodo storico di cui si tratta parte dal secondo dopoguerra, quando la politica economica, anche grazie agli aiuti del Piano Marshall, contribuì alla rapida ricostruzione italiana dopo le distruzioni belliche (peraltro non elevate rispetto ad altre nazioni europee). In tale contesto storico, si situava l'opera di sviluppo soprattutto industriale dell'Italia. Il paese, infatti, risultava ancora largamente agricolo e lontano dagli standard tecnologici europei. Ancora nel 1951 il reddito pro capite era la metà di quello inglese e ancor più lontano da quello statunitense. Per i primi anni del secondo dopoguerra, l'introduzione di tecniche produttive avanzate dei paesi più industrializzati permise un rapido *catch-up* soprattutto nei settori più legati all'export, che potevano avvantaggiarsi del processo di integrazione economica in ambito sia europeo che internazionale, della stabilità dei cambi, del controllo dei movimenti di capitale e del calo delle imposte sul commercio internazionale. L'integrazione e la liberalizzazione delle tariffe favorirono l'export italiano: le esportazioni aumentarono di sette volte dal 1956 al 1974 (a prezzi costanti), più o meno come nell'intero secolo precedente. Questo processo, nella visione di Menichella e soprattutto di Carli (Gigliobianco, 2019), richiedeva però un ingente flusso di investimenti che in quegli anni effettivamente si produsse (figura 1).

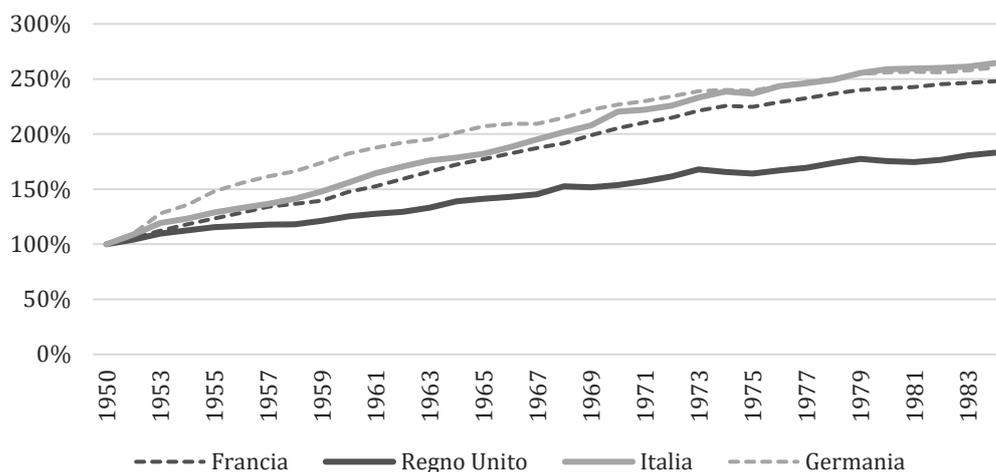
Figura 1 – *Peso degli investimenti sul prodotto nazionale e variazione annua degli investimenti per l'economia italiana, prezzi costanti, 1950-1970*



Fonte: Baffigi (2011).

Gli anni Cinquanta videro una crescita cospicua (in media superiore al 5% per il PIL e sul 9% per la produzione industriale), più elevata di quella di altri paesi avanzati (figura 2).

Figura 2 – Crescita (variazione annua del PIL a prezzi costanti, base 100 al 1950) nei quattro grandi paesi europei, 1960-1984

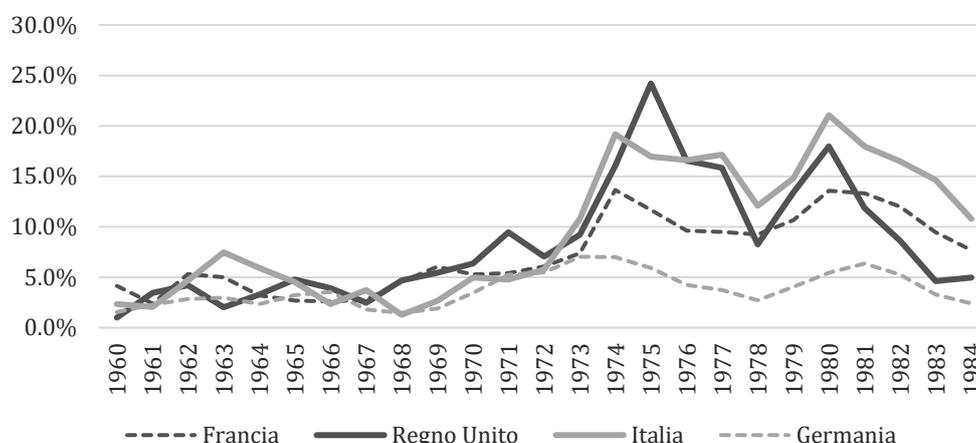


Fonte: Federal Reserve, FRED (<https://fred.stlouisfed.org/series/>).

Tale crescita avvenne senza spinte inflattive, dopo la fiammata del 1947-1948, che aveva consentito di ridurre drasticamente il servizio del debito pubblico con effetti politici ridotti. La spesa pubblica era contenuta anche per il basso livello di conflittualità sociale e perché il livello dei servizi pubblici essenziali era molto inferiore a quello dei paesi del Nord Europa. Considerati i rapporti di forza sul mercato del lavoro e la stabilità dei prezzi a livello internazionale, l'obiettivo di contenere le spinte al rialzo sul fronte dell'inflazione era perseguito tramite il controllo delle spese del Tesoro e l'equilibrio della bilancia commerciale (Marzano, 1997, pp. 169 e ss.). Più in generale, la domanda interna andava contenuta per mantenere l'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

La stabilità interna dei prezzi era importante per mantenere elevate le esportazioni e l'autofinanziamento delle imprese, fonte essenziale per gli investimenti. Un flusso cospicuo di investimenti, a sua volta, era necessario per ammodernare il paese e ridurre la disoccupazione, che rimaneva elevata, soprattutto nelle zone arretrate, provocando un fenomeno di forte emigrazione sia interna che verso l'estero. Dal 1958 al 1963 gli investimenti sperimentarono un vero boom con una crescita di quella in macchinari del 14% annuo. In quei frangenti, in cui a una disoccupazione stabile o flettente si accompagnava un'inflazione modesta (figura 3), la Banca d'Italia mirava a mantenere stabili le condizioni per l'accumulazione di capitale, in termini di distribuzione del reddito, di funzionamento del circuito finanziario e di rapporti tra aziende pubbliche e private.

Figura 3 – Inflazione (variazione annua dell'indice dei prezzi al consumo) nei quattro grandi paesi europei, 1960-1984



Fonte: Banca Mondiale, *World Development Indicators* (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>).

In un periodo di debolezza dei sindacati, come gli anni Cinquanta, questo significava soprattutto una lotta serrata ai meccanismi di crescita automatica dei salari. Ad esempio, il governatore Einaudi, paventando una sorta di dualismo del mercato del lavoro ante litteram, nelle sue ultime *Considerazioni Finali* scrisse: “Se non aumenta il flusso dei beni reali prodotti, l’aumento dei salari, in virtù ad esempio della automatica applicazione della scala mobile, a che cosa serve se non a crescere la miseria dei più sfortunati, di coloro il cui reddito è fisso od aumenta in proporzione minore del medio incremento stabilito dalla scala mobile?” (Banca d’Italia, 1947, p. 33);¹ il suo successore Menichella tornò in seguito più volte sul tema (ad es., nelle *Considerazioni Finali* del 1951, ora in Menichella, 1986).

L’attenzione riservata dalla Banca d’Italia alla stabilità dei prezzi derivava dalla convinzione che essa fosse il presupposto fondamentale per la formazione di risparmio e, dunque, per l’accumulazione. L’inflazione andava combattuta in quanto distruggeva la propensione a risparmiare (Banca d’Italia, 1947, p. 26). Come scrive Ciocca (2003, p. 3): “Menichella con la sua quotidiana opera di governo della moneta e di supervisione creditizia inscrisse l’economia italiana in un quadro di stabilità dei prezzi, del cambio, del risparmio [...]”. È in questa logica che egli stroncò con decisione l’inflazione del 1947.

Dall’Unità fino al dopoguerra l’Italia era stata caratterizzata da una fragilità decisamente più elevata degli altri paesi industriali. Tale fragilità proveniva anche dalle commistioni tra finanza e industria (il sistema delle banche “miste”), che venne arginato con la Legge Bancaria del 1936. Essendo il sistema bancario largamente nazionalizzato, la Banca d’Italia temeva che quest’ultimo si interessasse poco delle esigenze finanziarie delle piccole e medie imprese e per questo fu privilegiata la crescita degli sportelli delle banche locali rispetto alle grandi banche. Anche allo scopo di favorire l’interscambio commerciale, decisivo per una sostenuta crescita del paese, Menichella, in sintonia con i governi di volta in volta in carica, favorì una progressiva

¹ Si osservi che le *Considerazioni Finali* sono citate usando l’anno in cui furono lette (le *Considerazioni Finali* lette in un determinato anno sono riferite all’anno precedente, quindi in questo caso si tratta di quelle lette dal governatore nel 1947 e riferite all’anno 1946).

integrazione economica e monetaria internazionale. Ad esempio, l'Italia fu accettata nel Fondo Monetario Internazionale prima della Germania e partecipò dall'inizio alla nascita della Comunità Europea che permise, nel 1958, il ripristino della convertibilità esterna della lira insieme alle principali valute europee.

Dagli anni Cinquanta, la classe politica cominciò a porsi l'obiettivo di ridurre le disparità socio-economiche tra le zone del paese, attraverso la riforma agraria, le bonifiche e la Cassa per il Mezzogiorno. Il testo della legge istitutiva di quest'ultima fu redatto da Menichella nel febbraio del 1950 (Cafiero, 1998). Compito della Cassa era principalmente quello di promuovere la crescita industriale del Mezzogiorno realizzando massicci investimenti pubblici in infrastrutture e creazione di stabilimenti industriali allo scopo di rimuovere gli ostacoli che si frapponavano allo sviluppo economico del Mezzogiorno.

Nel corso degli anni Sessanta l'Italia fu interessata da profondi cambiamenti di natura economico-sociale e politica. Da un lato, il periodo fu contraddistinto da un intenso processo di urbanizzazione di lavoratori dalle campagne, in larga misura dal Sud, attratti dall'occupazione nel triangolo industriale. Il processo di urbanizzazione condusse a un esaurimento delle tradizionali riserve di manodopera delle zone agricole. Ne derivò, già nella prima metà degli anni Sessanta, un'accresciuta forza contrattuale dei sindacati, cui conseguì un'elevata crescita dei salari nel 1962-63. La Banca d'Italia cercò di contrastare questi sviluppi con la restrizione monetaria, che permise il riequilibrio della bilancia dei pagamenti e un calo dell'inflazione. Con queste scelte, la Banca confermava la sua visione secondo cui la crescita economica era legata alla stabilità dei prezzi e al mantenimento di condizioni favorevoli al risparmio.

Nel complesso il primo ventennio dopo la seconda guerra mondiale rappresentò per l'Italia un periodo di successi sul piano economico. Grazie alla prolungata fase di stabilità e crescita, nel 1959 e nel 1964 il *Financial Times* attribuì alla lira l'oscar della moneta per la sua stabilità. A questi successi e riconoscimenti internazionali faceva però da contraltare una situazione interna conflittuale sul piano sociale e politico. Mentre, infatti, gli anni Cinquanta erano stati legati soprattutto alla ricostruzione e scontavano un'inevitabile impronta emergenziale e destrutturata nell'azione pubblica, negli anni Sessanta si avvertiva l'esigenza di un maggior controllo delle linee di sviluppo del paese. Non stupisce, dunque, il fatto che quegli anni si siano aperti con un'ampia discussione politica e tecnica sul tema della programmazione dell'intervento pubblico. L'avvio di una programmazione economica era allora un'esigenza diffusa non solo in Italia, ma in molti dei paesi occidentali più sviluppati. Le discussioni sulla creazione della NHS (National Health Service) in Gran Bretagna (Tomlinson, 1997) o sulla pianificazione "indicativa" alla francese (Bauchet, 1962) sono, da questo punto di vista, esemplari.

Era prevalente in quegli anni, sia negli economisti che nella classe politica, l'idea che la crescita dell'economia dovesse essere indirizzata (Fusco, 1997, pp. 136 e ss.). Da qui l'esigenza di favorire investimenti pubblici in settori considerati chiave, la forte regolazione di prezzi e comportamenti, la politica dei redditi, lo sviluppo delle infrastrutture di base: la programmazione poteva coinvolgere qualunque industria e aspetto del sistema economico. Quando a metà degli anni Sessanta i governi di centrosinistra impostarono programmi di ammodernamento, imperniati sul controllo pubblico della produzione e distribuzione di energia con la nascita dell'ENEL, emersero, tuttavia, opinioni diverse su che cosa si dovesse intendere per programmazione. Lo stesso governatore Carli era a favore della programmazione, che vedeva come una importante strumento per l'ammodernamento del capitalismo italiano e non era affatto restio a un uso pubblico di ogni leva a disposizione, a

partire dal sistema bancario quasi totalmente pubblico. Carli, anzi, avvertiva che il boom degli anni Cinquanta e Sessanta, che aveva migliorato solo minimamente le condizioni della classe operaia (si pensi all'emigrazione di massa verso il Nord, in città che non avevano alcuna struttura di accoglienza), non poteva non dar luogo, prima o poi, a turbolenze sociali. I flussi migratori avrebbero richiesto ben diversi investimenti sociali, in particolar modo per le abitazioni, di cui nel 1954 si stimava una carenza molto elevata (De Rosa, 1997). Lo sviluppo sociale non procedeva di pari passo con la crescita economica del paese. “[...] Il fatto che alla periferia di alcune delle città italiane sorgano nuovi stabilimenti in alcuni casi modernissimi, non significa necessariamente che gli operai, gli ingegneri, i tecnici che vi lavorano trovino una scuola decente per i propri figli, trovino un ospedale, un ufficio postale [...]” (cit. in Draghi, 2009, p. 6). Nello stesso tempo emergevano delle distorsioni nello sviluppo che la Banca guardava con attenzione. Preoccupavano Carli l'assenza di una politica fiscale rigorosa, la mancanza di una politica dei redditi e di una programmazione che rendesse compatibile le istanze dei diversi gruppi sociali. Queste distorsioni influivano inevitabilmente sulle scelte della Banca nella gestione della politica monetaria.

In presenza di un aumento della forza lavoro dovuto al baby boom, Carli attribuiva un'importanza cruciale alla crescita del paese. Quest'ultima a sua volta dipendeva dagli investimenti industriali e dalla crescita della produttività connessa alle innovazioni in essi incorporate. Nella sua visione la domanda di capitale aggiuntivo era incentivata da due fattori: i profitti delle imprese e la struttura del mercato finanziario. I profitti erano innanzitutto la fonte dell'autofinanziamento e il presupposto per ottenere risorse dal sistema bancario e nel mercato finanziario (ibid.). In merito alle diverse modalità di finanziamento esterno delle imprese, Carli, pur non facendo riferimento ad alcuna specifica teoria, aveva in mente una sorta di *pecking order* (Myers e Majluf, 1984). Questa visione connetteva la distribuzione del reddito all'accumulazione del capitale, una visione non comune tra gli economisti dell'epoca, tipicamente seguaci di qualche versione della sintesi neoclassica, ma che si basava su numerose tradizioni teoriche anche specificamente italiane. Questa attenzione infatti si ritrova sia nella tradizione liberale, da Bresciani-Turroni a Einaudi (Seghezza, 2019, pp. 55-56), sia in scuole eterodosse, in particolare con riferimento al tema del conflitto distributivo affrontato in senso ricardiano da Sraffa e all'analisi conflittuale del mercato del lavoro dei modelli kaleckiani, come emerse nel dibattito di cui si dà conto di seguito.

La visione di Carli del ruolo dei profitti nel processo di accumulazione emerge con chiarezza nel libro *Dialogo tra un professore e la Banca d'Italia*, dove sono raccontate le vicende del sorgere del modello econometrico di Via Nazionale a cui collaborò Franco Modigliani. Notano i curatori: “Modigliani sarà sempre un po' stupito del fatto che la Banca d'Italia abbia dato tanta importanza alla distribuzione del reddito tra salari e profitti [...] Il dibattito si anima [...] quando si inserisce l'obiettivo dell'accumulazione di capitale [...Modigliani] non ritiene sia compito dell'autorità monetaria intervenire nella distribuzione del reddito” (Rey e Peluffo, 1995, p. 20). Stupiva Modigliani l'idea che la banca centrale ritenesse di poter controllare la distribuzione del reddito attraverso la politica monetaria. Come scrisse con La Malfa: “ci sembra di poter rilevare che la variabile su cui si impernia il modello della Banca sia rappresentata dalla distribuzione del reddito tra redditi da lavoro dipendente e profitti [...] Tale posizione centrale le deriva dal fatto che, nel pensiero della Banca, essa è direttamente controllabile mediante la politica monetaria” (La Malfa e Modigliani, 1966, pp 218-219.). Il tema era lo stretto legame della stabilità dei redditi e di quella monetaria; per i vertici dell'istituto di emissione “l'aumento della quota dei salari sul reddito provoca *ipso facto* una caduta del tasso di accumulazione del capitale” (Nardozi, 1981,

p. 115) aprendo così la strada a un conflitto distributivo che si scarica sui prezzi. Modigliani era contrario a questo schema concettuale su due fronti. Dal lato dell'analisi del consumo, perché l'idea che la quantità di moneta regola i consumi attraverso la sua influenza sulla distribuzione del reddito, andava contro la *Life Cycle Hypothesis* che andava elaborando proprio in quegli anni. Dal lato degli investimenti, Modigliani era "indignato" (Peluffo e Carli, 2000, p. x) dall'idea che il calo dei profitti riducesse l'autofinanziamento, perché andava contro il teorema Modigliani-Miller e dunque la teoria che la composizione del passivo delle imprese sia indifferente per le loro scelte di sviluppo.² Dal canto suo, Carli, pur consapevole del ruolo del tutto preminente del canale bancario di finanziamento delle imprese, si espresse più volte sulla necessità di sviluppare un moderno mercato dei capitali come leva per un'adeguata politica degli investimenti. La grande rilevanza che Carli attribuiva ai meccanismi di autofinanziamento delle imprese nasceva anche dalla citata debolezza dei mercati finanziari domestici (all'epoca l'internazionalizzazione del mercato dei capitali era esigua) lasciando, come finanziatore di prima e ultima istanza, il ceto bancario.

Nell'epoca della Legge Bancaria, che separava nettamente il credito a breve e quello a medio e lungo termine, le aziende potevano contare sugli istituti di credito specializzato che fungevano da banche d'affari o comunque da operatori di *corporate finance* (a partire ovviamente, da Mediobanca). A molti di questi istituti venne affidato un compito specifico (si pensi soprattutto a quelli di credito industriale) e il loro ruolo fu rilevante, ma la loro natura pubblica rendeva le scelte non sempre rispondenti a logiche di efficienza economica. Ad ogni modo il ruolo decisivo del credito bancario spiega anche perché la Banca d'Italia era disposta ad accettare per il sistema bancario una minore concorrenza, e dunque maggiori profitti, che avrebbero messo però gli istituti di credito in condizioni migliori per finanziare nuove iniziative di sviluppo. Questa situazione spiega anche la grande rilevanza che Carli attribuiva al mantenimento di vincoli esterni per limitare le distorsioni del mercato provenienti sia da soggetti privati che dall'intervento dello stato. Tali vincoli erano rappresentati in quel tempo dagli Accordi di Bretton Woods. Sarebbero stati rappresentati successivamente dai vincoli posti dall'adesione ai meccanismi istituzionali promossi dalla Comunità europea, come lo SME, il Trattato di Maastricht e la moneta unica. Osserva Peluffo: "[Carli] nel 1960 ha già ben preciso il progetto di introiettare nella politica economica del Paese quel 'vincolo esterno' rappresentato dal mercato comune europeo" (Peluffo e Carli, 2000, p. vii).

Nella gestione della politica monetaria Carli si attenne ai presupposti appena illustrati, in particolare a quello di garantire adeguati profitti alle imprese, nel rispetto, tuttavia, del vincolo di cambio in quanto l'Italia era parte del sistema di Bretton Woods. Conseguentemente, all'emergere di pesanti squilibri del saldo dei conti con l'estero, la Banca dava corso a manovre monetarie restrittive. Quando la politica economica del primo governo di centrosinistra, favorì un aumento dei salari e un eccessivo assorbimento interno, la Banca d'Italia restrinse rapidamente le condizioni monetarie, determinando un brusco calo della crescita (la famosa "gelata di primavera" come fu definita da Sylos Labini e Graziani (Graziani, 1979) La Banca d'Italia provò ad usare lo "schema Carli" anche alla fine degli anni Sessanta: "L'attività produttiva rallenta in conseguenza delle politiche restrittive, soprattutto monetarie, poste in atto a partire dalla fine del 1968 per combattere le pressioni inflazionistiche" (Fazio, 1979, p. 286). Queste misure ridussero anche gli squilibri della bilancia commerciale, ma fu un successo

² Vi è da dire che il teorema richiede, per avere una sua validità, il rispetto di alcune ipotesi "eroiche", tra cui un mercato dei capitali ben sviluppato, caratteristica che, come detto, l'Italia degli anni Sessanta non possedeva.

effimero: il crollo del regime di Bretton Woods e l'*oil shock*, che si aggiungevano al protrarsi del conflitto sociale, costrinsero le autorità monetarie a una diversa strategia.

L'attenzione alla crescita economica, alla distribuzione del reddito, alla struttura del mercato finanziario faceva sì che la Banca d'Italia si trovasse a interloquire in maniera spesso serrata con il governo e gli organi elettivi così come con altri protagonisti della scena sociale e politica del paese.

In particolare, la necessità di conservare la stabilità monetaria e dunque mantenere le condizioni per una forte accumulazione di capitale, condussero la Banca a un approfondimento del legame tra inflazione e disoccupazione, osservando che questa relazione non è diretta ma è mediata dalla forza del movimento sindacale. Aveva già osservato Menichella: "è da tener presente che i metodi dell'azione sindacale prescindono talora dal livello di occupazione esistente in un paese; ci si può trovare in presenza di accentuate e irragionevoli richieste di aumenti salariali anche in situazioni di non completa occupazione" (Menichella, 1983, p. 105). Al di là della proporzione di disoccupati, conta dunque la forza concreta delle organizzazioni sindacali, che era ancora ridotta nei primi anni Sessanta. Nel '65, Baffi scrisse: "L'ampia offerta di mano d'opera ha indubbiamente moderato il rialzo dei salari. La limitata rispondenza degli organizzati a politiche sindacali aggressive è stata uno dei fattori di moderazione; nello stesso senso hanno agito l'assenza di un monopolio sindacale e la debolezza finanziaria delle organizzazioni" (Baffi, 1965, p. 331). L'altro aspetto decisivo era l'azione dei governi. Per questo, spiegò Carli, la banca centrale negli anni Sessanta decise di "consentire alle imprese di trasferire sui prezzi i costi crescenti, senza dover comprimere i margini di profitto. Fu una scelta del tutto consapevole degli effetti che potevano verificarsi sul lato della bilancia dei pagamenti" (Carli, in Peluffo e Carli, 2000, pp. 184-185); questo era connesso all'altro obiettivo ritenuto essenziale: "la difesa dell'esistenza dell'impresa privata, dell'industria capitalistica, messa in serio pericolo dalla prepotenza nazionalizzatrice del centro-sinistra" (ivi).

I dissidi tra Via Nazionale ed esecutivi di centro-sinistra negli anni Sessanta terminarono con la vittoria delle posizioni della Banca, come, ad esempio, dimostrò l'abbandono del governo da parte di Giolitti e della corrente lombardiana del PSI. Pur in mezzo a questi dissidi, la politica riformatrice aiutò l'ammodernamento del paese e la costruzione di uno stato sociale moderno, obiettivi che di per sé non vedevano contraria la banca centrale, seppure, come detto, queste riforme venivano compiute senza valutazioni sull'equilibrio finanziario a lungo termine, come fu il caso della riforma del sistema pensionistico del 1965, che non creava squilibri immediati ma, in una mutata piramide demografica, avrebbe comportato una difficile situazione finanziaria per l'amministrazione pubblica. Il dissenso era dunque sull'orizzonte rilevante per l'azione della politica economica e sull'importanza dei diversi obiettivi.

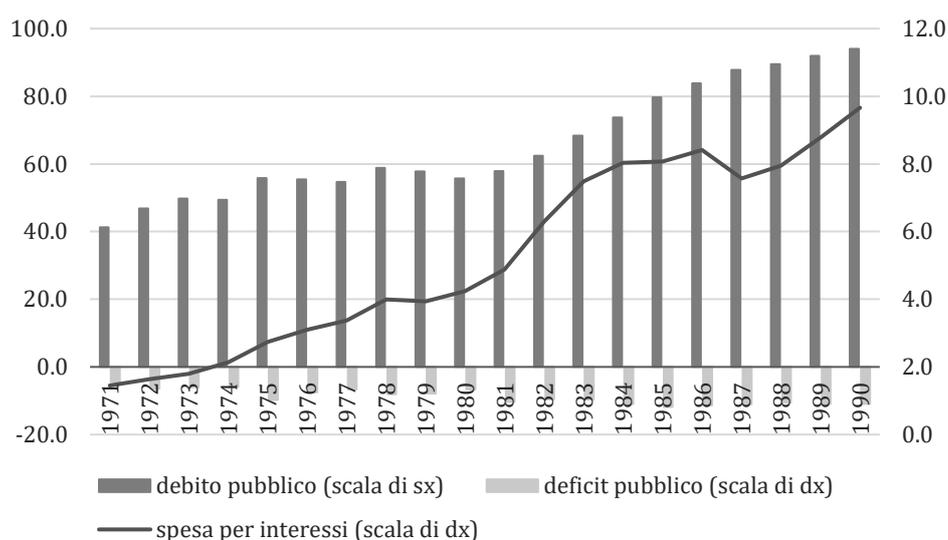
3. Via Nazionale, l'autunno caldo e lo SME

Con il crollo di Bretton Woods e la fine dei cambi fissi conseguente alla sospensione della convertibilità del dollaro decisa da Nixon nell'agosto del 1971, non solo venne a crearsi un'elevata instabilità dei mercati valutari, ma si liberò la gestione della politica monetaria da ogni vincolo esterno. Nei primi anni Settanta le aspettative di deprezzamento della lira indussero massicci deflussi di capitale, anche determinati dalla scelta delle autorità di mantenere basso il livello dei tassi per contenere la crescita della disoccupazione e controllare il forte conflitto sociale (Fazio, 1979). Allo scopo di limitare le fughe di capitali si ricorse ad atti

amministrativi e all'istituzione tra la fine del 1972 e l'inizio del 1973 di un doppio mercato dei cambi. Nel corso del 1973, nonostante il tasso d'inflazione crescente, il tasso di interesse a lungo termine restò contenuto grazie ai riflessi su di esso del vincolo di portafoglio e del massimale sui prestiti.

Sempre nel 1973, l'*oil shock*, susseguente allo scontro militare e politico in Medio Oriente, quadruplicò i prezzi del greggio con un sensibile aumento dell'inflazione importata e un significativo peggioramento della ragione di scambio dell'Italia. Tale peggioramento pesò negativamente sul PIL italiano del 1974 per circa il 4%, mentre l'inflazione importata si riflesse anche sui salari grazie alla scala mobile. La fase di stagflazione fu contrastata dalle autorità italiane con una politica economica espansiva. Sul piano fiscale il governo procedette a un elevato aumento della spesa pubblica. A fronte di ciò, nel 1973 il deficit fiscale superò il 6% e rimase elevato per tutto il decennio. Anche il debito pubblico su PIL ebbe un'impennata, che si sarebbe accentuata tra la fine degli anni Settanta e l'inizio degli anni Ottanta (figura 4).

Figura 4 – *Debito pubblico, deficit pubblico e spesa per interessi in proporzione del PIL, Italia, 1971-1990*



Fonte: Banca d'Italia (<https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/finanza-pubblica/debito/index.html>).

La Banca d'Italia, guidata da Carli, decise di accomodare la monetizzazione dei disavanzi statali. Tra il 1970 e il 1976 la percentuale media di monetizzazione fu prossima al 75%, di gran lunga superiore a quella media dei periodi precedenti. Questa scelta contribuì alla crescita dell'inflazione, che passò da meno del 3% nel 1969 a quasi il 20% nel 1974. Nelle *Considerazioni finali* del 1974 Carli così si esprimeva: "Ci siamo posti e ci poniamo l'interrogativo se la Banca d'Italia avrebbe potuto o potrebbe rifiutare il finanziamento del disavanzo del settore pubblico astenendosi dall'esercitare la facoltà attribuita dalla legge di acquistare titoli di Stato. Il rifiuto porrebbe lo Stato nella impossibilità di pagare stipendi ai pubblici dipendenti ... e pensioni alla generalità dei cittadini. Avrebbe l'apparenza di un atto di

politica monetaria; nella sostanza sarebbe un atto sedizioso, al quale seguirebbe la paralisi delle istituzioni” (Banca d’Italia, 1974, p. 32).

Queste espressioni sono state sottoposte a due tipi di osservazioni. In primo luogo, si è detto che evidenziano un assoggettamento della banca centrale alla politica (cfr. in particolare Fratianni e Spinelli, 1991, pp. 609 e ss.). A questo tipo di critiche è facile replicare con le parole di Fazio (2003, pp. 6-7) secondo cui: “L’atteggiamento di Carli non va letto quale segno di acquiescenza a politiche inflazionistiche, ma come il pensiero di un uomo di stato che, conscio di esercitare una delle attribuzioni fondamentali dell’assetto istituzionale, riconosceva l’ultima istanza, dirimente, nella volontà sovrana del Parlamento”.³ All’epoca, infatti, la classe politica italiana scelse la via inflazionistica non solo per finanziare monetariamente i disavanzi pubblici, ma per assecondare un processo redistributivo tra privati, favorevole ai cosiddetti “ceti produttivi” e sfavorevole ai redditieri (Pittaluga e Seghezza, 2012). Del resto, il quadro istituzionale italiano e il livello di conflitto sociale e politico dell’Italia di quegli anni non lasciava margini per una gestione della politica monetaria quale riuscì a condurre, ad esempio, la Bundesbank. È appena il caso di ricordare che in Francia, nel 1974, Olivier Wormser, il governatore della banca centrale, che aveva mosso critiche alla politica fiscale espansiva del governo, fu rimosso dal Presidente Giscard d’Estaing.

Carli osservava:

Certo: basterebbe che a via Nazionale chiudessero il rubinetto delle anticipazioni. E poi? Che accadrebbe poi? Avremmo non già la guerriglia degli studenti ‘autonomi’, ma milioni di persone sulle piazze... Come giudicare la politica condotta nei primi anni Settanta, che qualcuno, sbagliando giudicò ‘lassista’, se non si tiene conto di quei cortei di quattordicenni che ogni mattina osservavo dalla finestra del mio studio in via Nazionale? L’opinione pubblica era scossa dai misteriosi episodi della strategia della tensione. Dovevamo ignorarlo? Il monetarista inorridisce di fronte a considerazioni di questo tipo. Sostiene che il banchiere centrale deve avere occhi soltanto per il grafico che gli indica l’andamento di crescita della massa monetaria e che deve preoccuparsi soltanto di mantenerla graduale e costante. Tutto il resto non esiste. L’io cartesiano, solipsistico, del monetarista vive in un vuoto di storia e materia, ma allo stesso tempo pretende che il banchiere centrale si assuma comportamenti eroici. Se il suo grafico gli impone di bloccare la crescita della moneta, egli deve farlo anche qualora ciò provochi un milione di disoccupati, e anche se ci sono le Brigate rosse, se nelle fabbriche prevale il sabotaggio, se gli autonomi sparano nelle strade delle città. No, non sono mai stato monetarista (cit. in Peluffo e Carli, 2000, p. 218).

L’osservazione finale (“non sono mai stato monetarista”) si riferisce all’idea di poter determinare le scelte di policy guardando esclusivamente alle variabili monetarie ed economiche, senza aver presente il quadro complessivo, una visione che è possibile rintracciare nella regola di Friedman, nella regola di Taylor e in altri modelli sulla politica monetaria. Questo invito a non limitarsi a un’analisi degli aggregati monetari non avveniva certo solo a opera di Carli. Ci riferiamo in particolare al dibattito che si svolse in quegli anni in Italia sul rapporto tra lotte sindacali, inflazione e indicizzazione salariale. Di questo ampio dibattito basti citare il contributo di Sylos Labini, uno dei primi, nel quale, analizzando il disordine monetario seguito all’autunno caldo, ci si chiedeva se questo avesse causato l’inflazione e se avesse fatto aumentare la quota del reddito da lavoro dipendente, rispondendo in modo affermativo. È interessante osservare che, proprio come proposto da Carli nell’intervista che abbiamo menzionato, Sylos Labini proponeva l’uso di tecniche di indagine che superassero quelle tradizionali dell’analisi economica, sostenendo che “oltre ai fattori economici, vi sono fattori extra-economici [...] Qui si entra in pieno nell’analisi storico-politica,

³ Considerazioni analoghe si trovano in Visco (2019).

da condurre sulla base della conoscenza dei dati di fatto e di approfondite interpretazioni 'qualitative'" (Sylos Labini, 1974, p. 111).

Un secondo tipo di critiche riguarda l'incoerenza nella visione di Carli del nesso tra inflazione e crescita. Fratianni e Spinelli (1991), in particolare, mostrano come Carli ancora negli anni Sessanta condividesse le convinzioni di Menichella e ritenesse la stabilità monetaria condizione indispensabile per la crescita economica.⁴ In contrasto con questa visione, a loro parere, sono gli sviluppi successivi del pensiero di Carli sui riflessi dell'inflazione sulla domanda di investimenti e sulla crescita. È da ritenere che questa discontinuità di pensiero sia stata più apparente che reale. Emerge invece che Carli, preso atto dell'elevata propensione all'inflazione della società e della politica italiana, ne abbia colto i positivi effetti redistributivi a favore delle imprese. In presenza di tassi di interesse reali negativi, queste ultime avevano convenienza ad indebitarsi e a mantenere elevata la domanda di investimenti.

Nel 1975 a Carli successe come governatore della Banca d'Italia Paolo Baffi, a cui toccò la responsabilità di gestire la banca centrale in quello che lui stesso definì il "quinquennio di fuoco". Furono, infatti, quelli tra il 1975 e il 1979, anni in cui al deterioramento della situazione economica italiana corrispose la fase acuta del terrorismo che ebbe il suo apice nel 1978 con l'assassinio di Aldo Moro così come in manovre politiche torbide che sfociarono in un attacco alla stessa Banca d'Italia da parte del giudice Alibrandi.

Nelle sue prime *Considerazioni finali*, Baffi osservò l'assenza, nel quadro legislativo italiano, di disposizioni di legge che dessero un rilievo specifico alla stabilità monetaria e dunque alla banca centrale l'autonomia necessaria per perseguirla (Draghi, 2007). D'altro canto, era consapevole che l'indipendenza *de iure* non basta ed è il consenso sociale e politico che determina la possibilità della banca centrale di condurre determinate politiche: se l'opinione pubblica non matura una posizione anti-inflazionistica, gli statuti delle banche centrali possono poco (Pittaluga e Cama, 2004, pp. 44 e ss.) e in quegli anni questo consenso non c'era. Non a caso Baffi, sempre in quelle *Considerazioni finali*, scriveva:

[I] brillanti risultati conseguiti dalla Germania e dall'Olanda in termini di stabilità e sviluppo, piuttosto che dalle formulazioni legislative, debbono ascrivere a un clima di opinione che al maturarsi dell'analisi e dell'esperienza ha cessato di assegnare al disavanzo durevoli effetti espansivi, o agli aumenti nominali delle retribuzioni effetti migliorativi della condizione della classe operaia in termini di reddito reale e di occupazione (Banca d'Italia, 1976, p. 43).

Come è stato rilevato (Seghezza, 2019; pp. 50-56), Baffi dava della "Grande inflazione" degli anni Settanta una spiegazione, ancor più che monetarista, "strutturale". Vi era, infatti, una elevata propensione all'inflazione della società italiana a causa dell'elevato conflitto distributivo che la caratterizzava. Commentando criticamente l'accordo tra Lama e Agnelli sul punto unico di scala mobile, in una lettera a Franco Modigliani del febbraio 1975 Baffi così si esprimeva: "A sentire gli industriali essi hanno agito in stato di quasi necessità, non avendo altra scelta che più inflazione da un lato, più violenza, scioperi, picchettaggi dall'altro lato [...]". (cit. in Modigliani, 2008, p. 164). Se gli industriali traevano vantaggio dall'inflazione poiché grazie ad essa ottenevano una riduzione del valore reale dei loro debiti e non andavano a causa di essa incontro a perdite di competitività, dato che il tasso di cambio era flessibile, i sindacati

⁴ Questi autori citano alcune analisi di Carli e in particolare il passo delle *Considerazioni finali* del 1961 in cui l'allora governatore osservò: "Se dunque nella competizione internazionale è da ravvisare l'incentivo più efficace allo sviluppo economico del paese, il suo sostegno più valido risiede indubbiamente, a sua volta, nella stabilità monetaria" (Banca d'Italia, 1961, p. 38).

non erano avversi all'inflazione poiché grazie alla scala mobile e in presenza di affitti bloccati e tariffe pubbliche vischiose, conservavano intatto il potere d'acquisto dei salari.

Di qui la conclusione di Baffi che la stabilizzazione poteva derivare solo da una attenuazione del conflitto distributivo, in particolare da una revisione dei meccanismi di indicizzazione dei salari e da una riduzione della spesa pubblica di natura assistenziale.

Il differente scenario, prima ancora della diversa impostazione teorica, spiega il mutare dei comportamenti della Banca d'Italia nel decennio cruciale di cui trattiamo. Allo stesso tempo, incideva anche la maggior vicinanza di Carli ai temi della crescita e dunque della promozione degli investimenti, rispetto a Baffi che si concentrava maggiormente sull'obiettivo della stabilità dei prezzi. Come osserva Pittaluga: "Diversamente da Carli, Baffi ritiene che l'inflazione, soprattutto quando elevata, determinando un illegittimo processo redistributivo, indebolisca la capacità di risparmio del Paese, ne pregiudichi il processo di accumulazione e, dunque, la crescita" (Pittaluga, 2019, p. 91).

A parere di Baffi l'inflazione non incentivava le imprese a una più elevata domanda di investimenti. Negli anni di più intensa inflazione, infatti, la quota degli investimenti privati sul PIL era andata diminuendo, passando dal 24,4% nel 1970 al 20,6% nel 1975 e al 18,9% nel 1979. Negli stessi anni l'inflazione aveva influito negativamente sul processo di accumulazione, incidendo negativamente sulla propensione al risparmio delle famiglie e inducendole a detenere attività finanziarie estremamente liquide. La maggiore inflazione, la recessione internazionale e l'elevato assorbimento interno si ripercossero negativamente sul saldo di parte corrente del nostro paese e dopo il primo shock petrolifero l'Italia riportò gravi disavanzi di bilancia commerciale. La copertura del disavanzo con l'estero determinò una caduta significativa dell'ammontare delle riserve ufficiali dell'Italia. Queste ultime si ridussero drasticamente nel corso del 1975 e, alla fine di quell'anno, coprivano appena due settimane di importazioni. Il paese era esposto a una crisi valutaria. Baffi si trovò a fronteggiare, da poco subentrato a Carli, un primo attacco alla lira all'inizio del 1976. Le misure monetarie restrittive adottate per contrastarlo si rivelarono temporaneamente efficaci. Tuttavia, in settembre la valuta italiana fu interessata da un altro violento attacco speculativo. In questo caso all'inasprimento delle misure monetarie si associò un pronunciato inasprimento della politica fiscale. L'esperienza della crisi valutaria del 1976 confermò lo stretto legame tra la stabilità dei prezzi e la pre-condizione della stabilità del cambio. Vi era in Baffi la consapevolezza che in presenza di salari altamente indicizzati un deprezzamento del cambio si sarebbe tradotto in un'accelerazione del tasso di inflazione. Presupposto della stabilità del cambio era ovviamente il rispetto del vincolo esterno. Di qui l'esigenza più volte espressa da Baffi di un attento controllo della liquidità interna in modo da prevenire lo sviluppo di speculazione. Nell'analisi di Baffi, la spirale svalutazione-inflazione e il vincolo della bilancia dei pagamenti determinavano una crescita dell'economia italiana inferiore a quella potenziale. La crisi valutaria del 1976 aveva maturato in Baffi anche la convinzione che l'economia mondiale sarebbe stata interessata da una crescente interdipendenza finanziaria. In un simile contesto, l'esposizione a crisi valutarie anche dei paesi avanzati diventava viepiù elevata. Di qui l'esigenza della Banca d'Italia di detenere un adeguato ammontare di riserve valutarie: "[...] Le dimensioni del mercato internazionale sono talmente elevate, che è sufficiente un rendimento relativamente modesto, accentrato su uno o pochi paesi, specie a moneta debole, per creare sconvolgimenti controllabili solo con l'impiego di ingenti disponibilità monetarie" (Banca d'Italia, 1978, p. 12). La crescente interdipendenza finanziaria internazionale avrebbe gradualmente ridotto l'efficacia dei controlli amministrativi, all'epoca uno strumento chiave

della politica monetaria. Nasceva l'esigenza, secondo Baffi, di porre le condizioni per un graduale passaggio all'uso di strumenti indiretti nella gestione della politica monetaria.

L'elevata instabilità dei tassi di cambio che si associò all'inflazione degli anni Settanta indusse i principali paesi europei tra il 1977 e il 1978 ad avviare un negoziato per la creazione in Europa di un'area valutaria basata su tassi di cambio fissi. In un aspro dibattito, che abbiamo visto ripetersi decenni dopo sull'euro, in quegli anni in Italia si discusse sull'opportunità di aderire allo SME e, forse non sorprendentemente, gli argomenti addotti furono simili. Si prevedeva che, in assenza di meccanismi di redistribuzione del reddito tra paesi e di riequilibrio della bilancia commerciale, questi accordi avrebbero comportato una politica di permanente austerità e deflazione salariale; in secondo luogo, si criticava il fatto che l'adesione avrebbe determinato la cessione di sovranità a istituzioni extranazionali e l'egemonia del capitale tedesco. A questi argomenti si aggiungeva il tema della guerra fredda: lo SME veniva visto come un'arma di controllo anche politico del paese (si vedano, in proposito, gli interventi di Pariboni, Vianello e De Cecco in Lunghini, 1981). Occorre evidenziare come molto moderna, nel senso che si è ripresentata nella discussione sulla politica monetaria successiva alla nascita dell'euro, fu anche la delusione di Baffi per la visione unilaterale con cui i principali paesi europei guardarono allo SME (Baffi, 1983, pp. 261 e ss.). La posizione italiana vedeva un'impostazione simmetrica, in cui la politica economica avrebbe dovuto impedire sia i rischi inflazionistici che la deriva deflazionistica, utilizzando i cambi per aiutare i paesi deboli e per sviluppare un vero bilancio comunitario (Ciocca, 2019, p. 12). La proposta dell'Italia non fu accolta. Prevalse il punto di vista franco-tedesco che prevedeva un'area di cambi fissi meno evoluta. Rispetto a questa proposta e soprattutto alla partecipazione dell'Italia a quest'area valutaria Baffi mostrò perplessità, ritenendo che la lira avrebbe avuto difficoltà a mantenere la parità di cambio con altre valute europee tradizionalmente più forti, come il marco. Su quest'aspetto era stato chiaro il 26 ottobre del 1978, in occasione della sua audizione alla Commissione Finanze e Tesoro del Senato, in cui aveva auspicato che la posizione italiana al negoziato fosse volta "alla costruzione di un sistema di cambi che potesse adattarsi alle specifiche condizioni del nostro paese e che, senza imporre oneri ingiustificati, desse un utile contributo al processo di convergenza dell'economia italiana verso le condizioni prevalenti negli altri paesi della Comunità" (Baffi, 1983, p. 265). Allo stesso tempo, Baffi era preoccupato che l'eventuale fallimento del progetto di un'area valutaria avrebbe pregiudicato l'avvio in futuro di una comune politica di cambio europea: "Dopo il crollo del sistema di Bretton Woods e la riduzione del Serpente ad un'area del marco, un nuovo fallimento in questo campo pregiudicherebbe per molto tempo l'utilizzo di tal strumento" (ivi).

Nonostante le sue perplessità, quando il Governo Andreotti decise che l'Italia avrebbe aderito al Sistema Monetario Europeo, Baffi partecipò con alacrità ai negoziati per la costruzione di quest'area valutaria e riuscì a convincere i due principali artefici del nuovo sistema europeo, Schmidt e Giscard D'Estaing, a concedere all'Italia la banda di oscillazione "larga" al 6%, un più ampio margine di fluttuazione invece del normale 2,25%. L'adesione allo SME aiutò l'Italia a disinflazionare la propria economia. Solo negli anni Ottanta la situazione cambiò e la Banca riuscì a impostare un cambiamento di rotta a partire dal funzionamento dei meccanismi operativi della politica monetaria, una serie di misure il cui scopo era "rafforzare l'autonomia decisionale e quindi il potere della Banca rispetto al Tesoro" (Addis, 1987). Anche se questa fase esula dal nostro lavoro, vale la pena citare una scelta che esemplificò la svolta su cui fu poi sviluppata la politica monetaria successiva: il "Divorzio", ossia l'accordo tra Tesoro e Banca d'Italia che permetteva a quest'ultima di non comprare tutti i titoli pubblici offerti in

asta, rendendo il loro rendimento più dipendente dalle condizioni di mercato. È interessante osservare due punti di questo episodio. Il primo è che questa svolta, pur così importante, non venne inserita in una legge ma in un semplice accordo epistolare tra le istituzioni coinvolte, a conferma che nella politica monetaria l'efficacia delle "regole" dipende dall'operare concreto delle istituzioni. Il secondo è che, contrariamente a molte letture "sovraniste" (Galli, 2018), il "Divorzio" non eliminò l'intervento della banca centrale nelle aste del debito pubblico. Come osservò Draghi: "alle aste dei Bot il Tesoro continuerà a fissare un tetto massimo ai rendimenti fino al 1988-89; fino al 1994 la Banca d'Italia continuerà a intervenire discrezionalmente in asta e fino a quell'anno rimarrà anche in essere il finanziamento automatico del Tesoro tramite il conto corrente presso la Banca" (Draghi, 2011, p. 5). Che cosa dunque cambiò davvero? Il "Divorzio" fu un segnale per i mercati e le parti sociali che lo scenario andava mutando e avrebbero dovuto tenerne conto nelle proprie scelte, quello che oggi si definirebbe un nuovo ancoraggio delle aspettative basato su un diverso assetto istituzionale della politica economica, anche se le condizioni della finanza pubblica continuarono a peggiorare.

4. Considerazioni conclusive

La Banca d'Italia ha operato negli anni Sessanta e Settanta perché si mantenessero e sviluppassero le condizioni per una forte e prolungata crescita economica, ritenendo l'elevata profittabilità degli investimenti la componente fondamentale di questo obiettivo. Dopo la prima crisi petrolifera, questo obiettivo è sostanzialmente coinciso con la lotta all'inflazione considerata soprattutto nel confronto internazionale. In questo senso, la crescita dei prezzi è stata considerata un problema quando peggiorava le ragioni competitive delle imprese italiane. Per questo, ciò che viene minimizzato idealmente nella funzione obiettivo della Banca è la distanza dall'inflazione internazionale (e in particolare tedesca): "l'obiettivo dichiarato della Banca consiste nel mantenere allineati i prezzi italiani ai prezzi internazionali, ossia deve essere valutato in termini relativi rispetto all'inflazione" (Rey e Peluffo, 1995, p. 19); ossia, come si trova spesso nelle analisi della Banca in quegli anni, un aumento dei costi di produzione non superiori a quello dell'estero. Questa scelta era considerata inevitabile, considerato il modello italiano di sviluppo, *export-led* e fortemente influenzato dai prezzi delle *commodities* internazionali. L'attenzione della Banca d'Italia ai differenziali d'inflazione è stata cruciale anche dopo il primo shock petrolifero, durante il governatorato Baffi. Questi era convinto che nel contesto di salari altamente indicizzati, la svalutazione del cambio non producesse aumenti di competitività, ma un'accelerazione dell'inflazione, opinione che la Banca ha mantenuto anche in seguito.⁵

La Banca d'Italia, durante i governatorati qui considerati, doveva dunque bilanciare l'esigenza di non deprimere gli investimenti produttivi con tassi troppo elevati ed evitare fughe di capitali con tassi troppo contenuti. Non potendo, come noto, perseguire due obiettivi con un solo strumento, per il secondo obiettivo la Banca si serviva soprattutto di provvedimenti di carattere amministrativo che riducevano fortemente le possibili strategie del sistema finanziario (Strangio, 2017).

Con il governatorato di Baffi presero avvio innovazioni volte a creare un mercato monetario ampio e spesso. Tale obiettivo fu completato nella prima parte degli anni Ottanta e

⁵ "La Banca d'Italia esclude la svalutazione come mezzo di recupero sistematico dei livelli di competitività, almeno finché continui a operare un meccanismo di indicizzazione salariale che amplifica gli effetti dell'inflazione di origine esterna" (Angeloni e Gaiotti, 1990).

consentì, come prima osservato, di spostare la gestione della politica monetaria da strumenti diretti, quali il massimale sugli impieghi e il vincolo di portafoglio, prima prevalenti, a strumenti indiretti, in primis il tasso di interesse sulle operazioni di mercato aperto. I cambiamenti nella gestione della politica monetaria richiedevano anche strumenti di analisi più sofisticati. Di qui anche lo sforzo per dotare la Banca di strumenti di analisi adeguati alle esigenze di un'economia moderna. In questo senso la nascita del modello econometrico della Banca, che vide tra i protagonisti alcuni dei nomi più noti del panorama della teoria economica dell'epoca, si pensi, per tutti, ad Ando e Modigliani, aveva proprio lo scopo di poter argomentare al meglio le posizioni dell'Istituto. Non c'era l'illusione che bastassero dei freddi numeri a convincere l'opinione pubblica, o i sindacati, o i partiti, di una certa posizione in tema di inflazione o spesa pubblica, ma c'era l'auspicio che il modello potesse servire a porre la discussione sui binari di un confronto oggettivo e produttivo. Era anche compreso che, lontano dai modelli ottimizzanti della teoria economica, le scelte di policy incidono sulla vita delle persone in modo spesso doloroso. Come osservò Carli: "la politica monetaria è uno strumento rozzo e chi lo brandisce non deve farsi prendere dal batticuore per lo sbraitare di chi ne subisce le ferite. Se non ha questa forza, è meglio che lo deponga" (Carli, 1995, p. 144).

L'azione dei governatori della Banca d'Italia che abbiamo qui considerato, nelle differenti contingenze economiche e valutarie, ha mirato a impedire che un deprezzamento incontrollato della lira, o una forte inflazione interna, allontanassero troppo le aziende italiane dai loro competitor. Tale obiettivo derivava dalla convinzione che l'Italia non dovesse separare i propri destini da quelli degli altri principali paesi europei, convinzione che, nelle mutate circostanze di questi anni, è tuttora fortemente radicata (Visco, 2022).

Riferimenti bibliografici

- Addis E. (1987), "Banca d'Italia e politica monetaria: la riallocazione del potere fra Stato, Mercato e Banca centrale", *Stato e Mercato*, 19 (1), pp. 73-95.
- Angeloni I. e Gaiotti E. (1990), *Note sulla politica monetaria italiana negli anni ottanta*, Roma: Banca d'Italia.
- Artoni R. (2020), "La storia è una severa maestra", *Uguaglianza & Libertà* – Rivista di critica sociale on line, 30 settembre.
- Baffi P. (1965), *Studi sulla moneta*, Milano: Giuffrè Editore.
- Baffi P. (1983), *Il sistema monetario europeo e la partecipazione dell'Italia*, in P. Ciocca (a cura di), *La moneta e l'economia. Il ruolo delle banche centrali* (pp. 261-274), Bologna: Il Mulino.
- Baffigi A. (2011), *Italian National Accounts, 1861-2011*, Quaderni di Storia Economica n. 18, Roma: Banca d'Italia.
- Banca d'Italia (1947), *Considerazioni finali sul 1946*, 31 marzo, Roma: Banca d'Italia.
- Banca d'Italia (1961), *Considerazioni finali sul 1960*, 31 maggio, Roma: Banca d'Italia.
- Banca d'Italia (1974), *Considerazioni finali sul 1973*, 31 maggio, Roma: Banca d'Italia.
- Banca d'Italia (1976), *Considerazioni finali sul 1975*, 31 maggio, Roma: Banca d'Italia.
- Banca d'Italia (1978), *Considerazioni finali sul 1977*, 31 maggio, Roma: Banca d'Italia.
- Bauchet P. (1962), *La planification française*, Paris: Seuil.
- Cafiero, S. (1998), "Menichella meridionalista", in AA VV, *Stabilità e Sviluppo negli Anni Cinquanta*, vol. 2., *Problemi strutturali e politiche economiche*, Roma-Bari: Laterza.
- Carli G. (1977), *Intervista sul capitalismo italiano*, a cura di E. Scalfari, Roma-Bari: Laterza.
- Carli G. (1995), *Pensieri di un ex Governatore*, Pordenone: Edizioni Studio tesi.
- Ciocca P. (2003), *Il dottor Menichella e la crescita*, Roma, 4 dicembre, disponibile online all'indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2003/ciocca_04_12_03.pdf
- Ciocca P. (2019), "Introduzione", in G. B. Pittaluga e G.M. Rey (a cura di), *Paolo Baffi Governatore* (pp. 9-24), Soveria Mannelli (CZ): Rubbettino Università.
- Cotula F. e Spaventa L. (a cura di) (1993), *La politica monetaria tra le due guerre. 1919-1935*, Roma-Bari: Laterza.
- De Rosa L. (1997), *Lo sviluppo economico dell'Italia dal dopoguerra a oggi*, Roma-Bari: Laterza.

- Draghi M. (2007), *La politica monetaria del Governatore Baffi*, intervento al Centro di economia monetaria e finanziaria “Paolo Baffi” dell’Università Luigi Bocconi, Milano, 15 marzo, disponibile online all’indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2007/draghi_15_03_07.pdf.
- Draghi M. (2009), *Guido Carli innovatore*, intervento alla presentazione della collana “Scritti e discorsi di Guido Carli”, Accademia Nazionale dei Lincei, Roma, 16 gennaio, disponibile online all’indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2009/draghi_160109.pdf.
- Draghi M. (2011), *L'autonomia della politica monetaria. Una riflessione a trent'anni dalla lettera del Ministro Andreatta al Governatore Ciampi che avviò il "divorzio" tra il Ministero del Tesoro e la Banca d'Italia*, Roma, 15 febbraio, disponibile online all’indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2011/AREL_150211.pdf
- Esposito L. e Mastromatteo G. (2021), *La vigilanza bancaria Storia, teorie, prospettive*, Roma: Carocci editore.
- Fazio A. (1979), “La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978”, *Moneta e Credito*, 32 (127), pp. 269-319.
- Fazio A. (2003), *Guido Carli Governatore della Banca d'Italia*, intervento alla Commemorazione di Guido Carli nel decennale della scomparsa, LUISS Libera Università Internazionale degli Studi Sociali e Associazione Guido Carli, Roma, 23 aprile, disponibile online all’indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2003/fazio_23_04_03.pdf
- Frazianni M. e Spinelli F. (1991). *Storia monetaria d'Italia*, Milano: Mondadori.
- Fusco A. M. (1997), “Gli studi di economia in Italia: momenti di riflessione teorica (1946-1996)”, in Arcelli M. (a cura di), *Economia italiana. Storia, economia e società in Italia 1947-1997* (pp. 169-182), Roma: Banca di Roma.
- Galli G. (2018), *Il divorzio fra Banca d'Italia e Tesoro: teorie sovraniste e realtà*, Osservatorio CPI, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 25 novembre, disponibile online all’indirizzo: https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-Divorzio_BancaItalia_Tesoro_GG_OssCPI.pdf
- Gigliobianco A. (2019), “Guido Carli: finanziare gli investimenti”, in G. Carli, *Mercato, Europa e libertà: Gli interventi alle Assemblee dell'ABI e alle Giornate del risparmio*, Bari-Roma: Laterza.
- Graziani, A. (1979), *L'economia italiana dal 1945 ad oggi*, Il Mulino, Bologna.
- La Malfa G e Modigliani F. (1966) “Su alcuni aspetti della congiuntura e della politica monetaria italiana nell’ultimo quinquennio”, *Moneta e Credito*, 19 (75), pp. 211-257.
- Lunghini G., a cura di, (1981), *Scelte politiche e teorie economiche in Italia*, Torino: Einaudi.
- Marzano A. (1997), “Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta”, in Arcelli M. (a cura di), *Economia italiana. Storia, economia e società in Italia 1947-1997* (pp. 169-182), Roma: Banca di Roma.
- Modigliani F. (2008), *Franco Modigliani. L'impegno civile di un economista. Scritti editi e inediti sull'economia e la società italiana*, Siena: Fondazione Monte dei Paschi di Siena.
- Myers S.C. e Majluf N.S. (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13 (2), pp. 187-221.
- Menichella D. (1983), “Il concorso delle banche nella realizzazione dell’equilibrio monetario e della stabilità economica. Le esperienze italiane”, in P. Ciocca (a cura di), *La moneta e l'economia. Il ruolo delle banche centrali* (pp. 101-122), Bologna: Il Mulino.
- Menichella D. (1986), *Scritti e discorsi scelti (1933-1966)*, Roma: Banca d'Italia.
- Nardozzi G. (1981), “Accumulazione di capitale e politica monetaria: il punto di vista della Banca d'Italia”, in Lunghini G. (a cura di), *Scelte politiche e teorie economiche in Italia* (pp. 109-124), Torino: Einaudi.
- Peluffo P. e Carli F. (a cura di) (2000), *Guido Carli. Scritti scelti*, Roma-Bari: Laterza.
- Pittaluga G.B. (2019), “La politica monetaria di Baffi governatore”, in G.B. Pittaluga e G.M. Rey (a cura di), *Paolo Baffi governatore* (pp. 89-130), Soveria Mannelli (CZ): Rubbettino.
- Pittaluga G.B. e Cama G. (2004), *Banche centrali e democrazia*, Milano: Hoepli.
- Pittaluga G.B. e Rey G.M. (a cura di) (2019), *Paolo Baffi governatore*, Soveria Mannelli (CZ): Rubbettino.
- Pittaluga G.B. e Seghezza E. (2012), *La Grande Inflazione in Italia*. Genova: ECIG.
- Rey G.M. e Peluffo P. (1995), *Dialogo tra un professore e la Banca d'Italia*, Firenze: Vallecchi.
- Rossi S. (1998), *La politica economica italiana 1968-1998*, Roma-Bari: Laterza.
- Seghezza E. (2019), “L’inflazione italiana: le cause e i suoi rimedi”, in G.B. Pittaluga e G.M. Rey (a cura di), *Paolo Baffi governatore* (pp. 41-72), Soveria Mannelli (CZ): Rubbettino.
- Strangio D. (2017), “Le politiche monetarie in Italia dalla ‘Golden Age’ alle ‘oil crises’ nelle *Relazioni* della Banca d'Italia”, *Moneta e Credito*, 70 (277), pp. 21-58.
- Sylos Labini P. (1974), *Sindacati, inflazione e produttività*, Roma-Bari: Laterza.
- Tomlinson J. (1997). *Democratic Socialism and Economic Policy: The Attlee Years, 1945–1951*, New York: Cambridge University Press.
- Visco I. (2019). *Intervento*, Presentazione del volume di Guido Carli “Mercato, Europa e libertà”, ABI, Istituto Luigi Einaudi, Roma, 18 gennaio, disponibile online all’indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2019/Visco-ABI-volume-Carli-18012019.pdf>
- Visco I. (2022). *Intervento: Inflazione e politica monetaria*, Prima “Lezione Ugo La Malfa”, Camera dei deputati, Roma, 16 novembre, disponibile online all’indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2022/Visco_inflazione_e_politica_monetaria_16_novembre_2022.pdf