BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Quaderni di Storia Economica

(Economic History Working Papers)

L'Italia e la crisi della *golden age*. La politica monetaria italiana dalla metà degli anni Sessanta alla vigilia dello SME (1965-1978)

di Cosma Onorio Gelsomino

luglio 2025

numero 55

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Quaderni di Storia Economica

(Economic History Working Papers)

L'Italia e la crisi della *golden age*. La politica monetaria italiana dalla metà degli anni Sessanta alla vigilia dello SME (1965-1978)

di Cosma Onorio Gelsomino

Numero 55 – luglio 2025

La serie Quaderni di Storia Economica *intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di studi storici sui temi della crescita, della finanza, della moneta, delle istituzioni, prodotti da studiosi interni o esterni alla Banca d'Italia, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti. Essa sostituisce i precedenti Quaderni dell'Ufficio Ricerche storiche. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto.*

Comitato editoriale: Federico Barbiellini Amidei (*Coordinatore*), Andrea Brandolini, Paolo Sestito, Roberto Torrini, Alberto Baffigi, Matteo Gomellini, Mara Squicciarini, Stefano Ugolini

Segreteria editoriale: Eleonora Costantino

ISSN 2281-6097 (online)

Grafica a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

L'Italia e la crisi della *golden age.* La politica monetaria italiana dalla metà degli anni Sessanta alla vigilia dello SME (1965-1978)

Cosma Onorio Gelsomino*

Sintesi

Il lavoro esamina le vicende monetarie italiane tra la metà degli anni Sessanta e la fine dei Settanta, inquadrandole nella crisi dell'«età dell'oro» dello sviluppo economico occidentale e considerando le specificità che resero l'esperienza italiana in parte diversa da quella di altri paesi. Il saggio documenta l'ampiezza degli interventi con cui la Banca d'Italia attuò la politica di stabilizzazione dei tassi d'interesse a lungo termine nella seconda metà degli anni Sessanta e nei primi Settanta; mostra che l'orientamento accomodante seguito nel periodo precedente alla crisi petrolifera, e in alcuni momenti della fase successiva, derivò non solo dalle difficoltà di finanziamento del fabbisogno pubblico, ma anche da una precisa scelta di politica monetaria; esamina il parziale riequilibrio macroeconomico della parte finale del decennio. Un tema di fondo, infine, è costituito dalle vicissitudini del mercato obbligazionario, che interagirono con la politica monetaria e contribuirono ai problemi di stabilità finanziaria emersi intorno alla metà degli anni Settanta.

Abstract

This paper examines Italian monetary events between the mid-1960s and the late 1970s in the context of the crisis of the 'golden age' of Western economic development, also considering the factors that made the Italian experience somewhat different from that of other countries. The essay documents the pervasiveness of the interventions through which Banca d'Italia carried out the policy of stabilizing long-term interest rates in the second half of the 1960s and in the early 1970s. It goes on to show that monetary accommodation in the period preceding the oil crisis of 1973, as well as in certain moments of the subsequent phase, was due not only to the increasing borrowing needs of the State, but also to a precise monetary policy choice; lastly, it examines the partial macroeconomic re-balancing of the late 1970s. The vicissitudes of the bond market – which interacted with monetary policy and contributed to the financial stability problems that emerged towards the mid-1970s – are an important thread of this analysis.

Classificazione JEL: N14, N24, E52, E58
Parole chiave: storia monetaria; inflazione anni Settanta; crisi valutarie; politica monetaria

* Studioso indipendente. Email: cosmaonorio.gelsomino@gmail.com.

Indice

1. Introduzione....5
2. Il declino dell'età dell'oro: uno sguardo d'insieme....7
2.1 La politics of productivity e l'ordine economico internazionale negli anni Cinquanta . 7
2.2 Il regime macroeconomico della golden age....10
2.3 L'evoluzione negli anni Sessanta....11
2.4 Declino e crisi della golden age....13
2.5 La crisi dell'ordine economico internazionale....14
3. La seconda metà degli anni Sessanta (1965-1968)....16
3.1 La fine del miracolo economico....16
3.2 Una ripresa rapida ma non priva di problemi....18
3.3 La stabilizzazione dei tassi d'interesse a lungo termine....20
3.4 La politica valutaria....25
4. L'autunno caldo, l'inizio della grande inflazione e il rallentamento della crescita: 1969-1972....27
4.1 I mutamenti nel quadro internazionale e la fine del sistema di Bretton Woods....27
4.2 Lo scontro sociale e l'aumento dell'instabilità politica in Italia....30
4.3 La crisi valutaria del 1969 e l'indebolimento della lira....32
4.4 La spinta salariale e "gli effetti deflazionistici dell'inflazione da costi" (1970-1971). 35
4.5 L'effimera adesione al serpente europeo e l'inizio di una nuova crisi della lira....38
5. Il quadriennio terribile: 1973-1976....42
5.1 L'avvio della grande divergenza: la politica monetaria italiana nel 1973....43
5.2 L'esplosione dei prezzi del petrolio e i tentativi di evitare una crisi internazionale....46
5.3 La crisi petrolifera in Italia e la restrizione del 1974....49
5.4 La virata verso l'espansione....55
5.5 L'anno più difficile: la crisi valutaria del 1976 e la ripresa dell'inflazione....59
6. Alcuni cambiamenti strutturali....65
6.1 La finanza pubblica....65
6.2 L'evoluzione dei mercati finanziari....67
7. Una stabilizzazione limitata ma importante: 1977-1979....72
7.1 La nuova crisi del dollaro, gli squilibri internazionali e l'avvio dello SME....72
7.2 Il parziale riequilibrio dell'economia italiana....76
8. Conclusioni....81
Bibliografia....84
Figure e tabelle....91
Appendice....108

1. Introduzione[1]

Il periodo di straordinario sviluppo e di stabilità compreso tra la fine della guerra di Corea e i primi anni Settanta è stato chiamato in vari modi: gli studiosi francesi, allargandone un po' i confini temporali, parlano di *trente glorieuses*; nel mondo anglosassone e in Italia è spesso adoperata l'espressione *golden age, età dell'oro*.

La sua crisi colse di sorpresa la maggior parte dei contemporanei. Nel 1972, un rapporto delle Nazioni Unite sulle economie dei paesi dell'Europa occidentale sosteneva che lo sviluppo sarebbe continuato a ritmi simili a quelli degli anni Sessanta; della stessa opinione era anche l'OECD, l'organismo che riuniva la maggior parte dei paesi occidentali sviluppati[2]. Pure in Italia, del resto, non erano mancate le note di ottimismo[3]: le preoccupazioni riguardavano soprattutto il futuro del sistema monetario internazionale, di cui da tempo si discuteva la riforma.

La crisi dell'*età dell'oro* investì tutto il mondo sviluppato, ma colpì l'Italia con particolare durezza, specialmente sul terreno della stabilità monetaria. Fino agli ultimi anni Sessanta l'Italia aveva fatto parte del gruppo dei paesi più stabili; la temporanea accelerazione dell'inflazione verso la fine del "miracolo economico" e le difficoltà della bilancia dei pagamenti nel 1963-64 non avevano sostanzialmente cambiato questa posizione, dato che problemi analoghi si erano verificati anche in altri paesi (Germania inclusa), che talvolta avevano avuto maggiori difficoltà nel superarli[4]; tanto che una delle preoccupazioni dei decisori politici italiani nella seconda metà degli anni Sessanta fu come evitare la rivalutazione della lira, per la quale, come vedremo, non mancavano pressioni in sede internazionale. La situazione, com'è noto, cambiò radicalmente negli anni Settanta, quando l'inflazione italiana divenne una delle più elevate nei paesi industrializzati e la lira una delle valute più deboli.

Esaminare come avvenne questo subitaneo e imprevisto cambiamento, valutando il ruolo giocato dalla politica monetaria, è il principale obiettivo dello studio. A questo scopo, si è innanzitutto cercato di inquadrare sistematicamente le vicende italiane in quelle

[1] Ringrazio Antonio Fazio, Franco Cotula, Pier Francesco Asso, Marcello Messori, Federico Barbiellini Amidei, Matteo Gomellini e i loro colleghi della Divisione Storia economica della Banca d'Italia per le osservazioni e i commenti a una versione preliminare del lavoro. Ringrazio anche un anonimo *referee* per critiche e suggerimenti. La responsabilità del lavoro resta ovviamente mia.

[2] "There is no special reason to doubt that the underlying trends of growth in the early and middle 1970s will continue as in the 1960s…. The growth objectives and the capacity of governments to achieve them, have not altered significantly and no special influence can now be foreseen which would at all drastically change the external environment of the European economies", citato in Glyn et al. 1988. Lo stesso vale per le previsioni di crescita a medio termine riguardanti i paesi OECD: nei primi anni Settanta furono alzate al 5,1% annuo, dal 4,1% e 4,6% rispettivamente dell'inizio e della metà degli anni Sessanta (ibidem).

[3] Ad esempio, nelle *Considerazioni finali* (d'ora in poi CF) sul 1967, lette nel maggio del 1968, Carli giudicava nel complesso soddisfacenti le prospettive dell'economia italiana, sia sul piano interno che su quello esterno (pag. 37).

[4] Nella replica ai commenti di Baffi alla relazione presentata al congresso dell'Associazione economica internazionale del settembre 1968, Tibor Scitovsky affermò che "l'esperienza italiana di qualche anno fa in materia di eliminazione di un disavanzo della bilancia dei pagamenti costituisce un primato mondiale per il modo celere e apparentemente poco gravoso con cui il problema è stato affrontato e risolto.[…] Il dr. Baffi sembra pensare che il ripristino dell'equilibrio sia più agevole e meno penoso di quanto in effetti è risultato essere in altri paesi" (riportato in Baffi 1973, pag. 56).

internazionali: la crisi italiana, con tutte le sue specificità, fu parte della più generale crisi del modello di sviluppo economico e sociale prevalso nel mondo industrializzato nel ventennio precedente, e può essere capita solo sullo sfondo di questa. Ovviamente, ciò non significa trascurare le peculiarità italiane; in particolare, si è cercato di tener conto dei fattori sociali e politici, oltre che economici, che resero la risposta italiana ai processi di cambiamento comuni - il rallentamento della produttività, le esplosioni salariali, l'impennata dei costi energetici, la fine del sistema di Bretton Woods - in parte diversa da quella data in altri paesi industrializzati.

Per la politica monetaria, si è mirato a ricostruire analiticamente gli obiettivi perseguiti e gli strumenti adoperati nelle varie fasi che essa attraversò nel corso del quindicennio. In particolare, il lavoro documenta l'ampiezza e la portata degli interventi con cui la Banca d'Italia (BI) attuò la politica di stabilizzazione dei tassi d'interesse a lungo termine nella seconda metà degli anni Sessanta e nei primi Settanta, e ne considera gli effetti sul mercato finanziario; mostra inoltre che l'orientamento accomodante seguito nel periodo precedente alla crisi petrolifera, e in alcuni momenti della fase successiva, derivò non solo dalle difficoltà di finanziamento del fabbisogno pubblico, ma anche da una precisa scelta di politica monetaria[5]. Sotto questo profilo, gli anni tra il 1971 e il 1973 furono fondamentali: fu soprattutto allora che si posero le basi della divergenza italiana, che si manifestò in forme drammatiche nel quadriennio successivo. In modo in un certo senso speculare, le riforme del 1975-76 (mercato primario e secondario dei BOT, operazioni di mercato aperto), realizzate nel momento più difficile del decennio, permisero - insieme con la maggiore stabilità politica del periodo della solidarietà nazionale - il relativo riequilibrio del biennio seguente.

Un tema di fondo, infine, è costituito dalle vicende del mercato obbligazionario, che interagirono con la politica monetaria in un viluppo di condizionamenti reciproci e contribuirono ai problemi di stabilità finanziaria emersi intorno alla metà degli anni Settanta.

Il lavoro è organizzato nel modo seguente. Un paragrafo è dedicato a una panoramica del periodo, riguardante i tratti generali della *golden age* e del suo declino. Seguono cinque paragrafi in cui si esaminano, con riferimento all'Italia, i principali eventi dei sottoperiodi in cui può essere suddiviso il quindicennio. Chiude un paragrafo conclusivo, a cui segue un'appendice in cui si esaminano più in dettaglio gli eventi che portarono alla crisi del sistema di Bretton Woods.

Nel periodo considerato in questo studio, i rapporti tra Banca d'Italia e autorità politica furono intensi e complessi. A determinare la politica monetaria concorrevano la Banca - a cui spettava un fondamentale ruolo di elaborazione e di proposta, oltre che di esecuzione - e il governo, a cui competeva la decisione finale sull'uso dei principali strumenti (tassi ufficiali, riserva obbligatoria, controlli amministrativi) e sulla politica valutaria. Inoltre, era elevato il coinvolgimento della Banca nell'elaborazione di tutta la politica economica del paese: secondo la testimonianza di Carli, a partire dal 1963 - cioè dall'avvento del centro-sinistra - il governatore partecipava regolarmente alle "riunioni di ministri in cui si discutevano e si mettevano a punto le decisioni che poi il Consiglio dei ministri avrebbe approvato". Come afferma lo stesso Carli, questo coinvolgimento talvolta privava la Banca "dell'autonomia

[5] Questo risultato contrasta con quanto sostenuto da Franco Spinelli e Michele Fratianni (1994), che fanno della subordinazione della politica monetaria a quella fiscale la chiave di lettura esclusiva della storia monetaria italiana negli anni Settanta. Su questo argomento si veda Gaiotti e Secchi 2012.

necessaria e della libertà d'azione specifica nel campo della politica monetaria" (1977, pag. 37)[6].

Ciò non significa che non vi fossero divergenze e conflitti, di cui non mancano gli indizi[7]. Tuttavia, poiché l'ottica del lavoro non è quella di una storia della Banca d'Italia, ma della politica monetaria italiana, non ho neanche cercato di distinguere tra il contributo della Banca e quello del governo, né ho fatto oggetto di particolare approfondimento gli indizi da cui risultano contrasti tra le due istituzioni.

2. Il declino dell'età dell'oro: uno sguardo d'insieme

2.1 La *politics of productivity* e l'ordine economico internazionale negli anni Cinquanta

Una delle chiavi di lettura più persuasive della fase di grande sviluppo e di stabilità che si ebbe nei paesi dell'Occidente industrializzato (Giappone compreso) dopo la ricostruzione postbellica continua ad essere quella fornita da Charles Maier. Il suo concetto fondamentale è quello della *politics of productivity*, a cui secondo Maier fu ispirato l'ordine economico internazionale promosso dagli Stati Uniti dopo la fine della guerra. La *politics of productivity* era basata sull'idea che il conflitto distributivo tra le classi sociali poteva essere superato attraverso una politica capace di promuovere uno sviluppo sostenuto e tendenzialmente perpetuo, che permettesse di migliorare la condizione economica e sociale di tutti gli strati della popolazione. Questa politica si iscriveva in un quadro più ampio, riguardante la rilegittimazione dell'ordine economico e sociale capitalistico, gravemente scosso dalle due guerre mondiali e dalla depressione degli anni Trenta[8].

La *politics of productivity* richiedeva un ammontare elevato di investimenti produttivi, finalizzati a una crescita accelerata della produttività, e la partecipazione di tutte le classi sociali ai benefici dello sviluppo economico. Su questa base poggiò il compromesso sociale che permise l'elevato sviluppo dell'*età dell'oro*: da una parte, moderazione salariale - nel senso che preciseremo meglio dopo - e accettazione del sistema economico basato sull'impresa privata; dall'altra, maggiore protezione sociale e crescita economica e occupazionale ottenuta attraverso un ampio volume di investimenti, che sosteneva la domanda e favoriva l'aumento della produttività[9].

---

[6] Era rilevante anche il coinvolgimento della Banca d'Italia nelle vicende del mondo societario: il governatore fu ad esempio incaricato dal sindacato di controllo della Montedison di fungere da arbitro in caso di disaccordo tra azionisti pubblici e privati nella nomina del presidente della società; evenienza che si verificò nel 1971, quando, su richiesta del sindacato, Carli designò Eugenio Cefis, che divenne pertanto presidente della Montedison (ivi, pag. 97).

[7] Qualche squarcio sulla dialettica interna al governo e su quella, ovviamente molto meno palese, tra il governatore e qualche ministro (tra Carli e Giolitti, tra Baffi e Colombo) si ricava dai documenti citati nel paragrafo 5, relativo alla parte centrale degli anni Settanta. Si veda anche il paragrafo 4.3 sulla sospensione della politica di stabilizzazione dei tassi d'interesse - che si accompagnò a un aumento dei tassi ufficiali, fermi da molti anni - decisa nel 1969.

[8] Cfr. Maier 1977, pp. 607-33, e 1981.

[9] Sul ruolo degli investimenti, in capitale sia fisico che umano, nello sviluppo dell'Europa occidentale durante l'età dell'oro si veda anche Crafts 1994; Crafts sottolinea l'importanza delle modifiche istituzionali che accrebbero la "capacità sociale" di sviluppo, favorendo la riduzione del divariò con gli Stati Uniti. Si veda anche, in particolare sulle istituzioni che facilitarono lo "scambio" tra alti investimenti e moderazione salariale, Eichengreen e Vasquez 2000.

Questo modello - che poi era quello affermatosi negli Stati Uniti nel periodo del *New Deal* - venne attivamente promosso dagli americani sul piano internazionale e formò la base dell'egemonia consensuale che essi esercitarono soprattutto negli anni Cinquanta. L'avvento della guerra fredda lo consolidò, accrescendo il grado di disciplina sociale all'interno dei singoli paesi e facendo del rafforzamento economico dell'Europa occidentale un obiettivo strategico della politica americana, che trascendeva gli aspetti meramente economici[10].

Un'analisi simile a quella di Maier, anche se più orientata alla dimensione internazionale, è presente nei lavori di J.G. Ruggie, che ha coniato l'espressione *embedded liberalism*[11]: un ordine economico che mirava a promuovere la ripresa del commercio internazionale e a riaffermare il sistema di mercato, ma con vincoli e limiti che consentissero agli Stati di rispondere alla domanda di protezione sociale e di miglioramento economico delle loro popolazioni.

Un aspetto importante di questo ordine economico riguardò la distribuzione del reddito: l'ampliamento dello stato sociale, la lotta alla disoccupazione, l'aumento dei salari fecero sì che, a differenza di altre fasi di forte crescita economica, quella dell'età dell'oro non si accompagnò a un aumento della disuguaglianza, che tese anzi a diminuire. In molti paesi europei, la competizione politica con il movimento comunista fu un ulteriore stimolo allo sviluppo economico e alla costruzione dello stato sociale, che erano anche mezzi con cui i governi cercavano di ampliare il blocco sociale che li sosteneva[12].

Queste caratteristiche di fondo erano largamente indipendenti dal colore politico dei governi. Sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito, partiti di orientamento conservatore, tornati al potere nei primi anni Cinquanta, continuarono le politiche di spesa sociale e di lotta alla disoccupazione ereditate dai governi precedenti[13]. In molti paesi dell'Europa continentale furono soprattutto partiti di ispirazione centrista - spesso con forti legami con parte delle organizzazioni sindacali - a promuovere l'ampliamento dello stato sociale.

Un corollario dell'*embedded liberalism* era l'inaccettabilità di politiche in grado di provocare una recessione[14]. Era opinione comune, in particolare, che anche la politica

---

10 Cfr. Maier 2011, pp. 44-66.

11 L'espressione riprende Karl Polanyi, che, in *The Great Transformation*, aveva distinto tra "embedded" e "disembedded economic orders". Cfr. Ruggie 1982, pp. 379-415.

12 L'importanza del comunismo nello spronare i gruppi dirigenti occidentali a realizzare riforme dirette a stabilizzare l'economia, aumentare i salari ed espandere lo stato sociale è una delle tesi centrali del libro di Krishnan Nayar, *Liberal Capitalist Democracy* (Nayar 2023).

13 Ciò avvenne indipendentemente dai convincimenti politici dei capi di questi governi, che dovettero piegarsi alla forza delle tendenze economiche e sociali del tempo. Nayar cita una lettera di Eisenhower - all'epoca presidente degli Stati Uniti - al fratello Edgar, scritta nel 1954: "…this country is following a dangerous trend when it permits too great a degree of centralization of government functions. I oppose this… But… it is quite clear that the Federal Government cannot…escape responsibilities which the mass of the people firmly believe should be undertaken by it… Should any political party attempt to abolish social security, unemployment insurance, and eliminate labor laws and farm programs, you would not hear of that party again in our political history. There is a tiny splinter group, of course, that believes you can do these things…they are stupid. To say, therefore, that in some instances the policies of this Administration have not been radically changed from those of the last is perfectly true" (Nayar 2023, pag 273). Lo stesso può dirsi per la politica del governo conservatore britannico, succeduto ai laburisti nel 1951 e guidato da Churchill.

14 "There was also not much scope for increasing interest rates and applying restrictive fiscal measures to rein in payments deficits. The postwar social contract, in which workers moderated their wage demands as long as

monetaria dovesse avere come obiettivo fondamentale lo sviluppo, a cui dovevano essere *ordinate*, come diceva Baffi, tutte le altre finalità, compresa quella della stabilità dei prezzi[15]. Pure in un paese come la Germania, che del contenimento dell'inflazione fece uno dei cardini del suo regime economico, la tolleranza verso la disoccupazione era limitata.

La scarsa praticabilità di politiche recessive confliggeva con i principi su cui, negli anni Quaranta, era stato edificato il sistema di Bretton Woods. Nel corso delle trattative che portarono agli accordi, infatti, gli Stati Uniti avevano rifiutato le proposte dirette a ripartire in modo equilibrato gli oneri di aggiustamento degli squilibri tra paesi in avanzo (nella prospettiva di allora, gli stessi Stati Uniti) e in disavanzo; i costi dell'aggiustamento furono addossati a questi ultimi[16], a cui il Fondo monetario internazionale, braccio operativo del sistema, avrebbe potuto chiedere di adottare misure restrittive anche severe, come condizione per ottenere la sua assistenza finanziaria.

L'avvio della guerra fredda e il lancio del piano Marshall, a cavallo tra gli anni Quaranta e Cinquanta, fecero accantonare temporaneamente il dilemma, almeno per i paesi europei: un effetto collaterale del piano fu infatti di tenere i paesi beneficiari al di fuori del raggio di azione del Fondo, che per tutto il decennio riguardò pressoché esclusivamente i paesi in via di sviluppo[17]. Restava il problema del meccanismo di aggiustamento degli squilibri internazionali. Negli anni Cinquanta esso fu aggirato - più che risolto - con l'estensione del periodo transitorio previsto dagli accordi di Bretton Woods: ci si era infatti resi conto che i piani iniziali di rapido ritorno alla convertibilità delle valute europee non erano realistici, dato che le economie del vecchio continente avevano bisogno di un tempo maggiore per riprendersi e liberalizzare completamente gli scambi. Il mantenimento dell'inconvertibilità fin quasi alla fine del decennio consentì ai paesi che avevano bisogno di riequilibrare i loro conti con l'estero di introdurre restrizioni alle transazioni correnti[18]; esse furono, insieme con il controllo dei cambi, il principale meccanismo di aggiustamento degli squilibri durante la fase transitoria[19].

---

capitalists invested their profits, remained attractive only as long as the bargain delivered high growth" (Eichengreen 1996, pag. 123).

15 "Sono convinto che, nell'attuale clima di opinione, lo sviluppo è accettato dalle banche centrali come l'obiettivo supremo, e che le altre finalità di politica economica vengono in gran parte ordinate allo sviluppo. Mi riferisco in particolare alla stabilità dei prezzi, con eccezione forse per uno o due paesi in cui la sensibilità all'inflazione è più alta", in *L'inflazione nell'Europa occidentale e le monete di riserva*, conferenza tenuta a Londra nel febbraio 1968 e inclusa in Baffi 1973, pag. 33. Nelle CF sul 1964 Carli affermò di considerare primarie due responsabilità nel governo della moneta: "quella di mantenere l'equilibrio dei pagamenti con l'estero e l'altra di sollecitare la formazione del risparmio e di regolare il flusso del credito verso gli investimenti" (p. 12). La prima responsabilità era sottoposta al vincolo della stabilità del cambio, da cui derivava che "occorre rispettare, nello stabilire il volume del credito e il suo indirizzo, l'esigenza di una certa stabilità dei prezzi interni" (p. 13). Si trattava quindi essenzialmente di una stabilità relativa, commisurata all'andamento dei prezzi nei paesi con cui si intrattenevano rapporti commerciali. Questo aspetto è sottolineato anche da L. Conte (2008, pag. 670-671).

16 Ciò rimase vero malgrado l'inserimento nello statuto del Fondo della clausola della valuta scarsa, che non fu mai attivata.

17 I paesi beneficiari del piano Marshall si impegnavano a non richiedere l'assistenza finanziaria del FMI. Cfr. Ruggie 1982, pag. 407, e Eichengreen 1996, pag. 108. Fu in quegli anni e nei rapporti con i paesi in via di sviluppo che il Fondo elaborò il concetto di condizionalità e mise a punto gli strumenti per realizzarlo.

18 I vincoli ai movimenti di capitale erano invece una caratteristica permanente del sistema, per quanto la loro efficacia si riducesse col crescere dell'integrazione commerciale e finanziaria.

19 Eichengreen 1996, pag. 94-95.

Gli Stati Uniti, a cui si rivolgeva il grosso delle restrizioni, erano in una condizione abbastanza forte da accettarle[20]. Come abbiamo accennato, con la guerra fredda il rafforzamento e l'integrazione economica dell'Europa occidentale erano diventati per gli americani un obiettivo strategico, che poteva giustificare qualche sacrificio economico. Ciò contribuisce a spiegare l'evoluzione della loro politica tra gli anni Quaranta e i Cinquanta, con il passaggio a una linea meno rigida e più attenta alle esigenze di sviluppo delle economie europee[21].

Il funzionamento del regime di *embedded liberalism* richiedeva un alto grado di coesione esterna e interna. La prima fu assicurata, fino all'inizio degli anni Sessanta, dall'incontrastata egemonia americana, la seconda - oltre che dal clima di guerra fredda - dal consenso sociale sul compromesso di cui parla Maier e sulla *politics of productivity*. Entrambe si andarono erodendo nel corso degli anni Sessanta, rendendo più precarie le basi del regime economico della *golden age;* ma prima di affrontare questo argomento, esaminiamo brevemente le principali caratteristiche di tale regime.

2.2 Il regime macroeconomico della *golden age*

Senza alcuna pretesa di completezza, possiamo accennare ad alcuni aspetti fondamentali - particolarmente importanti per il nostro discorso - tratti soprattutto dall'analisi di Glyn, Hughes, Lipietz e Singh[22]. Questi caratterizzano il regime macroeconomico dell'*età dell'oro* in base a due principali elementi: la stabilità del tasso di profitto, sui livelli relativamente elevati raggiunti alla fine della ricostruzione postbellica[23], e un aumento dei consumi grosso modo in linea con quello dell'attività produttiva. L'aumento dei consumi, frutto dell'approssimativo parallelismo tra la crescita dei salari reali e quella della produttività, fu inizialmente imprevisto, ma venne rapidamente incorporato nelle aspettative. Si creò in tal modo un ambiente particolarmente propizio agli investimenti, con attese di profitti elevati e stabili e di mercati in espansione.

Il consistente flusso di investimenti, oltre a sostenere la domanda, aumentava il capitale per addetto e facilitava le innovazioni tecniche e organizzative, assicurando che lo sviluppo continuasse nel tempo[24]. La produttività, stimolata dal dinamismo dei salari, aumentava anche per la ricomposizione settoriale dell'economia, che a sua volta richiedeva molti investimenti:

---

20 Il governo americano acconsentì - per gli stessi motivi - anche alle pratiche discriminatorie dell'Unione europea dei pagamenti, varata nel 1950 e sciolta nel 1958. Essa introdusse la convertibilità tra le valute dei paesi aderenti, ma la escluse nei confronti del dollaro. Gli Stati Uniti non partecipavano all'Unione, cioè agli accordi di compensazione multilaterale e di regolamento, ma erano presenti nei suoi organi, avendo contribuito al suo capitale. I trattati sul commercio internazionale conclusi tra la fine degli anni Quaranta e l'inizio dei Cinquanta vietavano le pratiche discriminatorie, con l'eccezione non casuale delle unioni commerciali e doganali. Cfr. Eichengreen 1996, pag. 106-109.

21 Ovviamente contribuirono anche la migliore conoscenza della situazione europea e le lezioni tratte dagli errori compiuti, come il disastroso tentativo di ripristinare la convertibilità della sterlina nell'estate del 1947, fatto soprattutto su pressione americana.

22 1988, pag. 8 e seg. Si veda anche Baccaro e Pontusson 2018, pag. 16 e seg.

23 La stabilità del tasso di profitto derivava dal parallelismo della crescita della produttività da un lato con l'aumento del capitale per addetto, dall'altro con quello dei salari reali. Oltre agli studi citati nella nota precedente, si veda Bhaduri e Marglin 1990.

24 Sul nesso tra sviluppo e investimenti in attrezzature, e in particolare su quello tra questi ultimi e crescita della produttività, si veda De Long e Summers 1991.

ingenti masse di lavoratori si trasferirono dall'agricoltura all'industria e dalle campagne alle città. La tendenza espansiva sia degli investimenti che dei consumi fece sì che, soprattutto dopo gli anni Cinquanta, il tipico problema macroeconomico della *golden age* fosse il contenimento degli eccessi di domanda.

L'aumento dei consumi svolse un ruolo determinante, essendo impensabile che in sua mancanza la forza degli investimenti durasse a lungo. Fu quindi fondamentale che le istituzioni del mercato del lavoro assicurassero la partecipazione dei lavoratori alla distribuzione delle maggiori risorse generate dall'aumento della produttività. La moderazione salariale di cui parla Maier non significa pertanto salari stagnanti, ma salari in crescita grosso modo in linea con la produttività. E poiché questa, soprattutto in Europa e in Giappone, crebbe molto rapidamente, anche i salari reali aumentarono molto, migliorando il benessere economico di ampi strati della popolazione[25].

L'aumento dei salari avveniva tipicamente attraverso accordi conclusi dalle imprese più dinamiche, che concedevano ai loro lavoratori aumenti pari alla crescita dei prezzi più un supplemento correlato all'aumento della produttività[26]. Gli accordi successivamente si estendevano alle imprese più deboli (nei cui confronti erano anche uno strumento di pressione competitiva) e al resto dell'economia.

Questa modalità di determinazione dei salari imprimeva una certa deriva inflazionistica al sistema economico: i prezzi dei prodotti dei settori più dinamici rimanevano stabili ma quelli dei settori a più lenta crescita della produttività aumentavano, facendo salire il livello generale dei prezzi. La media del tasso d'inflazione dei paesi avanzati tra il 1952 e il 1973 fu pari a circa il 4%[27].

2.3 L'evoluzione negli anni Sessanta

L'*embedded liberalism* ebbe il suo apogeo negli anni Cinquanta e nei primi anni Sessanta. In quest'ultimo decennio si verificarono una serie di sviluppi che cominciarono a minarne le fondamenta.

In primo luogo, ci fu un'evoluzione nella psicologia sociale[28]: negli anni Cinquanta l'*ethos* collettivo aveva dato peso più al futuro che al presente, più al risparmio e agli investimenti che ai consumi; negli anni Sessanta, anche per il graduale affievolirsi del ricordo della guerra e della ricostruzione, le ragioni del presente cominciarono a farsi sentire con maggior forza, e con esse quelle del consumo e della richiesta di maggiori redditi per

---

[25] Riprendendo la distinzione tra modelli di sviluppo *profit-led* e *wage-led*, introdotta da Bhaduri e Marglin nel 1990, Baccaro e Pontusson considerano *wage-led* lo sviluppo prevalente in Occidente negli anni Cinquanta e Sessanta. Per l'Italia, questo è vero più per il secondo che per il primo dei due decenni; anche negli anni Cinquanta, comunque, l'aumento dei salari reali svolse un ruolo significativo.

[26] Emblematico del sistema di relazioni industriali vigente nell'età dell'oro fu il cosiddetto *Treaty of Detroit*, come fu denominato l'accordo raggiunto nel 1950 tra la General Motors e il sindacato dei lavoratori dell'automobile, l'UAW: oltre a introdurre un piano pensionistico e uno sanitario, esso previde aumenti salariali destinati al recupero del potere d'acquisto e alla partecipazione dei lavoratori ai guadagni di produttività conseguiti dall'azienda. In cambio, i sindacati riconobbero il pieno potere del management nella direzione della produzione, pur riservandosi il diritto di intervenire sugli impatti delle decisioni manageriali. L'accordo permise una rilevante diminuzione delle agitazioni sindacali e degli scioperi, che durò fino alla metà circa degli anni Sessanta. Cfr. Levy e Temin 2007.

[27] Cfr. Glyn et al. 1988, pag. 26-28; si vedano anche Sylos Labini 1972 e Graziani 1972.

[28] Maier 2011.

finanziarlo. Erano gli anni della *beat generation*, della cultura giovanile e della contestazione. Molti valori e atteggiamenti mentali della generazione precedente furono messi in discussione: la cultura della parsimonia e della rinuncia cedette il passo a quella di un moderato edonismo. Questa evoluzione fu favorita dalla distensione tra i due blocchi, che allentò la disciplina sociale e rese meno rigido il quadro politico. Come dice Maier, la guerra fredda cominciò in bianco e nero ma finì a colori[29].

In consonanza con questo mutato atteggiamento mentale - oltre che per altre cause -, la moderazione salariale si andò attenuando: si manifestò una tendenza dei salari a crescere più rapidamente della produttività, dapprima in modo occasionale e temporaneo, poi in maniera più sistematica. Aumentò notevolmente il grado di militanza dei lavoratori, con un'adesione alle lotte sindacali molto maggiore di quella del decennio precedente. L'aumento della militanza, oltre che da fattori politici e sociali, fu favorito dalla riduzione della disoccupazione e da riforme che accrescevano la stabilità dei posti di lavoro[30].

In secondo luogo, si verificò una forte crescita dell'integrazione internazionale tra le economie sviluppate, sia sul piano commerciale che su quello finanziario. Il commercio internazionale era aumentato già negli anni Cinquanta, ma partendo da livelli molto depressi; inoltre, la riduzione dei prezzi relativi dei beni esportati - tipicamente prodotti dai settori a più alta crescita della produttività - rispetto ai beni e ai servizi destinati al mercato interno aveva fatto sì che, misurato a prezzi correnti, il peso del settore esportatore rimanesse stabile o diminuisse[31]. Non fu più così a partire dalla seconda metà degli anni Sessanta, quando la crescita dei flussi commerciali in termini reali più che compensò il calo dei prezzi relativi. Inoltre, crebbe fortemente anche l'integrazione finanziaria, con lo sviluppo delle esportazioni di capitali e la rapidissima crescita del mercato dell'eurodollaro. Quest'ultima fu stimolata, in modo imprevisto, dalle restrizioni imposte alle uscite di capitali dagli Stati Uniti verso la metà degli anni Sessanta, che spinsero le imprese americane a finanziare in Europa la loro attività nel continente[32].

L'aumento dell'integrazione internazionale ebbe due principali conseguenze. La prima fu la maggiore interdipendenza tra i paesi e il minore spazio per politiche nazionali autonome: gli effetti delle decisioni prese dai paesi maggiori si avvertivano nell'intero sistema[33].

La seconda fu l'aumento della concorrenza internazionale: in molti settori si passò da mercati dominati da una singola impresa nazionale a mercati di tipo oligopolistico, in cui operavano anche grandi imprese estere. Si riduceva pertanto la capacità delle imprese di difendere i loro margini di profitto trasferendo sui prezzi la pressione dei costi, il che ne accresceva la vulnerabilità alla vigilia dei grandi sommovimenti che si sarebbero verificati a cavallo tra i due decenni.

---

29 Ivi, pag. 54. Per fine della guerra fredda qui s'intende l'avvio della distensione tra i due blocchi, che può farsi risalire al superamento della crisi di Cuba.

30 Ad esempio, quelle in materia di licenziamento: la legge italiana sui licenziamenti individuali, che rese illegittimi quelli senza giusta causa o giustificato motivo, è del 1966. Provvedimenti analoghi furono presi in altri paesi europei. Sulle conseguenze politico-sociali delle politiche di pieno impiego, cfr. Kalecki 1943.

31 Glyn et al. 1988, pag. 11.

32 Ne parla anche Carli nelle CF sul 1965, pag. 7.

33 Glyn et al. 1988, pag. 50-51.

2.4 Declino e crisi della *golden age*

Eroso negli anni Sessanta, l'ordine economico della *golden age* andò definitivamente in crisi nel decennio successivo.

Un ruolo importante fu giocato dal rallentamento della crescita della produttività, dovuto all'esaurirsi degli effetti della seconda rivoluzione industriale e al declino del fordismo[34]. Sia in Europa che in Giappone il grande sviluppo della produttività negli anni Cinquanta e Sessanta fu strettamente legato, oltre che alla diffusione e al perfezionamento delle tecnologie tipiche della seconda rivoluzione industriale (elettricità, motore a combustione interna, chimica, comunicazioni), all'importazione di metodi produttivi di tipo taylorista, ampiamente diffusi negli Stati Uniti già prima della guerra; essi erano basati su una accentuata standardizzazione dei processi di lavoro, sulla loro incorporazione negli impianti produttivi e sullo sviluppo della produzione di massa in grandi fabbriche in cui lavoravano - a cui erano *aggiogate*, per usare l'espressione di Maier - migliaia e a volte decine di migliaia di operai[35]. La linea di montaggio dell'industria automobilistica divenne l'emblema di questo tipo di organizzazione del lavoro.

La rigida separazione tra concezione e organizzazione del processo produttivo, incorporate nelle macchine, ed esecuzione del medesimo da parte dei lavoratori aveva lo scopo di controllare non solo la produttività in senso stretto (l'output per unità di sforzo), ma anche l'entità dello sforzo erogato dai lavoratori nell'unità di tempo[36]. La ricerca di maggiore produttività attraverso l'intensificazione dei ritmi di lavoro, posti completamente al di fuori del controllo del lavoratore, fu uno dei temi dominanti del dibattito sulle relazioni industriali nella seconda metà degli anni Sessanta[37]. Non è sorprendente che in molti paesi essa incontrasse una forte resistenza da parte dei lavoratori "aggiogati" alle catene produttive operanti nelle grandi fabbriche.

Questo sistema di produzione andò in crisi sia per l'opposizione sociale che generava, sia per l'evoluzione della domanda. Al crescere del reddito, questa tendeva a spostarsi verso i servizi e verso beni di più alta qualità e meno standardizzati, la cui produzione richiedeva un grado di collaborazione da parte dei lavoratori escluso dal modo stesso in cui i metodi produttivi tayloristi erano concepiti.

L'aumento della produttività era stato di gran lunga il principale motore della crescita economica europea nel quarto di secolo successivo alla fine della seconda guerra mondiale; il suo rallentamento comportava un effetto assai sensibile sul potenziale di crescita delle economie europee. I contemporanei, comprensibilmente, tardarono a rendersene conto. Poiché la politica economica mirava in genere a tassi di sviluppo simili a quelli del ventennio precedente, che non erano più realistici nel nuovo contesto, ne derivò che a volte essa contribuì ad alimentare la crescita dei prezzi e gli squilibri esterni. Inoltre, la minore crescita della

---

[34] Cfr. Gordon 2012. La seconda rivoluzione industriale aveva manifestato i suoi effetti negli Stati Uniti con alcuni decenni di anticipo rispetto all'Europa; cfr. Bergeaud, Cette e Lecat 2014.

[35] Cfr. Maier 2011, pag. 50, e Glyn et al. 2008, pag. 15 e seg. Maier sottolinea che il cuore dell'attività industriale era costituito dalla lavorazione dell'acciaio, il che rendeva la produzione di quest'ultimo un parametro fondamentale della potenza economica di un paese e della competizione tra il mondo occidentale e quello sovietico. Non a caso l'integrazione economica europea cominciò con il carbone e l'acciaio.

[36] Glyn et al. 2008, pag. 16.

[37] Vi fa ripetutamente riferimento Carli nelle *Considerazioni finali* di quegli anni.

produttività faceva sì che vi fosse meno spazio per conciliare le domande sul prodotto provenienti dalle varie classi sociali, minando le basi stesse della *politics of productivity*.

Al rallentamento della produttività si aggiunse la fine della moderazione salariale. Come abbiamo visto, nel corso degli anni Sessanta i lavoratori avevano cominciato a chiedere incrementi retributivi *superiori* all'aumento della produttività. Negli Stati Uniti ciò accadde a partire dalla metà del decennio, con una graduale intensificazione negli anni successivi. In Europa, Italia compresa, vi fu un andamento più irregolare: un sensibile incremento dei salari nei primi anni Sessanta[38], seguito da una stasi e poi, verso la fine del decennio, da una forte accelerazione, accompagnata da ondate di scioperi spontanei[39].

Nella parte iniziale degli anni Settanta, prima ancora della crisi petrolifera, la concomitanza tra spinte salariali, aumento della concorrenza e rallentamento della produttività fece calare sia i profitti che gli investimenti: lo "scambio" alla base dell'età dell'oro era finito.

2.5 La crisi dell'ordine economico internazionale

L'ultima tessera del mosaico fu la trasformazione dell'ordine economico internazionale.

Abbiamo già parlato della maggiore integrazione commerciale e finanziaria tra le economie sviluppate; essa pose termine alla prevalenza del mercato interno tipica della *golden age*, riducendo, come si è detto, il grado di autonomia delle politiche economiche nazionali. L'altro importante fattore di cambiamento fu la crisi del sistema monetario internazionale. Alla sua radice vi era il riequilibrio dei rapporti di forza tra gli Stati Uniti e le altre economie avanzate e l'incapacità del sistema di Bretton Woods di gestire in modo efficace i problemi derivanti dalla sua valuta cardine, il dollaro.

Nel corso degli anni Cinquanta, la posizione di assoluto predominio economico e finanziario degli Stati Uniti si era andata progressivamente indebolendo. L'economia americana crebbe a un tasso significativamente più basso di quello delle economie europee e del Giappone. Sul piano monetario, il *dollar gap* degli anni Quaranta e dei primi anni Cinquanta fu gradualmente sostituito da un *dollar glut*. L'offerta di dollari fu alimentata da disavanzi sistematici della bilancia dei pagamenti americana, dovuti a uscite di capitali, aiuti e spese militari. Le partite correnti rimasero invece in avanzo fino alla fine degli anni Sessanta.

Le amministrazioni americane cominciarono a un certo punto a preoccuparsi dell'indebolimento relativo dell'economia del loro paese. Mentre negli anni Cinquanta gli Stati Uniti seguirono politiche piuttosto conservatrici, negli anni Sessanta il governo americano cercò di stimolare lo sviluppo con politiche monetarie e fiscali espansive (Kennedy fu eletto sulla base di un programma che prometteva di portare lo sviluppo al 5% all'anno[40]). L'allentamento della politica monetaria americana nei primi anni Sessanta (figura 2) e il divario che si creò con i tassi d'interesse europei provocarono un'ondata di esportazioni di capitali verso l'Europa, che si accompagnò all'acquisizione di molte imprese europee da parte

---

38 Tra la metà del 1964 e quella del 1965, le retribuzioni orarie nell'industria tedesca crebbero del 10%, facendo aumentare del 3,5% i prezzi industriali all'ingrosso, solitamente stabili (BRI, Relazione del 1969, pag. 6).

39 Cfr. Soskice 1978. Il coinvolgimento, formale o informale, dei sindacati nelle politiche dei redditi, spesso promosse da governi a cui partecipavano partiti di sinistra (come nel Regno Unito e in Germania), spiega perché l'ondata rivendicativa della fine degli anni Sessanta poggiò soprattutto su gruppi spontanei, estranei alle strutture sindacali.

40 Cfr. Eichengreen 1996, pag. 123.

di multinazionali americane. Il sostegno alla domanda interna contribuì a ridurre l'avanzo corrente, che alla fine del decennio cambiò segno.

Gli europei, dal canto loro, divennero riluttanti ad accettare ulteriori quantità di dollari senza un aggiustamento della politica economica americana e cominciarono a temere di star cedendo una parte non piccola del loro apparato industriale e delle loro imprese in cambio di dollari dal valore sempre più incerto. La Francia di De Gaulle, com'è noto, fu la più esplicita nel denunciare l'"esorbitante privilegio" di cui godeva la valuta americana.

Si cercò di uscire dallo stallo riformando il sistema monetario internazionale, in una direzione che ridimensionava il ruolo del dollaro e cercava di sostituire l'egemonia americana con un governo collettivo del sistema monetario. Non sorprendentemente, gli Stati Uniti non vedevano di buon occhio un'evoluzione del genere. Nello stesso tempo, malgrado qualche concessione di breve durata, rifiutarono di subordinare la loro politica economica alle esigenze del sistema monetario internazionale. Il risultato fu il collasso del sistema, che iniziò nel 1968 con l'istituzione del doppio mercato dell'oro, continuò con la dichiarazione dell'inconvertibilità del dollaro nel 1971 e culminò nel 1973, con l'abbandono dei cambi fissi.

Maggiori dettagli sulla crisi del sistema di Bretton Woods sono riportati in appendice.

Il colpo finale all'ordine economico della *golden age* fu dato dalla crisi petrolifera degli anni Settanta. Nel ventennio precedente le ragioni di scambio con i paesi produttori di materie prime si erano modificate in maniera complessivamente favorevole ai paesi sviluppati. Questa situazione cambiò verso la fine degli anni Sessanta e, in maniera più decisa, nel corso dei Settanta.

La crisi petrolifera è importante per una serie di motivi. Essa provocò la più grave crisi economica internazionale dalla fine della guerra, con una forte accelerazione dell'inflazione e un sensibile calo dell'attività produttiva e del commercio. Non mancarono tentativi di dare una risposta cooperativa alla crisi, sia sul piano interno che su quello internazionale, ma essi sostanzialmente fallirono; ciò fu determinante per l'abbandono degli schemi mentali e delle priorità politiche della *golden age*. Come osservano Glyn et al. 1988, quando, nel 1979, scoppiò la seconda crisi petrolifera, neanche si provò a compensare l'effetto recessivo del peggioramento delle ragioni di scambio, ma si reagì con un forte inasprimento della politica monetaria. Nel 1972, Helmut Schmidt - futuro cancelliere tedesco, all'epoca ministro delle finanze del governo guidato da Willy Brandt - aveva affermato, in un'intervista alla Suddeutsche Zeitung, che il popolo tedesco poteva tollerare più facilmente un'inflazione del 5% che una disoccupazione del 5%[41]. Pochi anni dopo, l'ordine delle priorità era rovesciato: l'inaccettabilità delle politiche recessive, tipica della *golden age*, era finita.

Le differenze nell'impatto della crisi e nelle politiche seguite dai singoli paesi, inoltre, accentuarono fortemente la distinzione - già emersa in precedenza - tra economie a bassa inflazione, con cambi reali strutturalmente sottovalutati e sistematici avanzi correnti, ed economie a inflazione più elevata, con conti con l'estero in disavanzo o in precario equilibrio.

La crisi petrolifera, infine, mise termine ai tentativi di resuscitare il sistema dei cambi fissi, che furono definitivamente abbandonati nel 1975/76, e consolidò il ruolo dominante del dollaro nei pagamenti e nella composizione della liquidità internazionale.

[41] Cfr. Eich e Tooze 2015, pag. 4.

3. La seconda metà degli anni Sessanta (1965-1968)

Passiamo ora all'argomento principale di questo lavoro, la politica monetaria italiana nella fase di declino e crisi dell'età dell'oro, cominciando dalla seconda metà degli anni Sessanta. In questo periodo, superate le difficoltà del 1963-64, l'economia italiana parve riprendere la strada dello sviluppo nella stabilità che aveva caratterizzato la maggior parte del quindicennio precedente. Ma, come vedremo, con alcune novità non sempre positive e in un contesto internazionale attraversato da crescenti tensioni.

3.1 La fine del miracolo economico

L'elemento che più caratterizzò la politica monetaria italiana nella seconda metà degli anni Sessanta fu la stabilizzazione dei tassi d'interesse a lungo termine, che divenne il suo principale obiettivo intermedio (l'obiettivo finale essendo il sostegno dello sviluppo). Per capire perché ciò avvenne, è necessario partire dagli effetti della crisi del 1963/64 e dal modo in cui l'economia si era ripresa.

Come abbiamo accennato in precedenza, la grande espansione delle economie europee nel corso degli anni Sessanta sfociò spesso in eccessi di domanda che mandavano in disavanzo le bilance dei pagamenti e facevano aumentare prezzi e salari[42]. L'Italia fu uno dei primi paesi a incappare in questa situazione, ma nel giro di pochi anni fu seguita da molti altri, tra cui i principali dell'Europa occidentale[43]. Del resto, le misure restrittive con cui ciascun paese cercava di raffreddare l'economia e di riportare in equilibrio i conti con l'estero tendevano a trasmettere l'instabilità agli altri: la stretta italiana mise in difficoltà la Francia e il rallentamento di questa creò problemi alla Germania.

La crisi italiana era stata la conclusione di un intenso boom economico, a cui aveva concorso anche una politica monetaria espansiva. Le analisi del "miracolo" e della sua fine sono numerose[44], e ad esse rinvio per una ricostruzione compiuta degli eventi. Basti qui ricordare che, sul piano macroeconomico, una serie di fattori aveva creato, a cavallo tra gli anni Cinquanta e i Sessanta, un clima congiunturale eccezionalmente favorevole: ampia disponibilità di capitali, anche per gli afflussi dall'estero stimolati dal ripristino della convertibilità della lira e per la minore richiesta di risparmio da parte del settore pubblico[45]; offerta di lavoro ancora abbondante, benché la disoccupazione andasse gradualmente diminuendo; aumento dei margini di profitto e riduzione dei tassi d'interesse (tra il 1957 e il 1961 i tassi a lungo termine calarono di oltre 2 punti); accelerazione dell'integrazione commerciale europea in una fase di crescente competitività delle produzioni italiane[46].

---

[42] Per i dieci maggiori paesi dell'Europa occidentale (inclusi i sei della CEE) l'aumento dei prezzi fu in media del 2,8% nel triennio 1959-61 e del 4,2% nel quinquennio 1962-66. Cfr. Baffi 1973, p. 35.

[43] La Germania nel 1965-66, la Francia nel 1963 e nel 1966, il Regno Unito - che aveva problemi particolari a causa del ruolo internazionale della sterlina - nel 1964 e nel 1967. Anche Olanda, Belgio, Svezia e Svizzera ebbero difficoltà di bilancia dei pagamenti nella parte centrale del decennio (cfr. Baffi 1973, pag. 36 e il brano di S.I. Katz ivi citato a pag. 47; cfr. anche Soskice 1978).

[44] Si vedano tra gli altri Fazio 1979, Spinelli e Fratianni 1994, pag. 509 e seg., Gelsomino 1998, pag. 350-372, e la letteratura citata in questi studi.

[45] Le emissioni nette da parte e per conto del Tesoro diminuirono da una media del 45,1% del totale delle emissioni mobiliari nel settennio 1950-1956 a una dell'11,5% nel periodo 1957-1964. Cfr. Barbiellini Amidei e Impenna 1999, pag. 665.

[46] Gelsomino 1998, pag. 354.

La fortissima crescita degli investimenti e dell'attività produttiva avvenne inizialmente mantenendo i prezzi stabili e la bilancia dei pagamenti in attivo. Il quadro cominciò a cambiare nel corso del 1961, con un processo di deterioramento che andò aggravandosi nel biennio successivo. Dal 1962 ebbe inizio un'impennata dei salari, favorita dal raggiungimento di condizioni prossime al pieno impiego (in particolare al Nord) e spinta dal divario tra l'andamento dei salari reali e la crescita della produttività accumulatosi negli anni precedenti. Non mancavano sintomi di un eccesso di domanda di lavoro, come la diffusione degli "slittamenti salariali", cioè di retribuzioni superiori ai livelli contrattuali. Dal 1962 l'inflazione accelerò, raggiungendo un picco del 7,4% nel 1963 (tabella 1)[47]; nel corso di quest'ultimo anno la bilancia dei pagamenti andò in disavanzo, sia nella componente delle transazioni correnti che in quella dei movimenti di capitale, quest'ultima in passivo già dall'anno precedente (tabella 2).

La crisi economica coincise con una fase di tensioni politiche provocate dalla fine del centrismo e dalla nascita del centro-sinistra: fallito, nel 1960, il tentativo di apertura a destra operato con il governo Tambroni, nel febbraio del 1962 Fanfani formò un governo senza i liberali e con l'astensione dei socialisti, che decise, tra l'altro, la nazionalizzazione dell'industria elettrica e, con la *Nota aggiuntiva alla Relazione generale sulla situazione economica del paese per il 1961*, avviò un progetto di programmazione economica; nel dicembre del 1963 Moro varò il primo governo organico di centro-sinistra; nell'estate del 1964, dopo il "tintinnar di sciabole" associato al Piano Solo del generale De Lorenzo, si formò un altro governo di centro-sinistra, ancora presieduto da Moro, che ridimensionò fortemente l'originaria agenda di riforme[48]. Le vicende politiche - in particolare la nazionalizzazione dell'industria elettrica - influirono sulle uscite di capitali e sul crollo del mercato azionario.

La politica monetaria svolse un ruolo importante sia nell'ascesa che nell'interruzione del ciclo espansivo. Dopo una fase di neutralità protrattasi fino alla metà del 1961, essa prese un orientamento espansivo che durò per circa due anni. L'intento era soprattutto di sostenere la produzione e gli investimenti in una fase in cui i forti aumenti del costo del lavoro potevano provocare un rallentamento[49]. L'allentamento delle condizioni monetarie contribuì ad alimentare lo squilibrio, permettendo la continuazione della spinta sui prezzi e sul disavanzo esterno[50].

Questa fase finì nell'estate del 1963, con la svolta nella politica monetaria provocata dall'accelerazione dell'inflazione e soprattutto dall'aggravarsi del disavanzo della bilancia dei pagamenti: come si è visto, i movimenti di capitale erano diventati negativi già nel 1962, mentre il saldo corrente passò in disavanzo tra la fine del 1962 e l'inizio del 1963. La Banca d'Italia attuò una stretta del credito - senza peraltro alzare i tassi ufficiali - attraverso una gestione più restrittiva del rifinanziamento e bloccando l'indebitamento estero delle banche,

[47] 9% il deflatore del PIL.

[48] Cfr. Lepre 2004, Ginsborg 1990, Soddu 2017, Capussela 2019. Quest'ultimo fa del fallimento del programma riformista del centro-sinistra la chiave di volta del successivo declino dell'economia italiana.

[49] Si presero molte misure: tra esse spiccarono la riduzione dell'aliquota della riserva obbligatoria (inizio del 1962), l'abrogazione dell'obbligo del pareggiamento della posizione netta verso l'estero delle banche (ottobre 1962) e la creazione di liquidità provocata dai rimborsi netti di titoli di Stato (tra cui, in particolare, il rimborso integrale dei buoni poliennali del Tesoro in scadenza nel gennaio del 1963).

[50] Anche Baffi, in uno scritto del 1969, affermò che "l'espansione seguita fu nell'immediato un poco superiore all'ottimo" (1973, pag. 69). Cfr. inoltre Fazio 1979, pag. 275-276, e Sylos Labini, che, benché critico sull'entità della stretta creditizia, riteneva che il principale errore fosse stato di "pigiare troppo l'acceleratore" nel 1962 e nel primo semestre del 1963 (1972, pag. 121-122). Si veda anche Gelsomino 1998, pag. 361-363.

cioè impedendo alle imprese di compensare la minore disponibilità di credito interno attingendo a quello estero[51]. Furono inoltre ottenuti alcuni prestiti esteri, che, oltre a rimpinguare le riserve, contribuirono a stabilizzare le aspettative[52]. Nella primavera del 1964 il governo varò una manovra di bilancio restrittiva, con aumenti delle entrate tributarie dell'ordine dell'1% del reddito nazionale[53].

La crisi ebbe alcune caratteristiche che, con il beneficio della retrospettiva, possono considerarsi anticipatrici di quelle del decennio successivo. Lo scontro sociale, sopito in buona parte degli anni Cinquanta, si riaccese in forme piuttosto aspre - grande eco ebbero gli scontri di piazza Statuto a Torino, nel luglio del 1962[54] -, con qualche difficoltà da parte dei sindacati nel controllarlo. A ciò si aggiunsero le tensioni politiche provocate dalla crisi del centrismo e dal passaggio al centro-sinistra. Infine, non mancarono tensioni e difficoltà nei mercati finanziari[55].

Sono rilevanti però anche le differenze. Innanzitutto il contesto internazionale era molto più favorevole, il che facilitò notevolmente la gestione della crisi e la successiva ripresa; l'incertezza politica, per quanto significativa, non è paragonabile a quella che si ebbe negli anni Settanta; il grado di militanza nei conflitti sindacali fu anch'esso minore. Infine, è verosimile che nel 1963 le imprese avessero margini di robustezza maggiori che nei primi anni Settanta, sia sul piano finanziario, sia per la possibilità di contare, per qualche tempo, sugli incrementi di produttività provocati dall'ondata di investimenti degli anni precedenti.

Per quanto riguarda la politica monetaria, rinviando ai lavori citati per una valutazione più approfondita, vale la pena di osservare che il fattore a cui essa risultò più sensibile - il più rilevante nel modificarne il corso - fu l'andamento della bilancia dei pagamenti[56]. Anche questo è un aspetto che continuerà nel periodo successivo.

3.2 Una ripresa rapida ma non priva di problemi

L'attività produttiva rallentò per alcuni mesi, ma si riprese rapidamente, trainata dalle esportazioni, che nel 1964 e nel 1965 costituirono la quasi totalità della domanda aggiuntiva[57]. La crisi avvenne in un periodo di forte espansione dell'economia internazionale e del commercio - malgrado le temporanee difficoltà di diversi paesi europei -, il che ne facilitò il superamento. Anche la politica di bilancio diede un contributo, con l'aumento del disavanzo pubblico tra il 1964 e il 1965[58]. La bilancia dei pagamenti tornò rapidamente in attivo, già dal 1964: vi rimarrà fino al 1969, grazie ai forti avanzi delle partite correnti, che continuarono

---

[51] Nel settembre del 1963 si vietò alle banche di aumentare il loro indebitamento netto sull'estero, nel dicembre dello stesso anno e nel giugno del 1964 le si obbligò a ridurlo.

[52] Fodor 2000. Si veda anche Fazio 1979, pag. 276.

[53] Fazio 1979, pag. 276.

[54] Ginsborg 1990, pag. 250-253.

[55] Barbiellini Amidei e Impenna 1999, pag. 682-685.

[56] Ciò rispondeva del resto a quanto, come abbiamo visto, Carli scrisse nelle CF sul 1964 in merito agli obiettivi della politica monetaria (pag. 12).

[57] Cfr. Relazione BI sul 1967, pag. 77.

[58] Il disavanzo del governo centrale raddoppiò tra questi due anni: cfr. A. Fazio, op.cit., pag. 277. La fiscalizzazione degli oneri sociali, in particolare, contribuì alla ripresa dei profitti e degli investimenti; si trattò di una misura temporanea, che terminò nel 1967, anno in cui il bilancio pubblico diede un contributo negativo alla variazione della domanda (CF sul 1967, pag. 30).

fino al 1972 incluso (tabella 2). Pure l'inflazione si ridusse, benché meno rapidamente rispetto al riequilibrio dei conti con l'estero, portandosi dopo qualche tempo su valori inferiori a quelli della maggior parte degli altri paesi sviluppati. A partire dal 1966 riprese l'espansione della domanda interna, trainata soprattutto dai consumi.

Tutto bene dunque? Non del tutto. Gli investimenti tardarono a riprendersi: quelli industriali, che subirono una forte flessione nel biennio 1964-65, impiegarono sei anni per tornare al livello del 1963[59]. Nel confronto internazionale, il tasso di accumulazione dell'Italia risultava inferiore a quello di diversi paesi europei (cfr. figura 1). Questo fatto preoccupava le nostre autorità: il capitale per addetto era in Italia più basso che in altri paesi sviluppati; si pensava quindi che essa avesse bisogno di un'accumulazione più intensa di quella degli altri paesi europei, non di una minore.

L'altra faccia della pigrizia degli investimenti era l'avanzo corrente. Come osservò Carli nelle *Considerazioni finali* sul 1967, l'avanzo derivava da un calo della propensione a investire, non da un aumento di quella a risparmiare. L'Italia esportava sia capitale che lavoro: il suo sistema economico sembrava incapace di utilizzare tutte le risorse di cui disponeva per crescere più rapidamente e chiudere il divario che ancora lo separava dalle economie più progredite.

L'obiettivo delle autorità di politica economica italiane divenne pertanto quello di riequilibrare la composizione della domanda, aumentando il peso degli investimenti e riducendo quello delle esportazioni nette. Il calo di queste ultime andava ottenuto facendo crescere le importazioni piuttosto che diminuire le esportazioni[60], il cui aumento aveva svolto un ruolo fondamentale nello sviluppo del paese; ciò escludeva l'opzione di una rivalutazione della lira, di cui si discuteva a livello internazionale. In astratto, la politica di bilancio sarebbe stato lo strumento più adatto, considerata anche la carenza di investimenti in infrastrutture sociali e in attività di ricerca; ma nel quadriennio essa ebbe un andamento altalenante, anche se con una moderata tendenza all'aumento dei disavanzi, con un'ampia divergenza tra la gestione di cassa e quella di competenza che sembrava introdurre un elemento di casualità nella sua dinamica. A ciò si aggiungevano le croniche difficoltà nello sviluppo degli investimenti pubblici e probabilmente anche l'intento di non deprimere eccessivamente il peso di quelli privati.

Dalla centralità degli investimenti produttivi si faceva discendere l'esigenza di ripristinare i livelli di profittabilità delle imprese prevalenti prima della crisi e, più in generale, di sostenere la quota dei profitti nella distribuzione del reddito; ciò sarebbe dovuto avvenire tramite la politica dei redditi, che doveva legare la crescita dei salari monetari a quella della produttività media dell'economia[61].

Questa visione si scontrava però con le trasformazioni in corso nella società italiana. Inoltre, essa non risolveva alcuni importanti problemi, tra cui in particolare quello dei forti

---

[59] Sylos Labini 1972, p. 118-120.

[60] Carli propose un programma straordinario di investimenti basato sull'importazione di beni ad alta tecnologia, da destinare alla ricerca scientifica e tecnologica e all'ammodernamento della pubblica amministrazione, con l'obiettivo di rilanciare gli stimoli all'innovazione tecnica (CF sul 1967, pag. 23-24).

[61] Cfr. ad esempio le CF sul 1964, pag. 47-48. Nella visione di La Malfa, che fu uno dei principali sostenitori della politica dei redditi, questa andava inquadrata in un più generale disegno di programmazione dello sviluppo economico italiano, che avrebbe dovuto superare i principali squilibri. Cfr. Craveri 2016, pag. 167-171. I tentativi di rendere operante la programmazione introducendo alcune innovazioni istituzionali (come quelle in materia di "ripartizione dei flussi monetari globali") diedero origine a uno scontro con la Banca d'Italia, in cui quest'ultima finì per prevalere (ivi, pag. 195).

squilibri settoriali nella dinamica della produttività[62]. Questi si traducevano in un significativo drenaggio sulla crescita dei salari reali: per buona parte degli anni Cinquanta, prima dell'avvio del "miracolo", i salari industriali, deflazionati con i prezzi industriali all'ingrosso, erano aumentati *un pò più* della produttività; nonostante ciò, i salari reali del settore industriale erano cresciuti *molto meno* della produttività, dato che i prezzi al consumo erano aumentati molto più dei prezzi industriali all'ingrosso (che anzi erano diminuiti)[63]. Verso la metà degli anni Sessanta, dopo lo scossone degli anni del miracolo, sembrò che un meccanismo simile a quello degli anni Cinquanta fosse tornato a operare; ma ora esso urtava con un crescente rigetto da parte dei lavoratori e della società, in un modo non dissimile, del resto, da quanto stava succedendo anche in altri paesi sviluppati.

Il problema di fondo dell'economia italiana in questa fase era di rendere possibile la continuazione dello sviluppo e il mantenimento della stabilità monetaria in un contesto in cui la distribuzione del reddito tendeva a spostarsi in favore dei salari. È chiaro che la sua soluzione andava molto al di là della politica monetaria, e avrebbe richiesto importanti cambiamenti (tra cui, in particolare, una profonda trasformazione del sistema finanziario e la riduzione degli squilibri settoriali e del peso delle rendite). Per quanto non mancassero tentativi in questo senso (alcune delle riforme mancate del centro-sinistra[64]), i risultati concreti furono modesti e tardivi.

3.3 La stabilizzazione dei tassi d'interesse a lungo termine

Fu in questo quadro che venne varata, nella prima metà del 1966, la politica di stabilizzazione dei tassi d'interesse a lungo termine. L'obiettivo era di accelerare la ripresa degli investimenti riducendo il costo del capitale raccolto sul mercato obbligazionario. L'importanza di quest'ultimo era aumentata a causa dei cambiamenti intervenuti nella struttura finanziaria delle imprese (oltre che delle maggiori esigenze di finanziamento del settore pubblico): rispetto agli anni Cinquanta e alla prima parte dei Sessanta, la riduzione dell'autofinanziamento provocata dal calo dei profitti aveva aumentato la dipendenza delle imprese dalle fonti esterne di finanziamento; e poiché la loro capacità di raccolta diretta si era drasticamente ridotta, il ruolo principale venne preso dall'indebitamento con il sistema

---

62 Cfr. "L'inflazione strutturale e la politica dei redditi", in Sylos Labini 1972. Si veda anche la Relazione BI sul 1969, che tra i problemi della politica dei redditi indica la "mancata ripercussione sui prezzi dei guadagni di produttività superiori alla media e [il] rifiuto di accettazione di aumenti salariali inferiori alla produttività, quando questa è superiore alla media" (pag. 18).

63 Tra il 1952 e il 1958 la produttività nell'industria aumentò mediamente di circa il 6,5% l'anno, a fronte di un aumento del 6,6% dei salari deflazionati con i prezzi industriali all'ingrosso e del 1,9% l'anno dei salari industriali reali (nello stesso periodo, i prezzi industriali all'ingrosso diminuirono del 2,7% l'anno, i prezzi al consumo aumentarono del 3,3%). Elaborazioni sui dati contenuti in Sylos Labini 1967. Oltre che alla scarsa concorrenza e alla minore dinamica della produttività nel settore dei servizi - a fronte di retribuzioni che crescevano in linea con quelle dell'industria -, la maggiore velocità di aumento dei prezzi al consumo era attribuita al peso della rendita urbana: secondo una stima di Sylos Labini, tra il 1952 e il 1961 circa un quarto dell'aumento del costo della vita era imputabile all'aumento dei fitti (sia dei locali commerciali, sia delle abitazioni); ivi, pag. 30. Cfr. anche Cotula 2000, pag. 25-30.

64 Per una valutazione dell'azione di riforma dei governi di centro-sinistra, si veda Capussela 2019, e Sylos Labini 1996. È d'obbligo ricordare il fallito tentativo di riforma del regime di edificabilità dei suoli urbani di cui fu protagonista nel 1963 Fiorentino Sullo. Benché alcuni ritengano astratto e velleitario il progetto Sullo, resta il fatto che il regime dei suoli rimase del tutto inadeguato alle esigenze di uno sviluppo razionale ed equilibrato. Cfr. Becchi 1997.

creditizio - in particolare con gli istituti di credito speciale -, il cui costo dipendeva dalle condizioni del mercato obbligazionario[65].

Le dimensioni del mercato italiano erano le più ampie d'Europa: nella media degli anni 1966-1968 - che ovviamente risente degli effetti della politica di stabilizzazione -, il 40% delle emissioni nette di titoli a reddito fisso privati e pubblici dei paesi della CEE avvenne in Italia. L'unico mercato di dimensioni paragonabili era quello tedesco, che nello stesso periodo coprì il 31% delle emissioni comunitarie[66]. Il mercato italiano superava per dimensioni anche quello del Regno Unito, allora al di fuori della CEE[67].

La Banca d'Italia era consapevole dei rischi della politica di stabilizzazione: poiché una parte significativa dei titoli a lungo termine emessi dallo Stato e dagli istituti di credito speciale sarebbe stata collocata nei bilanci delle banche e della banca centrale, gli aggregati monetari sarebbero aumentati più rapidamente di quanto sarebbe altrimenti avvenuto, con rischi per l'inflazione e l'equilibrio della bilancia dei pagamenti[68]. Ma si riteneva che fossero rischi gestibili, e comunque accettabili alla luce del beneficio atteso. In quegli anni, del resto, controlli sui tassi d'interesse erano abbastanza comuni: la Germania adottò anch'essa una politica di stabilizzazione dei tassi a lungo termine, quantunque per un periodo più breve che in Italia; la Francia aveva un complesso sistema di limiti, che si applicava sia al mercato dei capitali, sia ai tassi bancari.

La stabilizzazione non riguardava tutti i titoli a reddito fisso[69]: si distingueva tra titoli "difesi", di cui si stabilizzava il corso, e "non difesi", lasciati alle dinamiche di mercato. Tuttavia, è chiaro che, in condizioni normali, i rendimenti dei titoli "difesi" fungevano da

---

65 La raccolta diretta di fondi da parte delle imprese tramite l'emissione di azioni e di obbligazioni passò dal 63% degli investimenti fissi nel periodo 1959-1962 al 15% nel quadriennio successivo; l'indebitamento a medio e a lungo termine aumentò nello stesso periodo dal 25 al 65% dei finanziamenti oltre il breve termine. Cfr. Barbilellini Amidei e C.Impenna 1999, pag. 777 e Sylos Labini 1972, pag. 122-123. Un ruolo importante fu assunto dallo sviluppo del credito agevolato.

66 Tra i due mercati c'erano alcune differenze: mentre da noi gli emittenti pubblici avevano un ruolo rilevante, in Germania prevalevano nettamente gli intermediari finanziari (che peraltro anche in Italia avevano un peso significativo); dal lato delle sottoscrizioni, quelle della banca centrale avevano in Italia un certo rilievo, ma non erano del tutto ignote in Germania, dove la banca centrale seguì anch'essa, per un breve periodo, una politica di controllo dei tassi a lungo termine.

67 Su un piano diverso si poneva invece il mercato americano, sia per le dimensioni - circa tre volte superiori a quelle dell'insieme dei mercati comunitari -, sia per la composizione: le imprese private coprivano oltre il 40% delle emissioni, mentre erano pressoché assenti nei mercati comunitari, dominati dagli emittenti pubblici e dagli intermediari finanziari; cfr. Relazione BI sul 1968, tav. 6, pag. 62.

68 "Negli anni recenti, le occorrenze di captali a lungo termine […] sono venute aumentando in misura superiore alla disposizione del pubblico a effettuare sottoscrizioni di titoli, ai saggi di interesse correnti. Questa divergenza ha posto e pone le autorità monetarie di fronte al dilemma, se stimolare il collocamento di titoli presso i risparmiatori permettendo l'offerta di saggi d'interesse più alti; oppure contenere l'innalzamento dei saggi d'interesse, aumentando i collocamenti presso le banche e accettando il conseguente accrescimento nell'offerta di moneta e di quegli strumenti di credito a breve termine che si designano con il nome di quasi moneta" (CF sul 1965, pag. 4). Qualche pagina dopo, concludendo l'analisi, si osserva che "il problema continua a essere quello di restringere gli investimenti o di accettare che il livello da essi raggiunto possa generare la creazione di attività finanziarie liquide in misura che non sempre si concilia con il mantenimento della stabilità dei prezzi" (pag. 8). Il discorso è riferito all'Europa nel suo complesso, ma sono chiare le implicazioni per la politica che si stava per adottare in Italia.

69 "La stabilizzazione veniva attuata per i corsi dei buoni del Tesoro poliennali, dei titoli dell'edilizia scolastica nonché delle obbligazioni del Consorzio di credito per le opere pubbliche emesse per conto del Tesoro e di quelle dell'azienda autonoma delle FF.SS. aventi un tasso nominale del 6%", in Capomassi et al. 1979, pag. 513. I tassi furono mantenuti intorno al 5,5% per i titoli di Stato e al 6,5% per gli altri.

centro di attrazione gravitazionale per tutto il mercato e, viceversa, nelle fasi critiche i movimenti dei titoli "non difesi" tendevano a mettere sotto pressione anche i "difesi".

Gli strumenti usati per stabilizzare i corsi furono molteplici ed operarono sia dal lato dell'offerta che da quello della domanda di titoli. Innanzitutto, la Banca d'Italia interveniva nel mercato primario dei titoli pubblici a lungo termine, sottoscrivendone una parte; in alcuni casi (titoli del Piano Verde e dell'Edilizia Scolastica, buoni fruttiferi di Cassa Depositi e Prestiti, titoli emessi dalle Ferrovie dello Stato) fu sottoscritta l'intera emissione. Era in tal modo possibile graduare l'offerta dei titoli sul mercato in base alle condizioni della domanda: di regola essi venivano venduti a banche (soprattutto)[70] e ad altri investitori, ma, se la pressione dell'offerta rischiava di deprimere i corsi, rimanevano nel portafoglio della Banca d'Italia, le cui dimensioni subirono un notevole aumento[71].

In aggiunta a ciò, quando, come vedremo meglio più avanti, la struttura dei rendimenti si modificò riducendo la convenienza degli acquisti da parte delle banche, furono introdotti alcuni incentivi diretti a stimolarne la domanda. Tra la fine del 1967 e l'inizio del 1968 la disciplina della riserva obbligatoria fu modificata dando alle banche la possibilità di versare in deposito alcune delle categorie di titoli oggetto di stabilizzazione; le banche avevano un forte incentivo a valersi di questa facoltà, dato che i titoli avevano un rendimento più elevato della parte in contanti e dei BOT e, a differenza di questi ultimi, potevano essere tratti dal portafoglio delle banche stesse o comprati sul mercato[72]. Inoltre, la Banca d'Italia assicurò un'ampia disponibilità di anticipazioni, a garanzia delle quali le banche potevano depositare i titoli acquistati[73]. Una parte non piccola del portafoglio di titoli a lungo termine delle banche era quindi finanziata dal credito a breve della banca centrale; il *carry trade* reso possibile dal divario tra il tasso sulle anticipazioni (3,5%) e quello sui titoli (5,5% per i titoli di Stato, 6,5% per gli altri, oltre alla retrocessione di parte della provvigione di collocamento) stimolava gli acquisti da parte delle banche, ma introduceva un fattore di instabilità in caso di salita dei tassi ufficiali e di calo del valore dei titoli. Il loro valore cauzionale, infatti, era calcolato applicando scarti fissi al valore di borsa; se il valore di mercato diminuiva, occorreva integrare la garanzia

---

70 Le cessioni di titoli alle banche erano fatte "a corsi che riflettevano generalmente una parziale retrocessione della provvigione di collocamento (pari a un punto e mezzo per le obbligazioni per conto del Tesoro e a un punto per i titoli di Stato)" (Relazione BI sul 1967, pag. 292-293). Le vendite alle banche erano quindi fatte a corsi inferiori a quelli di mercato, con un corrispondente incremento dei rendimenti. Salvo indicazione contraria, per banche si intendono tutte le aziende di credito.

71 Tra il 1965 e il 1968 i titoli di Stato e per conto del Tesoro posseduti dalla Banca d'Italia aumentarono da 603 a 1.335 miliardi (dati di fine periodo, Banca d'Italia, *Tavole storiche, Indicatori monetari e finanziari*, tav. 2).

72 Nel settembre del 1965 era stata data alle banche la possibilità di usare le cartelle fondiarie per assolvere l'obbligo di riserva per gli incrementi dei depositi a risparmio, abbassando di fatto il coefficiente della riserva stessa. Due anni dopo il provvedimento fu esteso ai prestiti per l'edilizia scolastica e alle obbligazioni emesse dal CREDIOP per conto del Tesoro, che, come si è visto, rientravano tra i titoli "difesi". Nel 1970 la Banca d'Italia fu autorizzata a determinare la struttura della riserva, cioè a decidere la quota che poteva essere assolta con titoli del mercato dei capitali e le specie titoli ammesse.

73 "Essendo il credito della banca centrale concesso in larga misura attraverso anticipazioni su titoli a lungo termine, la domanda di questi ultimi da parte delle aziende di credito è stata influenzata dalla possibilità di ricorso all'istituto di emissione" (Relazione BI sul 1967, pag. 270). Si veda anche la Relazione sul 1966: "le cessioni [di titoli di Stato e per conto del Tesoro] hanno interessato per un quinto gli agenti di cambio e per quattro quinti le aziende di credito, le quali hanno utilizzato buona parte dei titoli acquistati […] per depositarli a garanzia di anticipazioni" (pag. 307). Nel 1967 furono introdotte le anticipazioni a scadenza fissa, che si affiancarono a quelle ordinarie in conto corrente; svolsero un ruolo rilevante anche le anticipazioni speciali "accordate a talune aziende di credito per agevolarne la sottoscrizione alle emissioni di titoli pubblici" (Relazione sul 1967, pag. 297).

o rimborsare parte dell'anticipazione. Soprattutto nelle fasi di inversione della curva per scadenze dei tassi d'interesse (come nel 1969, nel 1974 e nel 1976), in cui il *carry* diventava negativo, le banche avevano un forte incentivo a chiudere le operazioni e a vendere i titoli.

Infine, la banca centrale era quotidianamente attiva con acquisti e vendite sul mercato secondario[74].

L'intervento di sostegno dei corsi fu quindi molto più complesso e articolato di quello desumibile dalle operazioni della Banca d'Italia nel mercato secondario; se ci si limita a considerare solo queste ultime, si ottiene un'impressione distorta, dato che nel periodo della stabilizzazione le vendite furono complessivamente superiori agli acquisti[75].

Nel fissare il tasso obiettivo della stabilizzazione si tenne conto del livello dei tassi internazionali. Tuttavia, la relazione con questi ultimi venne meno piuttosto rapidamente: i tassi internazionali erano infatti entrati in una fase di ascesa - anche se interrotta da temporanee battute d'arresto - che si accentuò negli anni successivi. Gli Stati Uniti, in particolare, inasprirono la politica monetaria già nel 1966, alzando i tassi di *policy* e tutta la struttura dei tassi di mercato (cfr. figura 2). Dopo un temporaneo rientro, la tendenza all'aumento riprese verso la fine del 1967, in concomitanza con la svalutazione della sterlina: la travolgente corsa all'oro che la seguì (cfr. appendice), alimentata da attese di svalutazione del dollaro, spinse la Fed a stringere la politica monetaria, con un nuovo ciclo restrittivo che durò fino al 1969. L'aumento dei tassi americani fece affluire capitali dall'Europa, mettendo in difficoltà diversi paesi - in particolare la Francia, teatro nel 1968 della rivolta studentesca -, che alzarono a loro volta i tassi d'interesse.

I tassi ufficiali italiani (come, inizialmente, quelli tedeschi) e i tassi obiettivo della politica di stabilizzazione restarono fermi. Ciò ebbe due conseguenze. La prima fu l'avvio di ingenti uscite di capitali (fino al 1968 inferiori agli avanzi correnti). La seconda fu la distorsione della struttura interna dei tassi d'interesse: lo spostamento dei risparmiatori verso le attività finanziarie estere spinse le banche ad alzare i rendimenti della raccolta, con la conseguenza di rendere per loro meno conveniente l'investimento nei titoli a lungo termine[76]; divenne pertanto necessario incentivare i loro acquisti con le misure (modifiche alla riserva obbligatoria, politica del rifinanziamento) che abbiamo descritto prima[77].

Sulla decisione di non seguire l'aumento dei tassi internazionali influì inizialmente il convincimento che esso fosse temporaneo (in questo senso si espresse Carli nelle CF sul 1966,

---

74 "Gli interventi, quotidianamente praticati presso le Borse Valori di Roma e di Milano tramite alcuni agenti di cambio, venivano inizialmente effettuati mediante acquisti senza limiti d'importo nei confronti dei titoli di Stato e nei limiti di un plafond prestabilito per gli altri", in Capomassi et al. 1979, pag. 513.

75 Cfr. Fazio 1979, pag. 279. Si veda anche Cotula 2003, pag. 675-677.

76 Tra il 1965 e il 1968, la quota delle attività sull'estero sul totale delle attività finanziarie delle famiglie passò, in termini di flussi, dal 5,7 al 13,1%, con un aumento pressoché ininterrotto anno dopo anno. Secondo la Relazione BI sul 1967, fino al 1965 lo scopo principale delle uscite di capitali era stato di effettuare investimenti in Italia sotto la copertura di nominativi esteri; da quell'anno, invece, cominciarono a prevalere gli impieghi di portafoglio, "verosimilmente attribuibili anche all'andamento dei tassi d'interesse (relativamente stabili in Italia e in aumento all'esstero)" (pag. 171-172).

77 La scarsa convenienza finanziaria dell'investimento in titoli a lungo termine da parte delle banche è confermata da questo brano della Relazione della Banca d'Italia sul 1967: "È inoltre da notare che tali investimenti [gli acquisti netti di titoli a lungo termine da parte delle banche] solo in minima parte hanno incrementato il portafoglio liberamente disponibile. Ciò dimostra che il sistema bancario nel suo complesso li ha effettuati in larga misura per adempiere l'obbligo della riserva e per ottenere finanziamenti dalla banca centrale, depositandoli a garanzia" (pag. 260).

pag. 8); probabilmente agivano anche la sopravvalutazione degli spazi di autonomia della politica monetaria italiana, erosi dalla maggiore integrazione reale e finanziaria, e forse la preoccupazione che il mercato, assuefattosi agli interventi di stabilizzazione, potesse andare in crisi se questi venivano interrotti[78].

In ogni caso, le autorità guardavano con un certo distacco alle uscite di capitali: finché rimanevano nei limiti degli ingenti avanzi correnti, esse - pur essendo considerate inappropriate alle esigenze dell'economia italiana - non destavano particolari preoccupazioni. In qualche modo, erano viste come una soluzione di *second best*: riducendo l'incremento delle riserve valutarie, alleggerivano le pressioni per la rivalutazione del cambio della lira e facilitavano il controllo della liquidità[79].

Che giudizio dare della politica di stabilizzazione? Per quanto riguarda il conseguimento del principale obiettivo, abbiamo visto che, dopo la forte caduta del biennio 1964-1965, gli investimenti produttivi si ripresero con molta lentezza, rimanendo su livelli relativamente bassi e lontani da quelli degli altri paesi europei. Lo scopo più importante non fu quindi raggiunto, o lo fu solo in parte.

Più che gli investimenti, la stabilizzazione stimolò le esportazioni di capitali. Carli attribuiva queste ultime a ragioni strutturali, sostenendo la scarsa influenza del divario tra tassi interni ed esteri: a suo parere, esse erano dovute fondamentalmente all'esigenza dei risparmiatori italiani di diversificare gli investimenti finanziari accrescendo la quota investita all'estero, a fattori fiscali (la penalizzazione del capitale di rischio) e alla insufficiente offerta di strumenti di investimento da parte del mercato finanziario italiano. Questo era di dimensioni elevate, ma povero di strumenti, di intermediari e di istituzioni[80]. In questi argomenti c'era molto di vero, ma pare indubbio che il divario tra tassi italiani e internazionali abbia giocato un ruolo cruciale.

L'altro obiettivo indicato da Carli era l'aumento delle dimensioni del mercato obbligazionario, da raggiungere accrescendo la liquidità dei titoli e rendendoli così più appetibili per gli investitori (il che avrebbe anche dovuto contribuire al contenimento dei rendimenti riducendo il premio per la liquidità). L'ampliamento del mercato fu ottenuto, ma a costo di una sua maggiore fragilità; ne derivava un condizionamento per la politica monetaria, che perdeva gradi di libertà in un contesto internazionale e interno che si andava facendo più difficile e che avrebbe casomai richiesto una flessibilità maggiore. Inoltre, la struttura

---

[78] Tra gli inconvenienti della politica di stabilizzazione, Fazio indica il fatto che "fissato un livello dei tassi, risulta difficile variare il tasso prescelto senza infrangere, per un periodo più o meno lungo, le aspettative" (op. cit., pag. 280).

[79] Anche se un po' lungo, è interessante il brano seguente, tratto dalla Relazione BI sul 1968: "La situazione italiana è stata oggetto di attento esame presso le istituzioni internazionali, dove si sono manifestate preoccupazioni per la continua tendenza all'accumulo di cospicui saldi attivi di parte corrente, e dove si è suggerito che, per riassorbirli, la domanda interna dovrebbe svilupparsi per un certo numero di anni più rapidamente del reddito ed essere prevalentemente rivolta allo sviluppo degli investimenti pubblici e privati. In questo contesto, non si è nemmeno esclusa l'opportunità di integrare tale politica con un provvedimento di rivalutazione della lira. […] Infine, si è riconosciuto che durante il periodo in cui si accumulano avanzi correnti il deflusso di capitali privati verso l'estero è ancora il miglior modo di amministrarli; tuttavia, esso non viene giudicato appropriato ai bisogni dell'economia italiana. L'obiettivo, si afferma, dovrebbe essere quindi di ridurre il surplus corrente contestualmente alla riduzione del deflusso di capitali, ciò che richiederebbe, fra l'altro, profonde riforme di struttura del mercato nazionale dei capitali" (pag. 23).

[80] Tra le richieste del governatore c'erano l'introduzione dei fondi comuni d'investimento, che avverrà quasi vent'anni dopo, il potenziamento dei sistemi previdenziali a capitalizzazione e la riforma delle società per azioni.

finanziaria del paese subiva un deterioramento: si riduceva l'area di contatto diretto tra datori e prenditori finali di fondi, si ampliava il ruolo dell'intermediazione bancaria e dei circuiti di doppia intermediazione, già operanti da qualche tempo[81].

Nonostante la scarsa dinamica degli investimenti, la produttività aumentò a un tasso simile a quello del decennio precedente. Le imprese fecero ricorso a misure organizzative e all'intensificazione dei ritmi di lavoro, piuttosto che all'innovazione delle tecniche produttive e all'introduzione di nuovi prodotti[82]. Gli stessi osservatori del tempo ritenevano che questa politica non fosse sostenibile: Carli osservò più volte che c'erano limiti ai guadagni di produttività ottenibili in questo modo[83].

Malgrado queste ombre, il quadro complessivo dell'economia italiana appariva nell'insieme soddisfacente, con tassi di crescita elevati, inflazione contenuta e conti con l'estero in attivo[84]. Le inquietudini, come si è detto, riguardavano soprattutto il futuro del sistema monetario internazionale, che si faceva sempre più incerto. Poco o nulla lasciava presagire la tempesta che di lì a poco si sarebbe scatenata.

3.4 La politica valutaria

La lira fu in odore di rivalutazione all'inizio degli anni Sessanta, subito dopo quella del marco e del fiorino, e poi di nuovo, come abbiamo visto, nella seconda metà del decennio. Il governo e la Banca d'Italia erano contrari, e, oltre a manifestare anche pubblicamente questa posizione[85], presero misure dirette a evitarla[86].

Gli avanzi riguardavano non solo la bilancia corrente, ma anche quella commerciale. Questo era un fatto nuovo nella storia dei nostri conti con l'estero: di regola, il saldo commerciale italiano era stato negativo, con un impatto sul saldo corrente compensato da altre voci positive, come le rimesse degli emigrati e il turismo. La Banca d'Italia segnalò debitamente la novità, sottolineandone l'importanza: il grande sviluppo delle esportazioni

---

81 Le distorsioni che si andavano producendo nel sistema finanziario italiano furono denunciate da Raffaele Mattioli, amministratore delegato della Banca Commerciale; cfr. Craveri 2016, pag. 219 e seg.

82 Questa tendenza si verificò anche in altri paesi europei (cfr. Soskice, op.cit.).

83 Cfr. anche Sylos Labini 1972, pag. 141-142.

84 Tale, come abbiamo visto, fu giudicata da Carli nelle CF lette nel maggio del 1968.

85 Si vedano ad esempio le CF sul 1968, dove si dice che l'Italia non avrebbe accolto "alcuna soluzione che provocasse la conseguenza di menomare la nostra capacità competitiva nei mercati internazionali" (pag. 14). Poche righe prima, Carli aveva attribuito l'entità del premio della lira a termine per operazioni a un mese sul dollaro nella crisi valutaria europea del maggio 1968 (su cui torniamo in seguito) anche ad attese di rivalutazione della valuta italiana.

86" Di fatto, non mancarono in quegli anni richieste, che trovarono eco anche in organismi internazionali, per una rivalutazione della lira, proprio al fine di ridurre gli avanzi della nostra bilancia dei pagamenti. La politica seguita dalle autorità italiane, desiderose di non ridurre, con la rivalutazione del cambio, la competitività delle nostre esportazioni, fu di agevolare, attraverso il sistema bancario, il riafflusso all'estero di una quota delle riserve ufficiali" (Roccas e Santini 1979, pag. 229-230). Ciò avveniva per mezzo di *swap* tra Ufficio Italiano Cambi (UIC) e banche, con cui il primo cedeva alle seconde, a condizioni favorevoli, valuta che esse impiegavano per prestiti all'estero. Secondo Sylos Labini, in alcuni anni anche l'aumento della spesa pubblica fu dovuto a questo motivo: "Così negli anni 1966, 1967 e 1968, con l'accumularsi delle riserve valutarie, si arrivò al punto che altri paesi cominciarono ad esercitare pressioni addirittura allo scopo di far rivalutare la lira; il governo allora si affrettò ad espandere ulteriormente e sensibilmente le spese correnti soprattutto attraverso la concessione, in un solo blocco, di forti aumenti per le pensioni" (1972, pag. 136-137.

manifatturiere era stato uno degli eventi cruciali della crescita del dopoguerra. Carli lo commentò con parole non molto diverse da quelle usate oggi da alcuni teorici dello sviluppo economico[87]: la crescita delle esportazioni svincolava la produzione manifatturiera dall'andamento della domanda interna, aumentava le economie di scala e stimolava gli investimenti e l'introduzione di tecnologie più avanzare[88]. Tutelare la competitività internazionale delle produzioni italiane era pertanto un irrinunciabile obiettivo strategico, che, come abbiamo visto, escludeva l'opzione della rivalutazione; il riequilibrio delle partite correnti andava ottenuto per altre vie.

Secondo alcune analisi, l'aumento delle esportazioni fu favorito dalla sottovalutazione del cambio reale della lira[89]. Ciò tuttavia non significa che in Italia si fosse creato un *ordine* economico basato sulla sottovalutazione del cambio reale della lira, analogo a quello che, secondo alcuni studiosi, la Germania aveva cominciato a costruire negli anni Cinquanta[90]. Come mostra il caso tedesco, un tale ordine si componeva di due parti: la disinflazione competitiva, cioè l'accumulo di differenziali d'inflazione attraverso politiche che mantenevano l'aumento dei prezzi interni su livelli sistematicamente più bassi di quelli dei partner commerciali; e la capacità di evitare rivalutazioni del cambio nominale[91]. Entrambi gli elementi erano consentiti dal sistema di Bretton Woods ("a surplus-country friendly international currency order", secondo Höpner) e richiedevano, per durare nel tempo, il sostegno di un blocco sociale solido e coeso, che ne accettasse le implicazioni e i costi[92].

Nel caso italiano, la sottovalutazione del cambio reale della lira originò interamente dalla stabilizzazione del 1947-49[93]. Essa fu mantenuta negli anni Cinquanta ed erosa nei Sessanta, anche se non eliminata. Rispetto alla Germania, mancò l'accumulazione sistematica, anno dopo anno, di differenziali d'inflazione rispetto ai partner commerciali: mentre l'inflazione tedesca fu quasi sempre ai livelli più bassi tra i paesi sviluppati, quella italiana - anche prescindendo dai primi anni Sessanta, in cui fu relativamente elevata - fu in genere in

---

87 Ad esempio Rodrik 2015.

88 CF sul 1967, pag. 22.

89 Cfr. Di Nino, Eichengreen e Sbracia 2013, pag. 494. In base alle loro stime, il cambio reale della lira fu sottovalutato nell'intero periodo compreso tra l'inizio degli anni Cinquanta e la metà degli anni Ottanta; tra il 1950 e il 1973 la sottovalutazione, dell'ordine del 30%, contribuì per lo 0,3-1,2% annuo alla crescita del PIL e per il 3-9% a quella delle esportazioni.

90 Höpner 2019. Anche P.J. Katzenstein, nella sua analisi del 1977, affermò che la difesa di un cambio reale sottovalutato fu un aspetto centrale della politica economica tedesca negli anni Settanta (Katzenstein 1977).

91 Il marco fu rivalutato nel 1961 e nel 1969, prima del generale riallineamento del 1971, ma in misura inferiore alla cumulata dei differenziali d'inflazione.

92 Di per sé, la sottovalutazione tendeva a promuovere l'inflazione, sia dal lato della domanda (attraverso lo stimolo a quella estera) sia dal lato monetario (creazione di base monetaria tramite il canale estero). Era pertanto necessario che questa tendenza fosse costantemente contrastata con appropriate politiche (dei redditi, monetarie e di bilancio) dirette a comprimere la domanda interna, che a loro volta potevano durare solo in un contesto di capitalismo organizzato e cooperativo. Il costo di questo regime era il trasferimento di ricchezza verso l'estero provocato dalla sottovalutazione delle esportazioni; a fronte di esso, le dimensioni relative del settore esportatore (in genere l'industria manifatturiera) e il contributo che esso dava al sostegno della domanda aggregata tendevano ad aumentare. Inoltre, la posizione di paese creditore conferiva peso e potere a livello internazionale. Circa gli effetti sul tasso di crescita, alcuni studi hanno trovato una relazione positiva solo per i paesi in via di sviluppo, mentre essa sarebbe praticamente nulla per i paesi sviluppati (cfr. Rodrik 2008). Nel caso tedesco, la maggioranza degli economisti (in particolare i sostenitori dell'ordoliberalismo) avversava la politica di sottovalutazione del cambio reale, il che rese necessario spostarne la giustificazione dal piano economico a quello politico-morale (cfr. Höpner 2019).

93 Cfr. Di Nino, Eichengreen, Sbracia 2013.

posizione intermedia (minore che in Francia e nel Regno Unito, maggiore che in Germania e negli Stati Uniti).

In Italia mancavano le condizioni per una politica del genere: il capitalismo italiano era molto meno organizzato e corporativo/cooperativo di quello tedesco, la società italiana troppo attraversata da fratture e tensioni di tutti i tipi. Inoltre, le autorità italiane non intendevano affatto trasformare l'economia italiana in una macchina per la produzione sistematica di avanzi correnti: esse ritenevano che il paese avesse bisogno di importare capitale più che di esportarlo, di sostenere la domanda interna attraverso lo sviluppo degli investimenti più che di comprimerla. Come si è visto, commentando l'accumularsi degli avanzi seguiti alla crisi del 1963-64, Carli sostenne l'opportunità di eliminarli stimolando la propensione a investire e accrescendo il flusso delle importazioni.

Con gli anni Settanta, la situazione dei mercati valutari cambiò completamente e la lira divenne, con la sterlina, la moneta debole per eccellenza, affetta da inflazione elevata e incline a gravi e ripetute crisi valutarie. L'estrema reattività di prezzi e salari alle variazioni del cambio fece sì che il deprezzamento nominale della lira avesse scarsi effetti sul cambio reale: con la parziale e limitata eccezione del 1976, quando la svalutazione della lira provocò un temporaneo deprezzamento del cambio reale di una qualche rilevanza[94], quest'ultimo mostrò un'elevata variabilità senza un trend definito, chiudendo il decennio praticamente allo stesso livello dell'inizio (figura 3). Nel frattempo, i termini del dibattito erano radicalmente mutati: si era cominciato a discutere dell'opportunità di usare una politica di *rivalutazione* del cambio reale della lira come strumento di disinflazione dell'economia italiana[95].

4. L'autunno caldo, l'inizio della grande inflazione e il rallentamento della crescita: 1969-1972

4.1 I mutamenti nel quadro internazionale e la fine del sistema di Bretton Woods

L'ondata di scioperi e di rivendicazioni che coinvolse gran parte d'Europa a cavallo tra gli anni Sessanta e Settanta condusse a forti aumenti salariali, notevolmente superiori alla crescita della produttività. Il fenomeno fu comune praticamente a tutti i paesi industrializzati: nel 1970, ad esempio, i salari aumentarono dell'8-10% nella maggior parte dei paesi europei, del 15% nel Regno Unito e del 20% circa in Italia e in Germania[96]. Sensibili incrementi salariali, benché minori di quelli europei, vi furono anche negli Stati Uniti, e vennero ripetutamente commentati nelle *Considerazioni finali* di quegli anni. L'incremento del costo unitario del lavoro si sfogò in parte in aumenti dei prezzi, in parte in una compressione dei margini di profitto.

Nello stesso tempo aumentò l'instabilità del sistema monetario internazionale, con la svalutazione della sterlina nel 1967, la creazione del doppio mercato dell'oro nel 1968, la svalutazione del franco francese nel 1969, la rivalutazione del marco tedesco nello stesso anno e la pressione sul dollaro, che si manifestava nell'aumento del prezzo di mercato dell'oro. Queste vicende sono descritte con maggior dettaglio in appendice. Qui è sufficiente ricordare che la maggiore instabilità interna ed esterna spinse le autorità monetarie ad assumere un

[94] Cfr. Giavazzi e Spaventa 1989.

[95] Il grafico 3 è tratto da F. Cotula 1989, pag. 476.

[96] Cfr. Relazione della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) 1971, pag. 5.

orientamento restrittivo, con sensibili aumenti dei tassi d'interesse nel 1968 e soprattutto nel 1969 (figura 7). Nel corso del 1970, il rallentamento dell'attività produttiva le indusse a cambiare rotta passando a politiche di sostegno della domanda e degli investimenti, anche se l'inflazione continuava ad essere relativamente elevata (dell'ordine del 5-6% in ragione d'anno). Come scrisse la Relazione BI sul 1970, di fronte al dilemma se espandere per sostenere la produzione, ma a rischio di alimentare l'inflazione, o contrarre per ridurre quest'ultima, ma a rischio di aggravare il rallentamento produttivo, le autorità monetarie dei paesi europei - come in precedenza quelle americane - optarono per "una politica moderatamente espansiva" (pag. 31), affidando in molti casi alla politica dei redditi e ai controlli amministrativi sui prezzi il compito di tenere a freno l'inflazione.

L'intensità dell'allentamento fu notevolmente maggiore negli Stati Uniti, anche per il manifestarsi di alcuni problemi di stabilità finanziaria (fallimento della Penn Central nell'estate del 1970), il che contribuì a far precipitare la crisi sfociata, nel 1971, nella dichiarazione di inconvertibilità del dollaro: il calo dei tassi d'interesse americani, più precoce e più accentuato di quello dei tassi europei, e la crescente incertezza sul futuro del dollaro provocarono fortissime uscite di capitali dagli Stati Uniti verso l'Europa, mandando nuovamente in disavanzo la bilancia dei pagamenti americana (anche le partite correnti ebbero un pesante saldo negativo). Dopo la temporanea frenata del 1969, l'offerta internazionale di dollari accelerò nuovamente e in misura sensibile[97]; ne derivò l'ennesimo tumulto valutario, che prima portò, nella primavera del 1971, alla chiusura del mercato dei cambi in Germania e in altri paesi europei, e alla fluttuazione delle loro valute; poi, di fronte al rischio che alcune banche centrali riprendessero a convertire in oro i dollari in loro possesso, l'amministrazione Nixon decise, il 15 agosto, di sospendere la convertibilità della valuta americana[98].

Dopo alcuni mesi di fluttuazione dei cambi, a dicembre del medesimo anno i paesi del Gruppo dei dieci raggiunsero un accordo (che prese il nome dal luogo in cui fu negoziato, lo Smithsonian Institute di Washington) per un riallineamento generale delle parità, che comportava una sensibile svalutazione della valuta americana. La convertibilità del dollaro in oro non fu però ripristinata; inoltre, gli Stati Uniti continuarono a privilegiare gli obiettivi interni rispetto alla difesa del valore esterno della loro moneta. Le uscite di capitali in direzione dell'Europa e del Giappone ripresero quasi subito; dopo poco più di anno si ebbe una nuova crisi, che portò alla fine del sistema dei cambi fissi (marzo 1973)[99].

Malgrado le tensioni provocate dalle ultime convulsioni del sistema di Bretton Woods, le misure espansive prese sulle due sponde dell'Atlantico stimolarono una ripresa del ciclo economico che coinvolse - con intensità diversa, minore in Italia - pressoché tutto il mondo sviluppato; questo sincronismo provocò un sensibile aumento dei prezzi delle materie prime, che a sua volta alimentò un forte ciclo delle scorte e tensioni su tutta la gamma dei prezzi.

Dalla fase di politica monetaria espansiva si cominciò a uscire nel corso del 1972 e poi, in maniera più decisa e generalizzata, nell'anno successivo.

---

[97] Per ironia della sorte, la prima emissione di diritti speciali di prelievo da parte del FMI, dibattuta per anni e deliberata con l'emendamento allo statuto del Fondo del 1969, avvenne proprio all'inizio del 1970. Come dice Eichengreen, "policymakers were solving yesterday's problems with counterproductive implications for today's" (1996, pag. 120).

[98] Come si spiega meglio in appendice, la convertibilità del dollaro era di fatto già finita con la chiusura del *pool* dell'oro e l'instaurazione del doppio mercato nel marzo del 1968.

[99] Maggiori dettagli su quest'ultima fase sono riportati in seguito, oltre che in appendice.

Come rilevano le intricate vicende che portarono alla fine del sistema di Bretton Woods per la nostra storia? Questo sistema aveva continuato a mantenere un legame - benché attenuato - tra la circolazione monetaria e l'oro: la sua crisi completò il passaggio a un compiuto regime di *fiat money*, che accresceva il ruolo di àncora della banca centrale e richiedeva la creazione di un quadro politico-istituzionale - oltre che teorico e operativo - a ciò adeguato[100]. Inoltre, i cambi fissi costituivano un meccanismo di trasmissione internazionale degli impulsi inflazionistici, che tendeva a diluirli contenendo i differenziali d'inflazione tra paesi[101]. Con il passaggio alla fluttuazione manovrata dei cambi, questo meccanismo fu depotenziato, anche se non del tutto eliminato: gli eccessi di domanda e le spinte sui costi trovavano ora uno sfogo relativamente maggiore sul cambio e uno minore nell'aumento delle importazioni, con conseguenti ripercussioni sui prezzi. Le differenze nelle situazioni nazionali e nelle politiche si manifestavano più di prima in andamenti divergenti soprattutto dei tassi d'inflazione, che a partire dal 1973 si disposero lungo un ventaglio molto più ampio di prima (figura 4).

I paesi che riuscirono a contrastare meglio l'inflazione furono quelli che combinarono politiche economiche più severe (cioè più orientate al contenimento dell'inflazione stessa) con una gestione più consensuale del processo distributivo. In molti casi, tuttavia, come abbiamo visto nel caso della Germania Federale, questi paesi perseguirono attivamente l'obiettivo di sostituire la domanda estera a quella interna, attraverso la sistematica sottovalutazione del cambio reale delle loro valute. Ciò aggravò la situazione degli altri paesi, contribuendo, come vedremo, al fallimento dei tentativi di coordinare il superamento della crisi scoppiata pochi mesi dopo con l'aumento del prezzo del petrolio.

Un altro effetto importante delle vicende che portarono alla fine del sistema di Bretton Woods riguardò le riserve auree delle banche centrali. Con la creazione del doppio mercato dell'oro (marzo 1968) e la rapida divaricazione tra il prezzo libero e il prezzo ufficiale del metallo, la liquidità della componente aurea delle riserve si ridusse fortemente: le banche centrali, vincolate al prezzo ufficiale nei rapporti reciproci, divennero riluttanti a fare pagamenti in oro, che avrebbero comportato perdite cospicue[102]. Si produsse un risultato abbastanza paradossale. Una parte non piccola delle discussioni sulla riforma del sistema monetario internazionale aveva riguardato il ruolo dell'oro: molti temevano che la crisi del dollaro provocasse una corsa all'oro con effetti deflazionistici simili a quelli degli anni Trenta; l'accumulazione di oro da parte di molte banche centrali sembrava andare in quella direzione. Viceversa, gli eventi ne presero una completamente diversa, che portò alla demonetizzazione dell'oro e penalizzò le banche centrali che avevano investito in oro una quota rilevante delle riserve. Tra queste c'era anche la Banca d'Italia: a marzo 1972 l'oro costituiva il 44% delle riserve ufficiali italiane, contro una media del 32% per il Gruppo dei dieci più la Svizzera[103].

---

100 Sulla secolare evoluzione delle tecnologie di pagamento che ha condotto agli odierni sistemi di moneta puramente fiduciaria si veda Giannini 2004.

101 Cfr. Relazione BRI del 1977, pag. 31 e seg.; si veda anche *L'inflazione in Europa*, in Baffi 1973. La possibilità di aggiustamenti del cambio era in pratica l'*ultima ratio*, a cui si ricorreva solo dopo aver esaurito tutte le altre possibili opzioni.

102 Oltre che ad applicare il prezzo ufficiale nelle transazioni reciproche, le banche centrali si impegnarono a non effettuare operazioni nel mercato libero.

103 Relazione BI sul 1971, pag. 55. Il divario crebbe molto negli anni successivi, con l'assottigliarsi della componente valutaria delle riserve italiane (a marzo 1973 l'oro costituiva il 54% delle nostre riserve ufficiali, contro il 24% degli altri paesi CEE; Relazione BI sul 1972, pag. 54).

Malgrado alcune attenuazioni, questo problema rimase irrisolto per la maggior parte del decennio[104], e fu lamentato sia da Carli che da Baffi. Come indicato dal primo, i tentativi di risolverlo - attraverso l'abolizione del prezzo ufficiale o l'adeguamento a quello di mercato - si scontrarono a lungo con l'opposizione degli Stati Uniti, determinati a preservare il ruolo del dollaro come principale veicolo della liquidità internazionale[105]. Di fatto, a parte operazioni eccezionali e complesse come quella con la Bundesbank, le autorità italiane poterono contare solo sulle riserve investite in valuta.

4.2 Lo scontro sociale e l'aumento dell'instabilità politica in Italia

Con l'autunno caldo del 1969 l'Italia entrò in un decennio caratterizzato da un acceso clima di conflittualità nei luoghi di lavoro, che i sindacati spesso faticavano a controllare. Le ore non lavorate per scioperi superarono i 100 milioni (con un picco di 300 milioni nel 1969) in ognuno degli anni Settanta, con la sola eccezione del 1977 e del 1978. Questa soglia non era mai stata superata negli anni Cinquanta, quando la media era stata di circa 36 milioni l'anno, ed era stata varcata tre volte (nel 1962, nel 1964 e nel 1966) negli anni Sessanta (autunno caldo a parte)[106].

Analizzare le cause dell'asprezza e della durata dello scontro sociale in Italia durante gli anni Settanta va al di là dello scopo di questo lavoro e delle competenze del suo autore. Contribuirono l'intensità delle trasformazioni sociali avvenute nel ventennio precedente, il persistere di gravi squilibri non adeguatamente affrontati dall'azione di governo, l'emergere di nuovi atteggiamenti mentali e di nuove tendenze nella cultura di massa. Contribuì anche l'instabilità del sistema di relazioni industriali italiano, che alternava fasi di compressione dell'attività sindacale e rivendicativa a fasi in cui questa prendeva un andamento quasi esplosivo.

Le istituzioni del mercato del lavoro prevedevano da un lato contratti di durata relativamente lunga (triennale, a somiglianza degli Stati Uniti e a differenza della Germania e di altri paesi europei, dove era annuale), dall'altra un elevato sincronismo tra i contratti delle

---

104 Nel giugno 1972 l'Italia ottenne, in deroga alle regole sul funzionamento dell'accordo di cambio europeo - il cosiddetto "serpente", di cui parliamo in seguito -, di non essere costretta a utilizzare anche l'oro nella regolazione delle posizioni debitorie intracomunitarie; nel novembre del 1973 il doppio mercato fu abolito e le banche centrali riacquistarono la facoltà di vendere l'oro anche nel mercato (di cui però in pratica non si valsero per il timore di provocare cali del prezzo); nell'aprile del 1974 la Comunità europea autorizzò l'uso del prezzo di mercato dell'oro nelle operazioni tra banche centrali comunitarie e consentì le operazioni di acquisto, oltre che di vendita, sul mercato; sempre nel 1974, a giugno, il Gruppo dei dieci raggiunse un accordo informale che permetteva l'uso dei prezzi di mercato nelle operazioni di pegno dell'oro a garanzia dei prestiti tra banche centrali; tali decisioni resero possibile il noto finanziamento della Bundesbank alla Banca d'Italia, nell'agosto di quell'anno. Cfr. anche Bortolani 1977, pag. 86. Il prezzo ufficiale dell'oro fu abolito con il secondo emendamento allo statuto del Fondo monetario internazionale, approvato nel 1976 ed entrato in vigore all'inizio del 1978. Si andò anche oltre, proibendo di usare l'oro nella denominazione dei tassi di cambio ed eliminando qualunque altro vincolo legale a trasferire o ricevere oro.

105 "Da parte degli Stati Uniti e dei paesi emergenti si è ostacolata la possibilità di mobilizzare l'oro congelato nelle riserve delle banche centrali ammettendo la facoltà di comprare e di vendere sulla base di un prezzo derivato da quello di mercato", C.F. sul 1974, pag. 7-8. Sui problemi creati dalla divergenza tra prezzo ufficiale e prezzo di mercato dell'oro e sulle possibili soluzioni, si vedano anche le C.F. sul 1972, pag. 33-35.

106 Cfr. *Sommario di statistiche storiche, 10. Mercato del lavoro*, in ISTAT 2011.

varie categorie, che tendeva a facilitare le ondate rivendicative[107]. La maggiore stabilità tendenzialmente associata alla durata triennale dei contratti nazionali era ridotta dalla contrattazione integrativa, che andò rafforzandosi notevolmente nel corso degli anni Settanta. Al di là degli aspetti istituzionali, comunque, contavano sia le politiche seguite dalle imprese, sia il grado di militanza dei lavoratori e i fattori da cui questo dipendeva.

Abbiamo già visto che, dopo la forte accelerazione dei primi anni Sessanta, la dinamica dei salari reali era tornata a farsi moderata nella parte centrale del decennio, abbassandosi nuovamente al di sotto di quella della produttività[108]; inoltre, l'intensificazione dei ritmi lavorativi e la razionalizzazione dei processi produttivi avvenute dopo la crisi del 1964 si erano spesso tradotte in un peggioramento delle condizioni di lavoro[109]. Nello stesso tempo aumentavano le tensioni sociali esterne alla fabbrica, determinate dal massiccio inurbamento, dalle migrazioni di massa da Sud a Nord, dalle città poco preparate ad accogliere i nuovi venuti e spesso ostili, dai costi esorbitanti e dalla miseria degli alloggi[110].

La spinta salariale fu fortissima: tra il 1970 e il 1984 i salari nominali aumentarono in media del 18% l'anno, con punte particolarmente elevate nel 1974, nel 1977 e nel 1981; nello stesso periodo, l'inflazione media fu pari al 15% e la produttività del lavoro aumentò del 2,3% l'anno[111].

In parallelo con questi processi sociali, e in stretta connessione con essi, aumentò anche l'instabilità politica: se gli anni Cinquanta erano stati quelli del centrismo e i Sessanta quelli del centro-sinistra, col nuovo decennio cominciò una fase confusa - "una interminabile fase di transizione", la chiama Craveri (2016, pag. 250) -, in cui la politica italiana sembrò prendere direzioni diverse (prima a destra, poi a sinistra) senza riuscire a trovare un assetto stabile (con la limitata e parziale eccezione degli anni della "solidarietà nazionale"). Dal 1969 iniziò inoltre la tragica stagione delle stragi e del terrorismo, che funestò oltre un quindicennio di vita italiana, con momenti di assoluta drammaticità.

Venendo al piano economico, gli eventi principali del quadriennio furono due: l'associazione tra l'indebolimento della crescita - che divenne molto più irregolare e mediamente inferiore a quella del ventennio precedente - e l'aumento dell'inflazione, per quanto ancora relativamente moderato; e il deterioramento della posizione internazionale della lira, che ebbe una prima importante manifestazione nella crisi valutaria del 1969.

---

107 Il sincronismo mancava invece negli Stati Uniti, dove si aveva anche un minor grado di centralizzazione. Cfr. Sachs 1979.

108 Secondo i dati riportati da Sylos Labini, nel periodo 1963-1970 i salari reali nell'industria erano aumentati in media del 5,9% all'anno, contro un aumento della produttività del lavoro del 6,5% (1972, pag. 44).

109 Vi fece riferimento Carli, quando osservò che l'aumento della produttività nel corso degli anni Sessanta - ottenuto anche con misure di "razionalizzazione all'interno delle aziende" - aveva avuto un prezzo, "costituito dalla gravosità delle condizioni di lavoro, anche per l'inadeguato sviluppo delle infrastrutture sociali, con conseguenze ultime sulla salute fisica e sulla tensione psichica dei lavoratori" (CF sul 1971, pag. 17). In questo senso anche Sylos Labini: "Non sembra dubbio che negli anni che seguono la recessione del 1964 i processi detti di "razionalizzazione aziendale" siano stati accelerati; e sembra probabile che una tale accelerazione - con la conseguente intensificazione dei ritmi di lavoro - abbia contribuito a far crescere, fra la classe operaia, quelle tensioni che sono poi esplose nell'autunno "caldo" del 1969" (1972, pag. 141 nota 13).

110 Una peculiarità delle migrazioni interne italiane è che, fino al 1961 (quindi in un periodo anteriore a quello di cui ci stiamo occupando), esse furano in larga misura illegali. La legge emanata nel 1939 per impedirle e ridurre l'inurbamento, infatti, fu abolita solo in quell'anno. Cfr. Ginsborg 1990, pag. 218-219, e Capussela 2019, pag. 221.

111 Cfr. Salvati 2000, pag. 48.

4.3 La crisi valutaria del 1969 e l'indebolimento della lira

Per l'insieme dei paesi sviluppati, il 1969 fu un anno di progressivo rallentamento dell'attività produttiva, di aumento dell'inflazione e di forti spinte salariali. I rapporti economici internazionali erano segnati da profondi squilibri, con partite correnti fortemente deficitarie negli Stati Uniti e in Francia ed eccedentarie in Germania, in Italia e in Giappone.

In Italia l'attività produttiva, in ripresa dopo qualche incertezza nella prima metà del 1968, continuò ad espandersi a un tasso elevato fino all'ultimo trimestre dell'anno, quando si fecero sentire gli effetti degli scioperi. Ma dal punto di vista della nostra storia, il 1969 rileva soprattutto per la sospensione della politica di stabilizzazione dei tassi d'interesse a lungo termine: nel corso dell'estate, la politica monetaria divenne restrittiva e i tassi d'interesse cominciarono a salire. Come si arrivò a questa svolta?

Per la prima volta dal 1963, nel 1969 la bilancia dei pagamenti italiana andò in disavanzo. A differenza di quanto era avvenuto sei anni prima, questa volta il passivo fu dovuto esclusivamente ai movimenti di capitale, mentre il saldo delle partite correnti, pur contraendosi, restò in attivo[112]. L'incremento delle uscite di capitali fu causato dalle forti turbolenze valutarie che investirono l'Europa e dal ritardo con cui l'Italia seguì la tendenza ascendente dei tassi internazionali. A ciò si aggiunsero fattori legati al clima politico-sociale (autunno caldo, inizio della stagione degli attentati e delle stragi).

Alle turbolenze valutarie internazionali abbiamo già fatto cenno, ma è opportuno esaminare più in dettaglio le vicende europee. Dopo la svalutazione della sterlina (novembre 1967) e la chiusura del *pool* dell'oro (marzo 1968), la scena internazionale fu occupata soprattutto dall'indebolimento del franco francese, che faceva seguito alla rivolta studentesca di maggio - presto allargatasi alle fabbriche e agli uffici - e all'allentamento della politica economica deciso dal governo di Parigi. Le difficoltà del franco erano acuite dall'aumento dei tassi d'interesse americani, che attirava molti capitali dall'Europa, e dal diffondersi di aspettative di rivalutazione del marco tedesco, connesse con gli ingenti avanzi correnti della Repubblica Federale. Mentre nel secondo trimestre del 1968 il grosso dei capitali in uscita dalla Francia (un miliardo di dollari tra maggio e giugno) si diresse verso banche americane, nel secondo semestre il deflusso si indirizzò soprattutto verso la Germania, dove cominciarono ad affluire anche capitali provenienti da altri paesi[113]. La tensione continuò per buona parte dell'anno successivo, con alti e bassi dipendenti soprattutto da quanto i provvedimenti presi dal governo tedesco e da quello francese incidevano sulla probabilità assegnata da operatori e mercati alla variazione delle parità delle rispettive valute.

Una svolta si ebbe nella primavera del 1969, quando la politica monetaria tedesca prese un orientamento restrittivo, con ripetuti aumenti dei tassi ufficiali (raddoppiati tra marzo e settembre, dal 3 al 6%[114]), aumenti dei coefficienti della riserva obbligatoria, gestione restrittiva della liquidità. Anche la politica di bilancio divenne restrittiva. La svolta era motivata dal desiderio di impedire il surriscaldamento dell'economia e di contenere l'aumento

---

112 Rispetto al 1968, l'avanzo corrente diminuì dal 3,5 al 2,9% del RNL (3,3% nella media del periodo 1965-1968, con una punta del 3,8% nel 1965). Nel 1964 il saldo era stato pari al -1,4% del reddito nazionale (cfr. Relazione BI sul 1969, pag. 99).

113 Cfr. Relazione BI sul 1968, pag. 38.

114 Un ulteriore aumento, al 7,5%, fu effettuato all'inizio del 1970; il tasso sulle anticipazioni fu alzato, in cinque riprese, dal 3,5 al 9,5%.

della liquidità, alimentata dagli afflussi di capitali dall'estero, ma è chiaro che, sul piano valutario, essa equivaleva a gettare benzina sul fuoco. A poco valsero quindi i provvedimenti fiscali sulle importazioni e sulle esportazioni, con cui il governo provò a incentivare le prime e scoraggiare le seconde, e le misure di penalizzazione dei depositi esteri presso le banche tedesche. Dopo qualche altro mese di tensione, il franco francese fu svalutato (agosto 1969) e il marco tedesco - dopo un cambio di governo - rivalutato (ottobre dello stesso anno)[115].

Con l'aumento dei tassi tedeschi, avviato nella primavera del 1969, il movimento ascendente dei tassi internazionali coinvolgeva tutte le principali economie ad eccezione dell'Italia (figura 5); diventava sempre più difficile proseguire nella politica di stabilizzazione.

Un primo effetto si ebbe nel marzo del 1969, quando il peggioramento dei conti con l'estero spinse le autorità italiane a prendere alcune misure per contrastare le uscite di capitali e rimpinguare le riserve valutarie[116]. Ma la politica monetaria restava espansiva: nei mesi seguenti ci fu una significativa creazione di base monetaria, alimentata soprattutto dalle sottoscrizioni di titoli pubblici da parte della Banca d'Italia e, in misura minore, dall'espansione del rifinanziamento delle banche. L'orientamento cambiò a metà anno, a causa dell'aumento dell'inflazione e dell'aggravarsi del disavanzo della bilancia dei pagamenti[117]: ad agosto il tasso di sconto, fermo dal 1958, fu alzato di mezzo punto (dal 3,5 al 4%, tabella 4) e si passò a una gestione restrittiva dei finanziamenti alle banche, rallentando la creazione di base monetaria[118].

L'intento iniziale era di mantenere l'incremento dei tassi confinato al comparto a breve termine, ma le tensioni si estesero al mercato obbligazionario, che subì un blocco quasi completo[119]: la domanda di titoli diminuì drasticamente, al punto che si decise di sospendere l'offerta al pubblico di nuove emissioni di titoli di Stato e per conto del Tesoro, che vennero

---

115 Com'è nella logica delle operazioni speculative, una volta ottenuta la rivalutazione del marco i capitali a breve "passarono all'incasso" defluendo dalla Germania; la bilancia dei pagamenti tedesca registrò pertanto, nel 1969, un ampio disavanzo globale.

116 Per quanto riguarda le uscite di capitali, la partecipazione di banche italiane a consorzi per l'emissione e il collocamento di titoli esteri fu soggetta ad autorizzazione da concedere caso per caso; la vendita in Italia di quote di fondi comuni esteri fu condizionata a un permesso che sarebbe stato dato solo se almeno il 50% delle attività del fondo erano investite in Italia. L'aumento delle riserve fu ottenuto disponendo il pareggiamento della posizione eccedentaria sull'estero delle banche.

117 L'incertezza della situazione congiunturale italiana alla metà del 1969 è sottolineata in una nota del Servizio Studi della Banca d'Italia, del 14 luglio di quell'anno, in cui si conclude che "la situazione congiunturale del Paese […] si presenta aperta a possibilità di sviluppo profondamente diverse". In particolare, "segni di tensione sono già visibili nel sistema nei prezzi e dei conti con l'estero. Tutti gli elementi previsti ora disponibili convergono nell'indicare come possibile una loro accentuazione nei mesi a venire" (in ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, pratt., n. 115, fasc. 5).

118 In *Cinquant'anni di vita italiana*, Carli afferma che il convincimento della necessità di un aumento dei tassi ufficiali era maturato in Banca d'Italia già nell'autunno del 1968, ma che non fu possibile attuarlo prima dell'agosto del 1969 a causa delle fortissime resistenze del mondo politico (1993, pag. 304). Il mutamento di politica fu adombrato - in termini abbastanza chiari - nelle CF sul 1968 (pag. 12-13), lette, come di consueto, a fine maggio 1969. Una delle ragioni della rigidità del tasso ufficiale di sconto, richiamata più volte nelle CF degli anni Sessanta, era la coincidenza con il tasso applicato sul risconto della carta ammassi (un importante strumento della politica economica in agricoltura negli anni Quaranta e Cinquanta, i cui strascichi rimasero per decenni nel bilancio della Banca d'Italia): essa faceva sì che un aumento del tasso ufficiale provocasse maggiori oneri finanziari per lo Stato, su cui ricadeva il costo del rifinanziamento della carta. Di qui la richiesta di separare i due tassi, accolta nel gennaio del 1972, quando il tasso per il risconto della carta ammassi fu differenziato dal tasso di sconto e fissato all'1%.

119 Cfr. Fazio 1979, pag. 284-285.

assunte a fermo dalla Banca d'Italia - gravando sulla creazione di base monetaria - e dalle banche[120]. Inoltre, furono intensificati gli interventi (figura 6), diluendo l'aggiustamento dei tassi d'interesse a lungo termine su diversi mesi (i livelli internazionali furono raggiunti nel febbraio del 1970[121]); la curva dei rendimenti per scadenze si invertì.

Furono acquistati anche BOT: nonostante un'ambiziosa riforma del sistema d'asta (su cui torniamo in un paragrafo successivo) e l'aumento del tasso base, anche le emissioni di BOT incontrarono un limitato interesse da parte delle banche[122]. Nell'ultimo trimestre dell'anno la creazione di base monetaria accelerò nuovamente, spinta dall'ampliamento del portafoglio di titoli pubblici della Banca d'Italia e dall'aumento del rifinanziamento delle banche.

La crisi del mercato obbligazionario non fu breve: la domanda delle banche e dei privati tornò ad essere significativa solo nell'ultima parte del 1970.

Tra la metà degli anni Sessanta e la fine del 1968, la situazione monetaria e valutaria dell'Italia e della Germania Federale erano state abbastanza simili (tant'è che, come abbiamo visto, in sede internazionale si discuteva dell'eventualità di una rivalutazione non solo del marco ma anche della lira). Entrambi i paesi avevano generato forti avanzi delle partite correnti ed esportato ingenti quantità di capitale, mantenendo i rispettivi tassi d'inflazione inferiori a quelli della maggior parte degli altri paesi sviluppati; a differenza di altri stati europei, entrambi avevano mantenuto i tassi d'interesse invariati nonostante i ripetuti e sensibili aumenti di quelli americani (grafico 5). Inoltre, dall'agosto del 1967 la Bundesbank aveva intrapreso una politica di sostegno del mercato dei titoli pubblici, che aveva fatto diminuire i tassi d'interesse e incoraggiato le uscite di capitali per investimenti di portafoglio[123]. Perché allora nel 1968 - prima quindi dell'aumento dei tassi tedeschi, dell'autunno caldo ecc. - la speculazione internazionale si indirizzò verso il marco trascurando completamente la lira? Il precedente della rivalutazione del marco nel 1961 non sembra una spiegazione sufficiente.

In realtà, la somiglianza tra i due paesi era superficiale. Come abbiamo visto in precedenza, la Germania, dopo la fase di accentuate fluttuazioni della sua posizione esterna seguita alla rivalutazione del 1961[124], stava costruendo un ordine economico basato sul

---

120 Nel secondo semestre le sottoscrizioni nette degli investitori non bancari furono nulle, quelle delle banche diminuirono fortemente (cfr. Relazione BI sul 1969, pag. 320-321). Su poco più di 1500 miliardi di titoli di Stato e per conto del Tesoro emessi nell'anno, circa 1200 miliardi vennero assorbiti dal portafoglio della Banca d'Italia (ivi, pag. 316). La subitaneità della crisi risulta con chiarezza dalla nota congiunturale della Banca d'Italia del 14 luglio 1969, prima citata, in cui, per quanto riguarda il mercato finanziario, si indica solo "qualche sintomo di tensione" nei mesi di maggio e giugno, "rilevabile dal crescente volume di titoli acquistati dalla Banca d'Italia per il sostegno dei corsi"; malgrado ciò, afferma la nota, "non sembra venuta meno la favorevole propensione del pubblico verso i titoli a reddito fisso".

121 Relazione BI sul 1969, pag. 309. L'aumento dei tassi accelerò nei primi mesi del 1970: i rendimenti medi dei buoni poliennali del Tesoro passarono dal 5,59% dell'agosto 1969 al 6,36% nel dicembre e a 7,52% nel marzo 1970.

122 Poiché, a seguito della riforma, il rendimento dei BOT poteva superare il tasso di sconto, a cui era solitamente equiparato quello sulle anticipazioni, per evitare arbitraggi a giugno 1969 venne introdotto un sistema di penalizzazioni sui tassi delle anticipazioni a scadenza fissa.

123 Il sostegno fu interrotto nel febbraio del 1969, in concomitanza con la stretta nella politica monetaria di cui abbiamo parlato prima.

124 Oltre che dai movimenti di capitale, queste fluttuazioni erano state determinate da marcate oscillazioni del saldo corrente, dovute soprattutto alle sfasature tra il ciclo tedesco e quello prevalente nell'insieme degli altri

sistematico accumulo di avanzi correnti: la Relazione BI sul 1968 riporta che le autorità tedesche avevano stabilito l'obiettivo "di conseguire un saldo attivo in beni e servizi di circa 2,5 miliardi di dollari, perché solo così l'economia tedesca sarebbe stata in grado di realizzare un volume di esportazione di capitali corrispondente alla sua posizione di grande paese industriale" (pag. 50)[125]. Nel caso dell'Italia, invece, l'avanzo non era desiderato e la politica economica aveva "continuato ad orientarsi, attraverso misure espansive, verso il conseguimento di una diminuzione del *surplus* nei conti con l'estero" (pag. 52). Queste differenze erano in genere considerate coerenti con il livello di sviluppo dei due paesi, ma rispondevano anche a una diversa visione dell'assetto di lungo periodo delle loro economie e dei loro rapporti internazionali, che si rifletteva sulle rispettive monete.

A ciò si aggiunsero altri fattori, soprattutto a partire dal 1969: l'aumento dell'instabilità politica in Italia - il fallimento dell'unificazione socialista metteva in discussione la sopravvivenza del centro-sinistra -, la maggiore asprezza dello scontro sociale, il ritardo nell'adeguare la politica monetaria alle mutate condizioni internazionali. Lungi dal mostrare la forza della lira, gli eventi del 1969 fecero emergere una sua preoccupante fragilità. L'Italia fu poco interessata dai massicci afflussi di capitali provenienti dagli Stati Uniti, che portarono, nell'estate del 1971, alla fine della convertibilità del dollaro in oro: segno di una valutazione poco incoraggiante delle prospettive dell'economia italiana e della sua valuta[126].

La debolezza della lira fu confermata in occasione del riallineamento generale delle parità concordato nel dicembre del 1971, dopo la dichiarazione di inconvertibilità del dollaro: la lira fu rivalutata sul dollaro, ma, per la prima volta dal 1947, fu svalutata sulla maggior parte delle altre valute europee, oltre che sullo yen: si chiudeva un'epoca di storia valutaria italiana[127].

4.4 La spinta salariale e "gli effetti deflazionistici dell'inflazione da costi" (1970-1971)

Il nuovo decennio non si apriva sotto buoni auspici: la scena internazionale era dominata dal rallentamento produttivo, dall'aumento dell'inflazione e dalle crescenti tensioni nel sistema monetario internazionale[128].

Come abbiamo visto, verso la fine del 1970 l'allentamento della politica monetaria, in atto da tempo negli Stati Uniti, si estese al resto del mondo sviluppato. Una parziale eccezione fu la Germania, dove, malgrado alcune riduzioni dei tassi ufficiali, le condizioni monetarie

---

paesi sviluppati. Disavanzi correnti emersero in particolare nel 1962 e nel 1965. Cfr. Relazione BRI del 1969, pag. 4-13.

125 Si veda anche la Relazione BI sul 1969, secondo la quale gli avanzi correnti tedeschi erano stati stimolati dalla politica di contenimento dei consumi privati avviata nel 1967 tramite accordi con i sindacati per la moderazione salariale (pag. 28).

126 Si vedano le CF sul 1971: "un certo grado di isolamento dalle correnti speculative è stato procurato al nostro paese anche dalle meno allettanti prospettive di impiego di fondi, dovute alle difficoltà manifestatesi nella nostra economia, e da giudizi non positivi sulla sua possibile evoluzione" (pag. 364).

127 Nel 1949 la lira fu svalutata sul dollaro ma meno della maggior parte delle altre valute europee, sulle quali pertanto si rivalutò. Per quanto riguarda il riallineamento del 1971, la lira (con la corona svedese) fu svalutata sull'oro, ma meno del dollaro; le altre valute europee e lo yen furono in varia misura rivalutate. Il cambio effettivo della lira subì una leggera rivalutazione.

128 Nei paesi OCSE il tasso di crescita del RNL calò dal 5% nel 1969 al 2,7% nel 1970, mentre l'inflazione aumentò dal 4,7 al 5,7% (Relazione BI sul 1970, pag. 24). Negli Stati Uniti il 1970 fu un anno di recessione, benché moderata.

rimasero per qualche tempo relativamente più restrittive che negli altri paesi industrializzati[129]. Il 1971 segnò l'avvio della ripresa negli Stati Uniti e in Canada, mentre in Europa fu un anno di ulteriore rallentamento; l'intensità della frenata fu però diversa: quasi nulla in Francia, maggiore in Germania, ancora maggiore in Italia, dove l'incremento del prodotto fu il più basso dalla fine della guerra.

In Italia, l'aspettativa di una rapida ripresa dopo gli scioperi dell'autunno del 1969 andò delusa. Nel primo trimestre del 1970 ci fu un forte rimbalzo, ma nel resto dell'anno l'attività produttiva rimase sostanzialmente piatta. La domanda interna ebbe una dinamica debole, malgrado il forte incremento del disavanzo pubblico. Gli investimenti fissi, in particolare, rallentarono nel 1970 e l'anno dopo subirono un calo sensibile[130], mentre negli altri principali paesi europei continuarono ad aumentare, benché a tassi decrescenti. Anche i consumi privati ristagnavano, malgrado i cospicui aumenti salariali: le famiglie furono contagiate dal clima di incertezza, a cui contribuiva il debole andamento dell'occupazione, e forse influenzate dal desiderio di recuperare l'erosione della ricchezza finanziaria provocata dall'inflazione. Per quanto riguarda la domanda estera, essa diede un contributo negativo nel 1970, mentre nel 1971 fu il principale sostegno della crescita[131].

La bilancia dei pagamenti tornò a una situazione più equilibrata, soprattutto per il miglioramento dei movimenti di capitale. Nel 1970 il saldo complessivo fu leggermente positivo, ma si passò attraverso fasi di forte tensione: in estate, in concomitanza con una crisi di governo, si diffusero voci di svalutazione della lira che determinarono un forte aumento dello sconto a termine e costrinsero la Banca d'Italia a intervenire con ingenti vendite di dollari[132].

Fino all'estate del 1970, la politica monetaria seguì un orientamento restrittivo. A marzo il tasso di sconto fu aumentato di un punto e mezzo, al 5,50%; la creazione di base monetaria fu contenuta, soprattutto per la diminuzione del rifinanziamento delle banche, probabilmente dovuta alla chiusura delle posizioni in titoli. I tassi d'interesse, sia bancari che sulle obbligazioni, continuarono il movimento ascendente iniziato nel 1969, raggiungendo a metà anno livelli superiori a quelli prevalenti negli altri paesi della CEE e nel mercato dell'eurodollaro[133].

Sul finire del 1970 e nel corso del 1971, le condizioni della lira tornarono a farsi abbastanza tranquille: la bilancia dei pagamenti migliorò sensibilmente, grazie al notevole aumento dell'avanzo corrente; l'inflazione, benché relativamente alta, era simile a quella che si riscontrava altrove (figura 8; il deflatore del PNL fu inferiore a quello tedesco sia nel 1970 che nel 1971[134]); la pressione dei salari sui costi e sui profitti, particolarmente forte nel 1970, si attenuò nell'anno successivo, facendo diminuire le differenze con i principali paesi

---

129 Cfr. Relazione BRI del 1971, pag. 10. Le riduzioni dei tassi ufficiali tedeschi (dal 7,5 al 3% tra luglio 1970 e febbraio 1972) avevano soprattutto lo scopo di contenere gli afflussi di capitali dall'estero.

130 Mentre il rallentamento del 1970 fu provocato dal forte calo degli investimenti nell'edilizia, nel 1971 diminuirono anche gli investimenti industriali.

131 L'avanzo corrente, che nel 1969 era stato pari al 2,9% del RNL, si ridusse allo 0,9% nel 1970 e aumentò di nuovo all'1,9% nel 1971.

132 Lo sconto della lira a termine raggiunse il 17% e furono venduti 350 milioni di dollari (Relazione BI sul 1970, pag. 181). Cfr. anche il documento BRI citato più avanti.

133 Cfr. Relazione BRI del 1971, pag. 10.

134 In Italia il deflatore implicito del PNL fu pari al 6,6% sia nel 1970 che nel 1971, in Germania fu rispettivamente del 7,1 e del 7,7% (Relazione BI sul 1973, pag. 21).

europei[135]. La fiacchezza dell'attività produttiva e il calo degli investimenti divennero le principali preoccupazioni delle autorità. Costituito il nuovo governo, nell'autunno del 1970 la politica economica svoltò in senso espansivo, come del resto stava succedendo in quasi tutto il mondo sviluppato[136].

Ciò avvenne anche per la politica monetaria. La creazione di base monetaria aumentò notevolmente, grazie al contributo del canale estero e soprattutto all'espansione dei crediti della banca centrale verso il Tesoro[137]. Questa fu provocata non solo dall'aumento del disavanzo, ma anche da "una deliberata azione di contenimento delle emissioni, perseguita dalle autorità monetarie nella seconda metà dell'anno, al fine di limitare le pressioni sul livello dei tassi e di favorirne, anzi, la riduzione" (Relazione BI sul 1970, pag. 217); in sostanza, veniva ripresa la stabilizzazione dei tassi a lungo termine, passando tuttavia a modalità più flessibili[138]. La politica espansiva continuò nel 1971, con un'ulteriore accelerazione della creazione di base monetaria e riduzioni dei tassi ufficiali (a gennaio fu ridotto il tasso d'interesse sulle anticipazioni, ad aprile e a ottobre anche il tasso di sconto).

Nel frattempo, il mercato obbligazionario era passato attraverso fasi travagliate. La crisi iniziata nel 1969 fu superata solo nella seconda metà del 1970; fino ad allora, la domanda degli investitori (banche comprese) restò molto debole, spingendo la Banca d'Italia ad assorbire una larga parte delle emissioni di titoli a reddito fisso (il 51% tra luglio 1969 e dicembre 1970, contro il 6% tra il 1966 e la metà del 1969; cfr. i dati riportati nella figura 7, tratta dalla Relazione BI sul 1971). Per alleggerire la pressione sul mercato, gli emittenti maggiori furono sollecitati a rivolgersi all'estero, il che contribuì a migliorare il saldo dei movimenti di capitale.

---

135 Secondo la BRI, "only Germany and Italy had achieved some success in slowing down the wage spiral" (Relazione del 1972, pag. 36). Secondo i dati della Banca d'Italia, tra il 1970 e il 1971 l'aumento del CLUP passò dal 18,2 all'11,9% in Italia, dal 10,3 al 9,4% in Germania.

136 Un'accurata analisi della situazione economica e monetaria italiana è contenuta in un documento interno della BRI, dell'11 dicembre 1970. In esso si condivideva l'idea che il rilancio della crescita della produzione e della produttività era "a necessary condition for avoiding the re-emergence of a price/wage spiral and/or balance of payments disequilibrium", che era sostanzialmente la linea adottata dalle autorità italiane (anche con i provvedimenti di bilancio dell'estate). Si segnalava peraltro il rischio che, a causa della limitata elasticità di breve periodo dell'offerta, una politica monetaria accomodante potesse provocare accelerazioni dell'inflazione difficili da tenere sotto controllo (il documento si intitola *Recent developments in the Italian economy* e si trova in ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, pratt., n. 115, fasc. 5).

137 Nel 1970 il fabbisogno del Tesoro, della Cassa Depositi e Prestiti e delle aziende autonome ammontò a poco più di 3.200 miliardi (l'aumento rispetto al 1969, in cui era stato pari a circa 1.700 miliardi, fu dovuto anche allo slittamento di alcuni pagamenti a causa degli scioperi). Al finanziamento contribuì soprattutto la Banca d'Italia, che coprì circa 2750 miliardi; il collocamento di titoli presso altri investitori fu del tutto marginale (26 miliardi; la parte restante del fabbisogno fu coperta dall'aumento della raccolta postale e da voci minori). In conseguenza di ciò, i debiti verso la Banca d'Italia passarono dal 28 al 31% circa del debito pubblico totale tra la fine del 1969 e quella del 1970. Cfr. Relazione BI sul 1970, pag. 187-188 e 195-196. A novembre e dicembre fu inoltre liberato un importo di riserve obbligatorie in contanti pari al 7% della loro consistenza.

138 Cfr. Capomassi et al. 1979, pag. 313-314. La "stabilizzazione flessibile" sembra essere stata una sorta di soluzione di compromesso: in una lettera del 3 gennaio 1970, diretta al prof. Giuseppe Parenti, presidente del Consiglio tecnico scientifico per la programmazione economica, Carli aveva osservato: "Non credo che un Istituto di emissione possa assumere l'impegno illimitato di sostenere un determinato corso dei titoli obbligazionari, indipendentemente dall'evoluzione dei tassi sui mercati internazionali e dall'andamento dei prezzi interni" (il Consiglio aveva inviato una bozza di documento in cui si sosteneva che la Banca d'Italia avrebbe dovuto difendere rigidamente verso il basso il corso dei titoli a reddito fisso una volta assestati su rendimenti in equilibrio con quelli esteri; in ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 120, doc. 1).

Con il ritorno della domanda dei privati e delle banche fu possibile sia accrescere l'offerta di titoli[139], sia avviare un movimento di discesa dei rendimenti: tra la metà del 1970 e la fine dell'anno seguente, i tassi d'interesse sui titoli di Stato diminuirono di un punto e mezzo, dopo essere aumentati di circa due punti e mezzo nella fase di ascesa. Il calo avvenne anche altrove: fino a marzo 1972, i rendimenti italiani restarono sostanzialmente allineati alla media degli altri paesi CEE. Il rinnovato interesse degli investitori consentì di ridurre il peso degli acquisti della Banca d'Italia, che rimase comunque elevato (il 18% delle sottoscrizioni nel 1971).

Tra il 1970 e la prima metà del 1972, la congiuntura italiana fu abbastanza più debole che nella media dei paesi avanzati, in particolare europei[140]. Ciò facilitò il riequilibrio della bilancia dei pagamenti, stimolando lo sviluppo delle esportazioni e contenendo la crescita delle importazioni; d'altra parte, rese le autorità monetarie ansiose di recuperare il terreno perso rispetto ai partner europei e di far ripartire lo sviluppo e gli investimenti.

4.5 L'effimera adesione al serpente europeo e l'inizio di una nuova crisi della lira

Il 1972 vide due principali eventi: l'avvio del cosiddetto serpente tra le valute dei paesi della Comunità europea (a cui si aggiunsero Regno Unito, Irlanda, Danimarca e Norvegia) e l'estendersi anche all'Italia della ripresa internazionale cominciata nel corso del 1971.

Con l'addensarsi di nuvole sempre più scure sull'orizzonte del sistema monetario internazionale, verso la fine degli anni Sessanta la Comunità europea aveva deciso di intensificare gli sforzi per creare un'area di stabilità valutaria in Europa, che avrebbe dovuto muovere verso una maggiore integrazione monetaria. La cooperazione in campo monetario era uno degli obiettivi stabiliti dal Trattato di Roma, e i sempre più evidenti segni di crisi del sistema di Bretton Woods spingevano ad accelerare i tempi. Nella riunione del Consiglio dei capi di Stato e di governo tenutasi all'Aia nel dicembre del 1969 si decise pertanto di creare una commissione, presieduta dall'ex premier lussemburghese Pierre Werner, con l'incarico di formulare una proposta per il coordinamento tra le politiche valutarie e monetarie dei paesi aderenti alla Comunità. Il risultato fu il rapporto Werner, presentato nel dicembre 1970. Esso prevedeva che nell'arco di un decennio si arrivasse a una stretta integrazione tra le monete europee, con la piena liberalizzazione dei movimenti di capitale e la fissazione di tassi di cambio irrevocabili, senza margini di fluttuazione: si sarebbe di fatto passati a un regime di moneta unica, amministrata da un sistema comunitario di banche centrali.

L'avvio del percorso indicato nel rapporto fu accelerato dalle intese raggiunte alla fine del 1971 per la riforma del sistema monetario internazionale (gli accordi dello Smithsonian Institute a cui abbiamo accennato in precedenza). Oltre a un generale riallineamento tra le parità delle principali valute, gli accordi stabilirono di ampliare i margini di oscillazione intorno alla parità, portandoli dal 2%[141] al 4,5% (2,25% per lato). Ciò comportava che, nei rapporti reciproci tra le valute europee, queste potessero oscillare entro una fascia di ampiezza pari al 9%: misura ritenuta troppo elevata e incompatibile con le esigenze di un'area fortemente integrata sul piano commerciale. Si decise pertanto che le valute europee,

---

139 Nel 1971 i collocamenti netti di titoli a reddito fisso sul mercato interno furono pari al 9,2% del RNL, contro il 4% del 1970 e il 6,5% del 1969.

140 Cfr. Relazione BRI del 1973, pag. 9-10 e 61.

141 Su base volontaria, la fascia del 2% era stata ridotta all'1,5% (0,75% per parte).

muovendosi all'interno del tunnel smithsoniano del 9%, dovessero oscillare ciascuna nei confronti dell'altra per non più del 4,5% (2,25% in più o in meno rispetto alla parità bilaterale).

L'accordo era completato da blande misure di coordinamento delle politiche monetarie e dalla creazione di un Fondo di cooperazione monetaria, che avrebbe dovuto concedere prestiti ai paesi che dovevano intervenire a sostegno della loro valuta. Fu inoltre prevista l'apertura di linee di credito reciproche tra le banche centrali aderenti; i crediti erano senza limiti di importo, ma dovevano essere rimborsati entro la fine del mese successivo alla loro formazione[142].

Le autorità italiane formularono diverse critiche e riserve, richiamate da Carli nelle *Considerazioni finali* sul 1972: il coordinamento avrebbe dovuto riguardare non solo la politica monetaria (dove comunque era insufficiente) ma più in generale la politica economica, dando adeguato rilievo alle esigenze di sviluppo e di difesa dell'occupazione; i crediti erogabili dal Fondo di cooperazione monetaria erano troppo limitati[143]. Nonostante ciò, l'Italia aderì al serpente, che cominciò a funzionare nell'aprile del 1972.

All'inizio di maggio aderì anche il Regno Unito, che sarebbe entrato a far parte della CEE nell'anno successivo. Immediatamente dopo, la sterlina fu investita da una grave crisi; dopo una permanenza di poche settimane, il governo britannico - che aveva dichiarato di voler dare la precedenza agli obiettivi dello sviluppo interno[144] - decise di abbandonare il serpente, lasciando fluttuare il cambio della sterlina.

Uscito il Regno Unito, la tempesta si spostò sull'Italia. Essa fu accentuata dalla divergenza, che cominciò a manifestarsi nella primavera del 1972 e divenne sempre più ampia nei mesi successivi, tra la politica monetaria prevalente negli altri paesi dell'area, a cominciare dalla Germania, e quella italiana.

La tregua nei mercati valutari internazionali era durata pochissimo tempo. Come abbiamo visto, gli accordi dello Smithsonian Institute avevano ripristinato il sistema dei cambi fissi ma non la convertibilità del dollaro in oro; si era pertanto passati anche formalmente a un sistema di *dollar standard*, senza però che gli Stati Uniti avessero alcuna intenzione di subordinare a ciò la loro politica monetaria. Le uscite speculative di capitali ripresero quasi subito, già nei primi mesi del 1972. Inoltre, la ripresa economica internazionale cominciata nel 1971, che nell'anno successivo si era estesa all'Europa e al Giappone coinvolgendo praticamente tutto il mondo sviluppato, stava facendo salire fortemente i prezzi delle materie prime.

---

142 Relazione BI sul 1972, pag. 68. Gli strumenti di pagamento usati per il rimborso dovevano rispecchiare la composizione delle riserve della banca debitrice. Poiché ciò avrebbe comportato l'utilizzo dell'oro, con i problemi che abbiamo visto (la cessione cioè a un prezzo inferiore a quello di mercato), a giugno la Banca d'Italia ottenne la sospensione di questa regola e l'autorizzazione a fare i rimborsi in dollari. Oltre ai finanziamenti a brevissimo termine, con le caratteristiche indicate, furono introdotti anche finanziamenti a termine breve (tre mesi) e medio (da due a cinque anni), di cui l'Italia avrebbe beneficiato negli anni successivi.

143 Le proposte del rapporto Werner e le osservazioni italiane sono descritte in un documento del Servizio Studi della Banca d'Italia del gennaio 1971 (in ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 60, fasc. 4, sfasc. 10). Oltre a sollevare diverse questioni tecniche, venivano mosse due principali obiezioni politiche: poiché l'unione economica e monetaria avrebbe provocato un sostanziale trasferimento di poteri dal livello nazionale a quello comunitario, occorreva rendere politicamente responsabili verso un parlamento democraticamente eletto gli organi incaricati di esercitarli (Consiglio e Commissione); questa posizione era condivisa da tedeschi e olandesi, ma non dai francesi. In secondo luogo, non era sufficiente il mero coordinamento delle politiche economiche, ma occorreva giungere alla loro unificazione; in coerenza con ciò, "lo sviluppo dell'unificazione monetaria dovrà sempre svolgersi parallelamente ai progressi verso l'unificazione delle politiche economiche" (pag. 6).

144 C.F. sul 1972, pag. 13.

Poste di fronte al riaccendersi delle tensioni inflazionistiche e alla creazione di liquidità provocata dagli afflussi di capitali dall'estero, le autorità monetarie tedesche decisero di passare a una politica restrittiva: a febbraio, oltre a misure per scoraggiare gli ingressi di capitali esteri[145], furono presi provvedimenti per contenere la liquidità interna (riduzione delle quote di risconto), rafforzati a giugno e a luglio[146]; a ottobre fu avviato un processo di rapido aumento dei tassi d'interesse ufficiali, che, come nel ciclo precedente, furono alzati ripetutamente, raddoppiando - dal 3 al 6% - nel giro di pochi mesi[147].

Anche in Francia dall'estate la politica monetaria si fece restrittiva (aumenti delle riserve obbligatorie e dei tassi d'interesse sui prestiti della Banca di Francia[148]). La tendenza all'aumento dei tassi a breve termine, iniziata negli Stati Uniti nel mese di febbraio, si estese gradualmente all'Europa: prima al mercato dell'eurodollaro, poi alla Svizzera e al Regno Unito, successivamente, nella seconda metà dell'anno, al Belgio, ai Paesi Bassi, alla Francia e alla Germania Federale[149]: cioè praticamente a tutti gli altri paesi aderenti al serpente comunitario.

Le autorità italiane, che venivano da due anni di crescita insoddisfacente, desideravano invece continuare a stimolare la domanda, mantenendo una politica monetaria accomodante. La creazione di base monetaria, notevole già nell'anno precedente, accelerò ulteriormente, spinta soprattutto dai finanziamenti al Tesoro. Come già nel 1971, ciò non dipese dall'aumento del fabbisogno pubblico - che pure ci fu - né da difficoltà di collocamento dei titoli, ma fu il frutto di una precisa scelta di politica monetaria:

> il forte incremento [dei finanziamenti della Banca d'Italia al Tesoro]…è il risultato di una deliberata azione delle autorità monetarie volta a fornire al sistema bancario, tenuto conto dell'andamento delle altre componenti, un volume di mezzi liquidi sufficienti a permettere una sostenuta espansione dell'offerta di credito; si è in particolare limitato il finanziamento del Tesoro tramite il collocamento diretto di titoli sul mercato…, pur in presenza di un disavanzo di cassa del settore superiore di 1.005 miliardi a quello dell anno precedente (Relazione BI sul 1972, pag. 243[150]).

In coerenza con questo orientamento, ad aprile, immediatamente prima dell'avvio del serpente valutario, i tassi ufficiali furono ridotti di mezzo punto percentuale, portando i tassi di mercato italiani ai livelli più bassi in ambito comunitario[151]. L'incremento della liquidità e la flessione dei tassi furono maggiori nel primo semestre, ma continuarono anche nel secondo,

---

145 Abbassamento dei tassi ufficiali, aumento della riserva obbligatoria sulla raccolta estera delle banche, obbligo di un deposito infruttifero presso la Bundesbank a fronte dei prestiti esteri delle imprese.

146 Furono ulteriormente ridotte, in più riprese, le quote di risconto e ripetutamente aumentata la riserva obbligatoria sulle passività interne delle banche.

147 Cfr. Relazione BRI del 1973, pag. 53-57.

148 Ib., pag. 58.

149 Cfr. Relazione BI sul 1972, pag. 33-34.

150 Si veda anche pag. 241: "la decisione di contenere, nel 1972, il finanziamento [del fabbisogno finanziario del Tesoro] mediante collocamento di titoli sul mercato, pur in presenza di condizioni favorevoli, rientra … in una precisa scelta di politica economica, volta a regolare in senso espansivo la creazione di base monetaria, data la situazione di apporto nullo o negativo della bilancia dei pagamenti e scarso, nella gran parte dell'anno, dei finanziamenti della banca centrale al sistema creditizio"; e pag. 245: "Allo scopo di spostare presso la banca centrale il finanziamento del Tesoro, sono state contenute le emissioni nette di BOT per investimenti liberi, il cui ammontare nell'anno è stato di 75 miliardi contro 600 nel 1971". In particolare, non furono rinnovate due serie di BOT in scadenza nel primo semestre.

151 Cfr. Relazione BI sul 1971, pag. 282. Fu anche ridotta la remunerazione dei depositi volontari delle banche presso la Banca d'Italia.

malgrado la crisi valutaria. Il credito bancario continuò ad essere abbondante, favorito dal permanere di elevati livelli di liquidità e dalla sterilizzazione della distruzione di base monetaria provocata dal canale estero[152].

La divergenza tra le politiche monetarie, innestandosi su una ormai cronica debolezza della lira, stimolò l'avvio di ingenti deflussi di capitali, che a partire dall'estate del 1972 misero sotto forte pressione il cambio, costringendo la Banca d'Italia a massicci interventi. Le autorità monetarie italiane, dopo avere invano richiesto la sospensione del restringimento dei margini di oscillazione previsti dall'accordo valutario europeo[153], cercarono di conciliare la difesa del cambio con la continuazione della politica monetaria espansiva utilizzando misure di politica valutaria: da giugno riprese il ricorso all'indebitamento estero, tramite le banche e i prestiti compensativi ottenuti per mezzo degli istituti di credito speciale; sempre a giugno si resero non convertibili le banconote provenienti dall'estero, vietandone l'accreditamento sui conti (provvedimento che diede origine a un mercato delle banconote italiane all'estero, su cui si formò rapidamente un sensibile sconto rispetto al cambio ufficiale). Le esportazioni di capitali, che avvenivano soprattutto alterando i termini di regolamento delle operazioni commerciali con l'estero, però continuarono, stimolate dalla prospettiva di forti guadagni in caso di svalutazione della lira e alimentate dall'ampia disponibilità di credito interno: i deflussi furono molto forti, risultando, secondo una valutazione della Banca d'Italia, superiori a quelli del 1969[154].

Un quadro del clima di opinione prevalente, negli ambienti vicini al governo, nell'estate del 1972 è fornito dal verbale di una riunione del Comitato tecnico-scientifico per la programmazione economica, tenutasi il 22 agosto. Alcuni membri (Sylos Labini, Andreatta) ritenevano necessaria una politica monetaria più espansiva (anche se Ventriglia rilevava l'esistenza "di una vera inondazione di liquidità bancaria e di una notevole riduzione dei tassi praticati alla clientela"); gli effetti sulla bilancia dei pagamenti avrebbero dovuto essere neutralizzati o con una massiccia fiscalizzazione degli oneri sociali finanziata in disavanzo, mantenendo fermo il cambio (Sylos Labini), o svalutando e passando a una politica di cambi flessibili, anche in vista dell'aumento dell'inflazione atteso per il 1973 (Andreatta). Quasi tutti auspicavano una più incisiva politica di stimolo della domanda[155].

Nell'ultimo trimestre la ripresa produttiva si estese finalmente anche all'Italia, con un'intensa crescita - particolarmente gradita alle autorità - degli investimenti fissi, oltre che in scorte. L'intensificazione dello sviluppo, concomitante con l'inizio del rallentamento in alcuni nostri importanti partner commerciali, mandò in disavanzo anche le partite correnti. A quel punto la situazione della lira divenne insostenibile: nel gennaio 1973 fu introdotto il doppio mercato (uno per la lira finanziaria, libera di fluttuare, e l'altro per quella commerciale, legata

---

152 La Relazione BI sul 1972 riporta che, data la distruzione di liquidità provocata dalla crisi valutaria di fine giugno (circa 300 miliardi), le autorità intervennero, tra l'altro, "ricostituendo il volume di base monetaria attraverso un congruo finanziamento della Banca d'Italia al Tesoro" (pag. 232).

153 Ib., pag. 68-69. L'Italia ottenne di poter difendere il cambio della lira con vendite di dollari effettuate anche all'interno dei margini di intervento, invece che con vendite ai margini di monete comunitarie.

154 Relazione sul 1972, pag. 175. A dicembre, in concomitanza con l'aggravarsi della crisi valutaria, il tasso base delle anticipazioni a scadenza fissa fu aumentato di 2 punti, lasciando però invariati gli altri tassi ufficiali, per non ingenerare l'aspettativa di un mutamento di politica monetaria. Nonostante l'aumento, il ricorso all'operazione da parte delle banche aumentò fortemente (il debito passò da 72 a 1.431 miliardi tra la fine di novembre e quella di dicembre); contribuirono anche gli scioperi nel settore bancario, che aumentavano il fabbisogno di liquidità delle banche.

155 Il verbale è in ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, pratt., n. 115, fasc. 5.

al serpente[156]); a febbraio, immediatamente dopo la nuova svalutazione del dollaro (che fu l'anticamera della fine dei cambi fissi, avvenuta il mese dopo), anche la lira commerciale fu sganciata dal serpente e lasciata fluttuare, con una immediata svalutazione.

La partecipazione all'accordo di cambio europeo era durata meno di un anno ma era stata molto onerosa in termini di riserve, fortemente ridotte dopo gli interventi della seconda metà del 1972. L'Italia arrivò alla successiva crisi internazionale, quella del petrolio nell'autunno del 1973, con le munizioni pressoché esaurite e una reputazione intaccata, che rendeva più difficile l'accesso ai mercati finanziari internazionali.

È facile accusare la politica economica italiana di incoerenza. Come si poteva pensare di aderire a un accordo che restringeva i margini di oscillazione tra le valute e nello stesso tempo seguire una politica monetaria che divergeva nettamente da quella prevalente nell'area[157]? Come si poteva sperare di arrestare la speculazione contro la lira continuando ad alimentare la creazione di base monetaria e l'espansione del credito bancario? Ormai da anni i controlli sui movimenti di capitale non garantivano l'isolamento del mercato finanziario italiano da quello internazionale; e il ricorso al credito internazionale per ricostituire le riserve valutarie prosciugate dagli interventi sul mercato dei cambi non poteva essere illimitato. In effetti, l'incoerenza vi fu[158]. Oltre alla possibile sottovalutazione della fragilità della lira, pesò il forte desiderio di non spegnere sul nascere la ripresa bloccando il recupero degli investimenti, la cui lentezza aveva destato gravi preoccupazioni. Ma si pagò un costo elevato: l'esaurimento delle riserve e la svalutazione della lira ne consolidarono lo *status* di moneta debole, proprio alla vigilia di quella che sarebbe stata la peggiore crisi internazionale del decennio.

L'eredità che si lasciava al periodo successivo era pesante: la svalutazione della lira accentuò il peggioramento delle ragioni di scambio provocato dall'aumento dei prezzi delle materie prima. Nella primavera del 1973, prima ancora della crisi petrolifera, l'inflazione ebbe un'impennata che determinò uno scatto senza precedenti della scala mobile[159]: la spirale cambi-prezzi-salari era entrata in funzione.

5. Il quadriennio terribile: 1973-1976

I quattro anni tra il 1973 e il 1976 furono per l'Italia i più difficili del decennio. L'instabilità economica e monetaria - con ripetute crisi valutarie, l'aumento dell'inflazione e la grave recessione del 1974-75 - si mescolò con l'instabilità politica, in una miscela micidiale che in certi momenti sembrò travolgere il paese. Le stragi (Brescia, l'Italicus) e l'aggravarsi del terrorismo determinarono uno stato di allarme e di emergenza che condizionò gravemente il dibattito pubblico.

---

156 Il doppio mercato fu abolito nel marzo del 1974.

157 Questa incoerenza rende poco plausibile l'affermazione che l'adesione al serpente fu un primo tentativo, patrocinato da Carli, di introdurre il cosiddetto "vincolo esterno"; cfr. Craveri, *L'arte del non governo*, cit. pag. 225.

158 G. Basevi e P. Onofri criticano la decisione di non seguire il Regno Unito nell'uscita dal serpente e nel passaggio alla fluttuazione del cambio. Essi ritengono - probabilmente a ragione - che il motivo fosse da ricercare a livello politico, soprattutto "nella tesi che l'Italia non poteva restare fuori dal nucleo centrale dei paesi della CEE - tesi che indurrà nel seguito altri passi arrischiati o mal preparati" (1997, pag. 27).

159 Relazione BRI del 1973, pag. 64.

Anche per la debolezza dei governi, la politica economica fu determinata soprattutto da esigenze di breve termine e dal bisogno di fronteggiare le ripetute situazioni di emergenza, con una scarsa capacità di affrontare i problemi di fondo dell'economia italiana. Nelle *Considerazioni finali* lette nel maggio del 1974, nel pieno della crisi petrolifera, Carli descrisse due opposte linee di politica economica: dedicare tutti gli sforzi al contenimento del disavanzo esterno, tenendo conto dell'esaurimento del credito di cui l'Italia disponeva all'estero (la linea da lui sostenuta); o compensare l'effetto depressivo del peggioramento delle ragioni di scambio attraverso un ulteriore aumento del disavanzo pubblico, nell'aspettativa che lo squilibrio esterno potesse essere facilmente finanziato[160]. Più che scegliere una delle due linee, la politica economica italiana di questo periodo oscillò tra l'una e l'altra, con ripetute e repentine inversioni di rotta. Solo verso la fine del quadriennio si tentò un intervento più organico, con una visione più ampia e una più completa gamma di strumenti.

5.1 L'avvio della grande divergenza: la politica monetaria italiana nel 1973

Il 1973 fu un anno di svolta, sul piano sia internazionale che interno. Da quell'anno cominciò a manifestarsi un marcato scostamento tra gli andamenti monetari italiani e quelli della media dei paesi sviluppati; le premesse erano state poste in precedenza, in particolare nel 1972, ma le scelte di politica economica del 1973 determinarono un'accelerazione del processo di divergenza, prima ancora dello scoppio della crisi petrolifera.

La ripresa dell'attività produttiva iniziata nella seconda parte del 1972 ebbe un forte sviluppo nell'anno successivo, proseguendo fino alla metà circa del 1974. Aumentarono molto gli investimenti, sia fissi che in scorte, questi ultimi anche per finalità speculative: dopo un biennio di stasi, gli investimenti in impianti e attrezzature registrarono una crescita record, la maggiore dal 1950. L'inflazione, come abbiamo detto, accelerò fin dalla primavera, spinta dai costi ma anche dalla domanda; i profitti segnarono un significativo recupero, favorito dal fatto che l'aumento congiunturale della produttività contenne quello del costo unitario del lavoro (che comunque fu a doppia cifra). Il disavanzo delle partite correnti, iniziato nel primo trimestre, si aggravò nel corso dell'anno, soprattutto per il peggioramento delle ragioni di scambio e per la pressione esercitata dall'aumento della domanda interna; la lira, svalutatasi del 10% circa subito dopo l'avvio della fluttuazione, accentuò la caduta nella tarda primavera, per poi recuperare qualcosa nei mesi autunnali. Il disavanzo pubblico aumentò ulteriormente, ma gli investimenti pubblici continuarono a ristagnare: il risparmio negativo della pubblica amministrazione cominciò a essere considerato un importante problema macroeconomico, alla base del crescente squilibrio dei conti con l'estero del paese.

La linea di politica economica seguita dalle autorità italiane fu di sostenere l'espansione degli investimenti e dell'attività produttiva, cercando nel contempo di frenare l'aumento dell'inflazione soprattutto con misure amministrative di carattere selettivo; queste avrebbero dovuto contribuire anche al miglioramento dei conti con l'estero, che nel frattempo sarebbe stato finanziato con i prestiti compensativi e l'aumento dell'indebitamento netto delle banche. In applicazione di questo indirizzo, in estate il governo introdusse il blocco dei prezzi dei principali prodotti - una misura presa in quegli anni da molti paesi -, e sottopose all'obbligo

[160] Pag. 13-17.

di autorizzazione amministrativa il cambiamento dei listini delle principali imprese[161]. Le autorità monetarie, dal canto loro, cercarono di limitare la crescita degli impieghi bancari potenzialmente più idonei a finanziare operazioni speculative e di far salire i tassi a breve mantenendo stabili quelli a lungo termine, in modo da non compromettere il finanziamento degli investimenti produttivi.

Gli strumenti con cui si cercò di raggiungere questi obiettivi furono i controlli amministrativi sugli attivi delle banche: a giugno fu stabilito un vincolo di portafoglio, che obbligava le banche, nel semestre successivo, a investire in obbligazioni a medio e lungo termine - in particolare degli istituti di credito mobiliare, le più rilevanti per il finanziamento degli investimenti industriali - una quota della consistenza dei depositi a fine 1972[162]; a luglio fu introdotto un massimale sulla crescita degli impieghi bancari di importo elevato, nonché di quelli in favore di settori in cui era più probabile l'insorgere di tensioni speculative[163]. Coerentemente con l'orientamento all'aumento dei tassi a breve, a settembre, con un notevole ritardo rispetto alla richiesta della Banca d'Italia, il tasso di sconto fu aumentato dal 4 al 6,5%[164]. Sempre in estate furono prese anche misure per scoraggiare le uscite di capitali: venne introdotto l'obbligo di un deposito infruttifero sulle esportazioni di capitali, che però disincentivava solo quelle che avvenivano attraverso i canali ufficiali, e fu imposto il finanziamento in valuta dei regolamenti anticipati delle importazioni.

Nel complesso, pur cercando di tenere a freno gli eccessi speculativi, la politica monetaria continuò ad essere espansiva, permettendo un forte aumento della creazione di base monetaria e un notevole incremento dell'offerta di credito. La domanda di credito provocata dal disavanzo delle partite correnti finì pertanto per essere soddisfatta senza grandi resistenze[165].

L'orientamento espansivo seguito in Italia contrastava con quello della maggior parte degli altri paesi sviluppati, con la parziale eccezione del Regno Unito. Ma si pensava che il passaggio ai cambi fluttuanti e il ricorso ai controlli diretti sul credito aggiungessero gradi di

---

161 A testimonianza di quanto fosse diffuso questo approccio, le raccomandazioni all'Italia del Comitato monetario della CEE del 24 luglio 1973 richiedevano, sotto il titolo di "politica dei prezzi e dei redditi", di "estendere i poteri del CIP [Comitato interministeriale prezzi] per instaurare un regime di sorveglianza comportante notifica e giustificazione di ciascuna domanda di variazione dei prezzi" (in ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 59, fasc. 2, sfasc. 13). L'Italia era soggetta a sorveglianza in quanto beneficiaria del sostegno comunitario a breve termine.

162 Il vincolo imponeva alle banche di investire in titoli a lungo termine il 6% della consistenza dei depositi alla fine del 1972: il 5% doveva andare in titoli mobiliari e industriali, l'1% in titoli pubblici.

163 Imprese finanziarie e commerciali, privati. Il provvedimento, che al di fuori di questi settori si applicava solo alle esposizioni superiori a 500 milioni, mirava anche a limitare il razionamento del credito bancario alle piccole imprese.

164 La corrispondenza tra Carli e La Malfa, ministro del Tesoro, è ricostruita in I. Visco, *Inflazione e politica monetaria*, 16 novembre 2022. Il ritardo nella decisione di aumentare il TUS (proposta a luglio e attuata a settembre) traspare anche nelle CF sul 1973 (pag. 20).

165 Una sintesi efficace della politica monetaria seguita nel 1972-73 è contenuta in un documento della Banca d'Italia dell'inizio del 1974, redatto nel contesto delle discussioni che accompagnarono la richiesta di un prestito al Fondo monetario internazionale (cfr. *infra*): l'orientamento largamente espansivo seguito nel biennio dipendeva dall'esigenza di evitare che il calo dell'autofinanziamento delle imprese incidesse negativamente sugli investimenti, incrementando la disponibilità dei finanziamenti esterni; tuttavia, ciò "ha avuto come conseguenza secondaria un accrescimento in misura sensibile dello stock di attività finanziarie delle imprese […]; ma tra queste una quota notevole è defluita verso l'estero, creando problemi per la nostra bilancia dei pagamenti e per il rapporto di cambio". In ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 59, fasc. 2.

libertà alla politica monetaria, i primi isolandola in qualche misura dalle influenze internazionali, i secondi riducendo l'esigenza di contenere l'aumento della base monetaria[166].

Quest'ultima crebbe soprattutto per la fortissima espansione del finanziamento monetario del Tesoro, dovuta, oltre che alla crescita del fabbisogno pubblico, alla nuova crisi del mercato obbligazionario. Nei primi mesi del 1973, con l'aumento dell'inflazione e il diffondersi di aspettative di perdite in conto capitale, il mercato era nuovamente entrato in uno stato di paralisi: la domanda era quasi completamente sparita, indirizzandosi verso altre attività (depositi bancari, immobili, azioni[167]). Le autorità monetarie contrastarono la tendenza all'aumento dei rendimenti sia rarefacendo l'offerta al pubblico di nuovi titoli - cioè intensificando le sottoscrizioni di titoli di stato da parte della banca centrale -, sia, come abbiamo visto, forzando la domanda con il vincolo di portafoglio[168]. Il compito di contenere il finanziamento monetario del Tesoro fu affidato ai BOT, ma i risultati furono modesti, nonostante che a settembre si decidesse di accorciarne la scadenza, da 12 a 6 mesi, e di aumentare di due punti il tasso base d'asta (insieme con i tassi ufficiali)[169].

Questo insieme di misure permise - con affanno e con un massiccio ricorso a metodi amministrativi - di mantenere approssimativamente stabili i rendimenti a lungo termine, malgrado il diffondersi delle aspettative inflazionistiche e l'ingente incremento delle emissioni nette (passate dal 10,5 al 15,4% del RNL[170]). Si accentuarono però alcune caratteristiche negative già emerse in precedenza: ulteriore aumento della fragilità del mercato, sempre più dipendente dalla "gestione" delle autorità monetarie; distorsione della struttura dei rendimenti; crescenti difficoltà del controllo monetario.

Che giudizio dare della linea di politica economica seguita nel 1973? In astratto, l'idea di sostenere lo sviluppo finanziando per qualche tempo il disavanzo corrente col credito internazionale non era del tutto peregrina: per anni si era detto e scritto in moltissime sedi, interne e internazionali, che per l'Italia era più appropriato importare capitale che esportarlo, cioè avere un disavanzo corrente invece di un avanzo; ciò era avvenuto per buona parte degli

---

166 Secondo la Relazione BI sul 1973, l'introduzione del doppio mercato dei cambi e la fluttuazione della lira commerciale erano provvedimenti "volti ad isolare, in qualche misura, il nostro sistema dagli effetti delle politiche monetarie restrittive condotte negli altri paesi industriali" (pag. 253). Inoltre, "nella seconda metà dell'anno, dopo i provvedimenti di carattere selettivo sul credito bancario, le autorità accettavano un maggiore tasso di crescita della base monetaria, peraltro coerente col più rapido aumento dell'attività produttiva e degli investimenti" (pag. 263). Nello stesso senso, anche pag. 161: nella seconda metà dell'anno, l'introduzione dei controlli diretti "ha reso meno urgente l'azione di contenimento della creazione di base monetaria".

167 Le emissioni di azioni raggiunsero un importo elevato (circa 2000 miliardi) e le quotazioni aumentarono del 13%.

168 A dicembre le banche aumentarono molto l'acquisto di titoli mobiliari e industriali, per cui a fine anno gli investimenti risultarono superiori a quelli necessari per il rispetto del vincolo; ma l'incremento fu dovuto a operazioni di consolidamento dei crediti concessi dalle banche agli istituti di credito speciale ad esse legati e a temporanei vantaggi fiscali. Le eccedenze di acquisto del dicembre 1973 ridussero il sostegno al mercato da parte delle banche nel corso del semestre successivo.

169 Il tasso base fu aumentato dal 7 al 9%, i tassi ufficiali, come abbiamo visto, dal 4 al 6,5%. Questi ultimi furono alzati anche per evitare operazioni di arbitraggio tra le anticipazioni della Banca d'Italia e gli stessi BOT; a giugno erano state aumentate di mezzo punto le maggiorazioni sul tasso d'interesse delle anticipazioni a scadenza fissa, che erano le operazioni a cui le banche ricorrevano per soddisfare esigenze di liquidità di breve periodo; la maggiorazione massima raggiunse i 3 punti percentuali (e quindi il tasso massimo salì al 9,5%). Il meccanismo delle maggiorazioni fu rivisto all'inizio del 1974, con l'intento di anticiparne l'applicazione.

170 Relazione BI sul 1973, pag. 306.

anni Cinquanta (il primo avanzo corrente del dopoguerra fu registrato nel 1957), senza che ci fossero grossi problemi. Ma quello che poteva andar bene negli anni Cinquanta e Sessanta non era necessariamente ancora praticabile nel contesto internazionale - molto più difficile - degli anni Settanta, soprattutto se le condizioni interne del sistema economico erano profondamente squilibrate e la politica economica tendeva ad assecondare gli squilibri più che a contrastarli. Inoltre, il credito dell'Italia all'estero non era quello di qualche anno prima, e un tasso di crescita di circa il 6%, come quello del 1973, non era più sostenibile (ma i decisori politici potevano avere qualche giustificazione nel non saperlo ancora).

L'obiettivo di rilanciare gli investimenti e lo sviluppo, recuperando il terreno perso sugli altri paesi europei, fece premio su quello di salvaguardare il valore della moneta. Su ciò influì l'incapacità della politica di bilancio di aumentare gli investimenti pubblici e di stimolare quelli privati, nonostante la forte crescita dei disavanzi; essa spostò sulla politica monetaria l'onere principale del sostegno agli investimenti, mentre la politica dei redditi - a cui si pensava di affidare il compito di regolare la dinamica dei prezzi e delle retribuzioni - rimaneva nel mondo degli auspici. Le conseguenze non tardarono a manifestarsi: l'aumento dell'inflazione nel corso del 1973 fu un fenomeno globale, ma in Italia esso fu notevolmente più elevato, anche prima dello scoppio della crisi petrolifera[171].

5.2 L'esplosione dei prezzi del petrolio e i tentativi di evitare una crisi internazionale

A pochi mesi dall'avvento dei cambi fluttuanti, l'economia internazionale fu scossa da una nuova, grave crisi: il fortissimo aumento dei prezzi del petrolio - pressoché quadruplicati nel giro di pochissimo tempo - innescato dalla guerra arabo-israeliana del Kippur nell'ottobre del 1973. La guerra fornì l'occasione, ma la vera e duratura novità era la formazione di un cartello tra i paesi produttori capace di manovrare l'offerta di petrolio in modo da sostenerne i prezzi. Come osservarono, tra gli altri, sia Carli che Baffi, un fenomeno che fino a quel momento aveva riguardato i mercati dei prodotti industriali e quello del lavoro - la formazione di imprese e di organizzazioni dotate di un forte potere di mercato, in grado cioè di manovrare i prezzi indipendentemente dallo stato della domanda - si estendeva per la prima volta al campo delle materie prime e dei rapporti tra paesi sviluppati e in via di sviluppo[172].

Gli effetti della crisi sui paesi importatori non erano uniformi, dato che la dipendenza dalle importazioni di petrolio non era la stessa: erano relativamente contenuti per gli Stati Uniti, che soddisfacevano parte del loro fabbisogno con la produzione interna, maggiori per i paesi europei e il Giappone. Secondo la Banca d'Italia, per il nostro paese l'impatto fu circa il doppio della media OCSE.

L'aumento del prezzo del petrolio tendeva ad accelerare l'inflazione e nello stesso tempo a deprimere la domanda, dato che provocava una sensibile decurtazione del reddito reale. Il peggioramento delle ragioni di scambio (più grave per i paesi le cui valute si deprezzavano) rendeva necessario destinare una quota maggiore del prodotto al pagamento delle importazioni e quindi riduceva la quota disponibile per gli usi interni. La strategia delineata da economisti, autorità ed enti internazionali era di diluire l'aggiustamento su un

[171] Nei maggiori paesi sviluppati l'inflazione aumentò dal 4,6 al 7,5%, contro un aumento dal 5,7 al 10,8% in Italia (Relazione BI sul 1973).

[172] Cfr. CF sul 1974, pag. 8: "La rivendicazione di una quota di partecipazione più ampia [del prodotto mondiale] si è espressa in comportamenti di tipo oligopolistico, o quasi monopolistico, così come all'interno dei singoli paesi essa si impernia sull'organizzazione monopolistica dei mercati dei fattori produttivi e dei prodotti".

arco temporale abbastanza lungo (almeno tre/quattro anni), finanziando nel frattempo i disavanzi della bilancia dei pagamenti dei paesi importatori. In questo modo, sarebbe stato possibile destinare una frazione delle risorse aggiuntive create dall'aumento della produttività al pagamento delle importazioni, evitando la contrazione del prodotto. Si stimava che il maggior costo delle importazioni petrolifere variasse in una fascia compresa tra il 2% circa del PIL per gli Stati Uniti e il 4% circa per alcuni paesi europei e il Giappone[173]. Poiché l'incremento atteso della produttività era del 4-5% l'anno, il problema appariva gestibile: destinando in media l'1% l'anno, in termini di PIL, dell'incremento di prodotto alle esportazioni invece che agli usi interni, in tre-quattro anni l'aggiustamento sarebbe stato compiuto, senza comprimere l'attività produttiva e lasciando uno spazio non marginale alla crescita dei consumi e degli investimenti.

Per quanto riguardava il finanziamento dei disavanzi nel periodo di aggiustamento, esso avrebbe dovuto poggiare in larga misura su canali pubblici e crediti a medio-lungo termine. Si voleva in tal modo assicurare che tutti i paesi importatori avessero il tempo per compiere un aggiustamento ordinato, evitando che il credito fluisse soprattutto verso i paesi con valute più forti. Si voleva inoltre ridurre la precarietà connessa con crediti prevalentemente a breve termine.

In quest'ottica, il Fondo monetario internazionale istituì una specifica operazione di credito, la *oil facility*, che avrebbe dovuto essere finanziata dai paesi esportatori di petrolio ed erogare crediti a medio-lungo termine ai paesi importatori che ne avessero avuto bisogno. Il Fondo raccomandò di non intraprendere misure di deflazione competitiva, cioè di evitare contrazioni unilaterali della domanda interna, che, se adottate simultaneamente da molti paesi, si sarebbero tradotte in una recessione globale; si sarebbero anzi dovuti realizzare opportuni programmi di investimento, che avrebbero dovuto compensare almeno in parte il vuoto di domanda provocato dall'aumento dei prezzi petroliferi[174].

Come succede quasi sempre, l'aggiustamento fu molto più caotico e disordinato di quanto previsto in questi piani e passò attraverso una grave recessione, che fece arretrare l'attività produttiva del mondo industrializzato e contrarre il commercio internazionale. La recessione, che iniziò nel 1974 e si estese a buona parte del 1975, fece diminuire le importazioni di petrolio riducendo il disavanzo corrente dei paesi sviluppati, che tuttavia tornò ad aumentare con la ripresa successiva[175]; solo nel 1978, quando diminuì a 10 miliardi di dollari, l'avanzo dei paesi esportatori di petrolio raggiunse livelli ritenuti sostenibili. Con la recessione calò anche l'inflazione, rimanendo però su un livello eccezionalmente alto per un periodo di grave caduta dell'attività produttiva[176].

Un aggiustamento ordinato avrebbe richiesto un grado di cooperazione interna e internazionale che semplicemente non esisteva. Sul piano interno, i gruppi sociali avrebbero dovuto accettare di contenere le loro domande sul prodotto per lasciare maggiore spazio agli

---

173 Cfr. Triffin 1974.

174 Le raccomandazioni degli organismi internazionali sono descritte, tra l'altro, in appunti inviati dalla Banca d'Italia ad autorità di governo (ad esempio, la nota mandata a Ruffolo e La Malfa il 29 gennaio 1974, in ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 74, fasc. 13).

175 Il disavanzo corrente dei paesi OCSE si ridusse da 33 a 6 miliardi di dollari tra il 1974 e il 1975, ma risalì a 24 miliardi nel 1976. Cfr. Relazione BRI del 1979, pag. 77.

176 Nel 1975 i prezzi al consumo aumentarono del 10% nell'insieme dei maggiori paesi industrializzati, contro il 13% dell'anno precedente; Relazione BI sul 1975, pag. 16.

usi esterni, cioè alle esportazioni. Ma in pratica non erano disposti a farlo: ciascun gruppo cercò di addossare agli altri l'onere dell'aggiustamento. Nel caso dell'Italia i meccanismi di indicizzazione salariale - rafforzati all'inizio del 1975 - non distinguevano tra fattori interni ed esterni di aumento dei prezzi, e gli incrementi retributivi discrezionali continuarono ad essere elevati; inoltre, lo scivolamento del cambio e le politiche espansive seguite in parte del periodo diedero alle imprese la possibilità di ricostituire o, in qualche caso, di ampliare i margini di profitto. Come diceva Baffi, l'inflazione era il meccanismo attraverso cui l'entità delle domande sul prodotto veniva ricondotta nei limiti in cui questo era disponibile[177]; ma più si riduceva la superficie su cui si scaricava l'onere dell'aggiustamento (cioè più diminuiva l'estensione dei gruppi sociali non o poco protetti), più il tasso d'inflazione doveva essere elevato per svolgere questa funzione[178]. Inoltre, sarebbe stato necessario un adeguato grado di flessibilità nell'uso delle risorse - lavoro compreso -, parte delle quali avrebbe dovuto essere spostata dalle produzioni per il mercato interno a quelle destinate all'esportazione.

Sul piano internazionale, realizzare il finanziamento ordinato dei disavanzi di tutti i paesi importatori avrebbe richiesto un forte ruolo degli organismi finanziari internazionali, che avrebbero dovuto assicurare una composizione equilibrata tra canali pubblici e privati e tra scadenze a breve e a medio-lungo termine; a tale scopo, sarebbe stato necessario un alto grado di cooperazione sia tra i paesi sviluppati, sia tra questi e quelli esportatori di petrolio. Ma gli eventi si svolsero in modo molto diverso. Malgrado le raccomandazioni del Fondo, alcuni paesi industrializzati mirarono ad assorbire molto rapidamente il disavanzo attraverso aggressive politiche di contenimento della domanda interna. La Germania Federale, in particolare, nel 1974 raddoppiò l'avanzo corrente; nel triennio 1974-1976 Giappone, Germania, Paesi Bassi e Svizzera accumularono avanzi correnti per 28 miliardi di dollari[179]. Data la tendenziale rigidità, nel breve periodo, del disavanzo dell'insieme dei paesi sviluppati, l'aumento dell'avanzo di alcuni di essi avveniva soprattutto a spese degli altri.

Lo sviluppo dei canali di finanziamento pubblici (in particolare, le *facilities* del Fondo) fu ostacolato dallo scarso entusiasmo dei paesi esportatori di petrolio, che avrebbero dovuto fornire il grosso delle risorse, e dall'ostilità degli Stati Uniti, preoccupati di salvaguardare il ruolo del dollaro. Gli Stati Uniti si opposero anche ad altre iniziative dirette ad accrescere la liquidità internazionale, come l'aumento delle quote del Fondo e l'abolizione del prezzo

---

177 Questa opinione era diffusa. Qualche anno dopo James Tobin scriveva: "Inflation is the symptom of deep-rooted social and economic contradiction and conflict. There is no real equilibrium path. The major economic groups are claiming pieces of pie that together exceed the whole pie. Inflation is the way that their claims, so far as they are expressed in nominal terms, are temporarily reconciled. But it will continue and indeed accelerate so long as the basic conflicts of real claims and real power continue" (1981 pag. 28, citato in Ratner e Sim 2022, pag. 3).

178 "L'inflazione è il processo attraverso il quale la somma delle domande delle parti sociali sul prodotto nazionale viene ricondotta alle dimensioni di questo. Esso rende compatibile il sistema delle aspirazioni distributive col flusso reale delle risorse. Quanto più singoli operatori o gruppi riescono a difendersi […] dall'effetto riduttivo dell'inflazione sul loro potere d'acquisto, tanto più ristretta diventa la superficie sulla quale l'erosione di potere di acquisto deve compiersi e tanto maggiore sarà, ceteris paribus, il tasso dell'inflazione" (Baffi 1979, pag. 680). Poteva anche capitare - era anzi la norma - che i componenti dello stesso gruppo sociale fossero protetti per certi aspetti ma non per altri (ad esempio, protetti come lavoratori, ma esposti come risparmiatori).

179 CF sul 1976, pag. 10.

ufficiale dell'oro[180]; contrastarono inoltre il rinnovo della *oil facility*, che fu approvato solo ridimensionandone la durata e l'importo.

In conclusione, non fu possibile evitare una grave recessione internazionale, costellata da crisi valutarie. Il finanziamento dei disavanzi avvenne in larga misura sul mercato dell'eurodollaro, su cui i paesi esportatori investivano molte delle loro disponibilità[181]; com'era inevitabile, il mercato indirizzò le sue preferenze verso i paesi più forti, cioè verso quelli che meno avevano bisogno di essere finanziati.

5.3 La crisi petrolifera in Italia e la restrizione del 1974

Data la sua forte dipendenza dalle importazioni di energia, l'Italia fu colpita in pieno dalla crisi petrolifera[182]. La debolezza della lira accentuò il peggioramento delle ragioni di scambio, che, secondo la valutazione della BRI, fu due volte e mezzo maggiore di quello tedesco. Il rafforzamento dei meccanismi di indicizzazione delle retribuzioni e, in certi periodi, la ripresa dei margini di profitto intensificarono la spirale tra cambi, salari e prezzi, causando una forte accelerazione dell'inflazione.

Lo scoppio della crisi petrolifera aggravò drammaticamente lo squilibrio dei conti con l'estero italiani: il disavanzo della bilancia commerciale peggiorò fortemente, passando da 1700 miliardi nel secondo semestre del 1973 a 4000 miliardi nel primo semestre dell'anno successivo. Per qualche tempo, fu ancora possibile finanziare lo squilibrio con altri prestiti compensativi e un ulteriore aumento dell'indebitamento netto delle banche; ma nei primi mesi del 1974 la situazione della lira si aggravò notevolmente[183]. Anche l'inflazione ebbe una fortissima accelerazione (tra dicembre e marzo i prezzi al consumo aumentarono del 26% in ragione annua, contro un aumento medio del 10,8% nel 1973; quelli all'ingrosso del 77%).

Cominciò a farsi strada la consapevolezza del bisogno di canali straordinari di finanziamento del disavanzo esterno e soprattutto di un profondo aggiustamento della politica economica, capace di arrestare il deterioramento dei conti con l'estero e di porre un freno all'inflazione. Il credito estero dell'Italia era ridotto ai minimi termini: esso soffriva gravemente, in particolare, per la mancanza di un programma di politica economica diretto a ridurre il disavanzo non petrolifero[184]. Inoltre, i maggiori paesi industrializzati, anch'essi alle

---

180 Come si è detto, quest'ultima divenne operativa solo dal primo gennaio del 1978, in parallelo con la completa demonetizzazione dell'oro.

181 Nel 1974, circa un terzo dell'avanzo finanziario dei paesi produttori di petrolio fu investito in eurodollari. Da notare che inizialmente anche la sterlina beneficiò in qualche misura di tali investimenti, benché molto meno del dollaro.

182 Tra il 1955 e il 1972 la domanda interna di energia era cresciuta al tasso medio annuo dell'8,7% e la quota coperta dal petrolio (pressoché totalmente importato, soprattutto dal Medio Oriente e dal Nord Africa) era passata dal 38 al 76% (dal 32 al 46% nel mondo, dal 20 al 60% in Europa occidentale). Relazione BI sul 1973, pag. 123-124.

183 La svalutazione rispetto a febbraio 1973, che a ottobre era di circa il 10%, arrivò al 16/17%, malgrado massicci interventi sul mercato dei cambi (dell'ordine di un miliardo di dollari al mese; Relazione BI sul 1974, pag. 208).

184 Cfr. la lettera di Carli al ministro del Tesoro La Malfa del 19 gennaio 1974, in ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 68, fasc. 1, sfasc. 4. Le linee essenziali di un programma di stabilizzazione e di riequilibrio (riduzione del disavanzo non petrolifero attraverso il contenimento della domanda interna, da ottenere soprattutto adeguando i prezzi interni dei prodotti petroliferi a quelli internazionali; riduzione dei consumi per mezzo di un aumento dell'imposizione indiretta; invarianza del valore nominale del disavanzo pubblico; retribuzioni in aumento meno

prese con l'accelerazione dell'inflazione, stavano ulteriormente inasprendo la politica monetaria: negli ultimi mesi del 1973 la Germania Federale e il Regno Unito, qualche tempo dopo gli Stati Uniti.

Dopo non piccoli travagli interni e negoziati che portarono a una crisi di governo, nel marzo del 1974 venne ufficialmente chiesto un prestito del Fondo monetario internazionale[185]. La crisi avvenne in un periodo di estrema instabilità politica, in cui si consumò il definitivo sfilacciamento del centro-sinistra classico: nei quattro anni della legislatura iniziata nel 1972 e interrotta nel 1976, si alternarono cinque governi e altrettante combinazioni parlamentari[186]. I problemi che agitavano la vita pubblica italiana erano gravi: i partiti erano alle prese con la questione del divorzio (il referendum si sarebbe tenuto nel maggio successivo), che spaccava la maggioranza contrapponendo la Democrazia cristiana a tutti i suoi possibili alleati; il mondo economico e finanziario, oltre che dai problemi di cui ci stiamo occupando, era agitato dalle vicende legate a Michele Sindona e dall'intreccio tra banche, speculazione e sfera politica che intorno a lui s'era creato[187]; lo scandalo dei petroli, scoppiato a febbraio con indagini a carico di tutti i partiti della maggioranza, gettava discredito sulla classe politica di governo. Persisteva nel paese un clima di violenza che di lì a poco avrebbe avuto drammatiche manifestazioni, con le stragi di piazza della Loggia (maggio) e del treno Italicus (agosto) e il rapimento da parte delle Brigate Rosse del giudice Sossi (aprile).

In questo contesto non propriamente tranquillo si svolse lo scontro politico - così forte da indurre Carli ad offrire due volte le sue dimissioni[188] - che portò alla crisi del quarto governo Rumor, l'ultimo formato dalla classica coalizione di centro-sinistra (democristiani, repubblicani e i due partiti socialisti). Il *casus belli* fu appunto il prestito del Fondo monetario internazionale: la bozza di lettera di intenti, negoziata da Carli e approvata dal ministro del Tesoro La Malfa, fu criticata da Giolitti, ministro del Bilancio e importante esponente del partito socialista, che chiedeva maggiore flessibilità negli impegni assunti dall'Italia[189]. Lo

---

dell'incremento della produttività, in modo da destinare parte di quest'ultimo al contenimento del disavanzo esterno; limitazione dei consumi di alcuni prodotti d'importazione, anche con il ricorso al razionamento) sono contenute in un appunto per La Malfa del 22 gennaio 1974 (in ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 68, fasc. 1, sfasc. 5).

185 In un appunto della Banca d'Italia inviato a Fanfani, segretario della Democrazia cristiana, nonché a Colombo, La Malfa e Rumor, si analizzano le opzioni disponibili per il prestito del Fondo (utilizzo delle risorse proprie di quest'ultimo, attivazione dell'accordo generale di prestito (GAB) o ricorso alle facilitazioni straordinarie di nuova istituzione); nel documento si mette in evidenza che l'attivazione del GAB avrebbe comportato l'applicazione non solo delle condizioni previste dal Fondo, ma anche di quelle richieste dai paesi che fornivano i mezzi finanziari, e che la *oil facility* stentava a decollare per lo scarso entusiasmo mostrato dai paesi esportatori di petrolio, che avrebbero dovuto fornite le disponibilità. In ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 59, fasc. 2, sfasc. 13. Cfr. anche l'appunto per Rumor del 4 marzo 1974, anch'esso in ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 61, fasc. 3, sfasc. 5.

186 Le coalizioni che li costituirono (rispettivamente, DC-PSDI-PLI, DC-PSI-PSDI-PRI, DC-PSI-PSDI, DC-PRI, DC) sembrano un esercizio di calcolo combinatorio intorno al punto fermo della DC.

187 Un ruolo particolare fu svolto dal progetto di aumento di capitale della Finambro, che diede luogo a un aspro scontro politico. Cfr. Lombard 1980, pag. 117 e seg.; Magnani 2016, pag. 55-59.

188 Cfr Craveri 2016, pag. 290-291.

189 La principale critica di Giolitti riguardava il limite al credito totale interno (cfr. *infra*), che a suo avviso avrebbe dovuto essere innalzato e reso modificabile in aumento nel caso la crescita delle esportazioni avesse superato le previsioni (cfr. la lettera a La Malfa del 27 febbraio 1974, in ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 61, fasc. 3, sfasc. 4; nello stesso fascicolo si trova anche una copia della lettera di dimissioni di La Malfa). Le osservazioni di Giolitti erano supportate da un parere del Consiglio tecnico-scientifico per la programmazione

scontro portò alle dimissioni di La Malfa, alla caduta del governo e alla formazione di un nuovo esecutivo, a cui i repubblicani si limitarono a dare appoggio esterno; presidente del consiglio era ancora Rumor, con Giolitti confermato al ministero del Bilancio e Colombo ministro del Tesoro al posto di La Malfa. Formato il nuovo governo, la lettera di intenti fu firmata e inviata senza alcuna modifica[190].

Il prestito fu l'occasione per il cambio di politica[191]. L'obiettivo - coerente con la politica del Fondo - era di ridurre significativamente nel corso del 1974, ed eliminare del tutto entro la fine del 1975, la componente non petrolifera del disavanzo corrente. Con il Fondo si concordò di porre un limite all'espansione del credito totale interno, cioè alla variazione dei finanziamenti totali dell'economia al netto delle emissioni azionarie e dei crediti ricevuti dall'estero; si fissò anche un limite al fabbisogno del settore pubblico, da raggiungere soprattutto adeguando il prezzo interno dei prodotti petroliferi all'aumento del costo delle importazioni di greggio.

Prima ancora dell'approvazione del prestito richiesto al FMI, avvenuta ad aprile, fu attivato un rilevante finanziamento della CEE (circa 1,9 miliardi di dollari), concesso nel giugno dell'anno precedente nell'ambito del sostegno monetario ai paesi membri[192]. Qualche mese dopo, ad agosto, la Banca d'Italia ricevette un prestito di 2 miliardi di dollari dalla Bundesbank[193].

---

economica, di cui facevano parte illustri economisti (Andreatta, Forte, Lombardini, Parravicini, Sylos Labini, Trezza, oltre a Ventriglia). Il parere del CTS fu oggetto di un vivace scambio di opinioni tra Carli, che accusava il consiglio di frettolosità e superficialità, e Parravicini, presidente del CTS, avvenuto prima in un colloquio e poi in uno scambio di lettere; in ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 74, fasc. 2.

190 I particolari della crisi sono raccontati in A. Gigliobianco, *Via Nazionale*, Donzelli 2006, pag. 286.

191 Si trattava di un prestito *stand-by* dell'importo di 1 miliardo di DSP - il più elevato tra quelli concessi dal Fondo fino a quel momento - e della durata di un anno. Il prestito, approvato ad aprile, dava all'Italia il diritto di comprare valuta di altri paesi membri in cambio di lire, purché fossero rispettate le condizioni stabilite nella lettera d'intenti inviata dal governo italiano. Parte del dibattito che precedette l'accordo con il Fondo è ricostruita in un appunto del 28 febbraio 1974, inviato a Fanfani (all'epoca segretario della DC) nonché a Colombo, La Malfa e Rumor, in ASBI, Direttorio-Carli, pratt. 59, fasc. 2. Il costo del prestito era stimato dalla Banca d'Italia nel 2,5% annuo per la prima fascia di 500 milioni di DSP e nel 2,83% per i restanti 500 milioni, oltre alla provvigione dello 0,25% annuo sulla parte della linea di credito non utilizzata (cfr. ASBI, Direttorio-Carli, pratt. N. 61, fasc. 3). Oltre che al prestito *stand-by*, l'Italia fece ricorso anche alla *oil facility,* benché questa fosse utilizzata soprattutto dai paesi in via di sviluppo: l'importo complessivo attinto a questa facilitazione fu di 533 miliardi di lire. Cfr. Relazione BI sul 1974, pag. 201, Bortolani, op.cit., e Roccas e Santini, op.cit. Le trattative per il prestito *stand-by* e le misure di politica economica che ne conseguirono sono descritte anche in un documento del Fondo, *Stand-by Arrangements with an Industrial Member: Italy*.

192 Il sostegno monetario a breve termine era stato introdotto dalla CEE nel 1970; il prestito all'Italia, dell'importo massimo consentito, fu il primo caso di utilizzo. Il prestito aveva una scadenza trimestrale e venne rinnovato due volte. A novembre del 1974 esso fu sostituito da un prestito a medio termine, con scadenza nel 1978, la cui concessione fu subordinata all'impegno del governo italiano ad attuare una serie di misure concordate con la stessa CEE.

193 Tecnicamente si trattava di un deposito di dollari da parte della Bundesbank presso la Banca d'Italia, a cui corrispondeva il deposito di una equivalente quantità di oro a nome della Bundesbank. L'oro era valutato al prezzo di mercato meno uno scarto del 20%; il prestito aveva una durata di sei mesi, con possibilità di tre rinnovi, ed era remunerato a un tasso pari a quello dei Treasury Bills a sei mesi (cfr. ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 66, fasc. 1, sfasc. 25). Esso fu reso possibile dalle decisioni, già ricordate, della Commissione europea e del Gruppo dei dieci, nell'aprile e nel giugno dello stesso anno, che avevano permesso di valutare al prezzo di mercato l'oro usato come pegno nei prestiti tra banche centrali. L'operazione fu rinnovata nel settembre 1976, questa volta nella forma di uno *swap* invece che di depositi incrociati; l'importo a disposizione della Banca d'Italia continuava

Si presero numerosi provvedimenti: vennero alzati i tassi d'interesse, portando il tasso ufficiale di sconto al 9% e abbandonando la politica di stabilizzazione dei tassi d'interesse a lungo termine; furono rinnovati il massimale sugli impieghi bancari - abbassandone drasticamente il limite minimo di applicazione (da 500 a 30 milioni) - e il vincolo di portafoglio. Nel campo valutario, il provvedimento principale fu l'introduzione dell'obbligo di versare anticipatamente, in un deposito vincolato infruttifero presso la Banca d'Italia, una somma pari al 50% del valore delle importazioni[194]. Oltre a scoraggiare queste ultime e a rendere più onerose le esportazioni di capitali che avvenivano per il loro tramite, si creava un importante fattore di assorbimento della liquidità bancaria. Furono inoltre proibiti ulteriori aumenti dell'indebitamento estero delle banche.

Anche la politica di bilancio diede il suo contributo con un rilevante pacchetto di misure fiscali, basate sull'imposizione indiretta e sull'aumento di tariffe pubbliche[195].

La creazione di base monetaria, ancora abbondante nei primi mesi dell'anno, rallentò fortemente[196], rendendo progressivamente più tese le condizioni di liquidità. La stretta raggiunse il massimo intorno a metà anno: a giugno il tasso interbancario toccò il 18%, con un aumento di 6 punti nel giro di pochi mesi. Le condizioni di liquidità migliorarono leggermente nei mesi successivi, ma si mantennero tese fino all'inizio di dicembre, quando la base monetaria ricominciò a crescere a un ritmo elevato. A fine anno i tassi medi sugli impieghi bancari raggiunsero il 17,4% e quelli sui depositi il 10%, rispettivamente dal 9,5% e dal 4,7% di un anno prima; i tassi sui BOT superarono il 15%. I finanziamenti complessivi rallentarono, pur rimanendo elevati[197].

La manovra riuscì a ridurre il disavanzo esterno e a frenare l'inflazione: i movimenti autonomi di capitale migliorarono già nel secondo trimestre del 1974 e divennero positivi nella

---

ad essere pari a 2 miliardi di dollari, ma il prelievo effettivo fu ridotto a 1,5 miliardi, corrispondenti al valore dell'oro già conferito. La tecnica dello *swap* implicava il trasferimento alla Bundesbank della proprietà dell'oro dato in garanzia e adeguamenti periodici dell'importo del prestito in base alle variazioni del prezzo dell'oro. Le trattative per il rinnovo dell'accordo non furono semplici: i tedeschi chiedevano, tra l'altro, la possibilità di vendere oro nel secondo anno (previa consultazione della Banca d'Italia e, in deroga allo schema dello *swap*, con decurtazione sia del debito in dollari della stessa Banca d'Italia che del debito in oro della Bundesbank) e l'applicazione della legge tedesca, con foro a Francoforte. Il testo finale consentiva vendite anticipate di oro da parte della Bundesbank, richiedendo però l'accordo della Banca d'Italia. Le novità del contratto tra le due banche centrali sono illustrate in vari appunti interni, tra cui una nota redatta a commento delle critiche del quotidiano Il Fiorino (che si appuntavano, in particolare, sul trasferimento della proprietà dell'oro). Cfr. ASBI, Direttorio-Baffi, pratt., n. 27, fasc. 2.

194 Il deposito previo sulle importazioni configgeva con l'impegno di non assumere misure che potevano ostacolare gli scambi internazionali, contenuto nella lettera di intenti inviata al Fondo monetario internazionale. Tuttavia il Fondo decise di consentirlo, per la sua natura eccezionale e temporanea, a condizione che alla scadenza non fosse rinnovato. Esso dovette essere autorizzato anche dalla CEE.

195 Cfr. Fazio 1979, pag. 301. Cfr. anche il documento del Fondo già citato: "As Mr. Palamenghi-Crispi [il direttore esecutivo per l'Italia] later emphasized to his colleagues on the Executive Board, the introduction of a fiscal program of such magnitude constituted a major policy shift for Italy, one which would have been regarded as "unthinkable" only a few months before" (pag. 447). Fu anche imposto un prelievo straordinario sulla proprietà dei veicoli a motore.

196 Tra aprile e novembre essa ammontò a 550 miliardi, contro oltre 5.000 dell'anno precedente; Relazione BI sul 1974, pag 247.

197 I crediti bancari, in particolare, aumentarono nell'anno del 18,8% e i depositi bancari del 16,8%, contro rispettivamente il 25,5% e il 24% del 1973. Il più rapido aumento dei crediti rispetto ai depositi si tradusse in un maggior ricorso ai finanziamenti della Banca d'Italia e in una contrazione della liquidità (cfr. Relazione BI sul 1974, pag. 272).

seconda metà dell'anno; calò anche il disavanzo corrente, soprattutto per la caduta delle importazioni e il miglioramento delle ragioni di scambio[198]. Anche il cambio della lira, fortemente deterioratosi nel primo semestre, si stabilizzò nella seconda parte dell'anno (malgrado qualche residua turbolenza), con un recupero negli ultimi mesi; nel complesso dell'anno, la svalutazione fu di poco superiore al 10%.

La tendenza al miglioramento continuò nella prima parte del 1975, sia per i conti con l'estero, sia per l'inflazione[199], in parallelo con la contrazione dell'attività produttiva e la caduta dei prezzi delle materie prime diverse dal petrolio[200]. Nell'estate lo squilibrio nella bilancia dei pagamenti correnti era stato pressoché eliminato, andando quindi anche oltre l'obiettivo concordato con il Fondo; l'inflazione era scesa al 12%[201]. Il costo fu però elevato: la recessione italiana fu la più grave tra i paesi sviluppati[202], con un sensibile calo dell'attività produttiva che ridusse fortemente le importazioni ma portò al peggiore arretramento dalla fine della guerra[203].

La stretta monetaria ebbe sensibili effetti sul mercato obbligazionario[204]. Le emissioni nette si ridussero fortemente, diminuendo di 11 punti di RNL (dal 15,4% del 1973 al 4,4%); il calo fu almeno in parte voluto dalle autorità e, come già accaduto altre volte, rappresentò un modo per alleviare le pressioni ribassiste sui corsi. Il Tesoro rinunciò quasi del tutto all'emissione di titoli a medio e a lungo termine, affidandosi pressoché esclusivamente ai BOT, ma con scarsi risultati[205]. Fu abbassata anche l'offerta degli altri titoli[206], che proveniva essenzialmente dagli istituti di credito speciale. Pur permettendo la discesa dei corsi, non si rinunciò a un'azione di sostegno, con gli interventi da parte della Banca d'Italia e soprattutto con il rinnovo del vincolo di portafoglio, che permise di contenere gli effetti del massiccio

---

198 Il disavanzo della bilancia commerciale, che nel primo semestre era stato pari a 4.000 miliardi, scese nel secondo a 3.000 miliardi circa. La bilancia dei pagamenti chiuse l'anno con un disavanzo autonomo (al netto dei prestiti compensativi) di circa 5.000 miliardi (2.800 nel 1973); il disavanzo corrente fu di 5.100 miliardi circa (1.500 nell'anno precedente); il disavanzo petrolifero fu pari a 4.500 miliardi (900 nel 1973).

199 L'aumento dei prezzi al consumo passò dal 24,5% del secondo semestre del 1974 all'11,7% del primo trimestre dell'anno successivo (in ragione d'anno). I prezzi all'ingrosso si stabilizzarono.

200 Tra l'aprile del 1974 e il primo trimestre del 1975, i prezzi internazionali delle materie prime industriali diminuirono del 40% circa.

201 Cfr. CF sul 1975, pag. 17-18.

202 Cfr. la valutazione del FMI nel documento citato, pag. 450.

203 Nel primo semestre del 1975 il PIL fu inferiore del 6% rispetto al primo semestre dell'amo precedente (nell'intero anno, la contrazione fu del 2,4%). Le importazioni ebbero un calo eccezionale: 8% in valore e 19% in quantità (CF sul 1975, pag. 17-18). Il ritorno al pareggio del saldo corrente fu facilitato, oltre che dal crollo dei prezzi delle materie prime non petrolifere, dall'inversione del ciclo delle scorte, che nella fase precedente aveva dato un forte contributo al peggioramento del disavanzo esterno.

204 Un'analisi dell'evoluzione del mercato finanziario italiano è contenuta in un appunto di F.Cotula e P.Gnes, intitolato *Evoluzione della struttura dei flussi finanziari e problemi di politica monetaria*, databile alla metà del 1975. In esso si evidenzia che "la politica di stabilizzazione dei corsi è inadeguata ad assicurare il funzionamento del mercato finanziario in presenza di elevati e variabili tassi d'inflazione; in tale situazione, il perseguimento di questa politica aggrava gli squilibri dei mercati "reali" e provoca situazioni di paralisi di quelli finanziari" (pag. 4-5). In ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, pratt., n. 107, fasc. 1.

205 Nonostante l'ulteriore accorciamento della scadenza dei buoni, portata da 6 a 3 mesi, e il notevole aumento dei tassi base delle aste: su un'offerta lorda di 14.300 miliardi, solo 1892 furono sottoscritti dalle banche. Cfr. Relazione BI sul 1974, tav. 104, pag. 262.

206 Ivi, pag. 304.

disinvestimento da parte del pubblico[207]. I tassi a lungo termine, anche se con una certa lentezza, aumentarono, soprattutto durante l'estate, ragguagliandosi a fine anno all'11,4% (dal 7,5% a inizio anno): la curva dei rendimenti per scadenza prese una marcata pendenza negativa.

Sulla lentezza dell'aumento dei tassi del mercato obbligazionario influirono preoccupazioni per la stabilità finanziaria[208]. Analogamente a quanto accaduto nel 1969, ma in un contesto molto più difficile, le autorità monetarie si trovarono nel classico dilemma creato dalla simultaneità tra una crisi valutaria, che richiedeva di alzare i tassi, e una latente crisi finanziaria, che richiedeva di abbassarli. Lo spostamento verso l'alto e l'inversione della curva dei tassi per scadenza erano fonte di problemi per intermediari che negli anni precedenti avevano acquisito ingenti quantità di titoli a tasso fisso e a lungo termine. Il tutto era complicato dal clima di incertezza e di timore creato dalla grave debolezza della lira. Nelle *Considerazioni finali* sul 1974 (le sue ultime), Carli affermò che "l'apparente contraddizione [tra la continuazione degli interventi di sostegno del prezzo dei titoli e il proposito di contenere l'espansione della base monetaria] dipende dal convincimento dell'opportunità di impedire il precipitare dei corsi in un momento nel quale la diffusione dell'informazione intorno all'aggravarsi della bilancia dei pagamenti ingenerava il panico tra i risparmiatori"[209]. Il culmine della tensione fu toccato durante l'estate, quando giunse al suo epilogo la crisi della Banca Privata Italiana - la banca controllata da Michele Sindona -, che rischiò di provocare una più generale crisi di fiducia. Nell'*Intervista sul capitalismo italiano*, pubblicata tre anni dopo, Carli affermò che "la nostra preoccupazione era in quel momento di impedire l'esplosione di una crisi di liquidità d'un istituto bancario, la Banca Privata Italiana, che avrebbe potuto trascinare con sé in una crisi di sfiducia altre posizioni, e avrebbe potuto causare panico tra i depositanti e una corsa affannosa agli sportelli" (1977, pag. 26)[210].

Le banche italiane erano in gravi difficoltà anche a livello internazionale, nonostante che i problemi di stabilità finanziaria riguardassero non solo l'Italia, ma diversi altri paesi (Regno Unito, Germania Federale, Stati Uniti)[211].

---

[207] "… l'andamento del mercato obbligazionario è contraddistinto da una ininterrotta flessione dei corsi che solo l'obbligo di investimento imposto alle banche riesce a frenare. Ne consegue che la propensione del pubblico all'investimento in titoli va ulteriormente riducendosi, e si manifesta invece una tendenza a vendere i titoli posseduti, concorrendo a mantenere i risparmi in forma liquida l'elevata remunerazione offerta sui depositi delle banche e l'elevato tasso d'inflazione" (Appunto della Banca d'Italia per il Ministro del Tesoro del 16 ottobre 1974, in ASBI, Direttorio-Carli, pratt., n. 66, fasc.1, sfasc. 31).

[208] L'importanza delle difficoltà del sistema creditizio (in particolare degli istituti di credito speciale) nel condizionare la politica monetaria nel corso di tutto il decennio è sottolineata da M. Sarcinelli nel saggio dedicato alla politica monetaria di Baffi (Sarcinelli 1991).

[209] Pag. 22. Cfr. anche Fazio 1979. Gli acquisti proseguirono nel secondo semestre, intensificandosi nell'ultima parte dell'anno.

[210] L'affermazione faceva seguito a una domanda di Scalfari sui crediti erogati dal Banco di Roma al gruppo Sindona nell'estate del 1974, erogazione che Carli affermò essere avvenuta sotto il controllo della Banca d'Italia. Per gestire il dissesto della Banca Privata Italiana, fu introdotto uno strumento - le anticipazioni straordinarie della Banca d'Italia *ex* D.M. 27/9/1974 - che sarebbe stato ripetutamente usato nelle crisi bancarie del successivo quanto di secolo. Sulle sue caratteristiche, cfr. Gelsomino 1988.

[211] Nel Regno Unito vi fu la crisi delle *fringe banks*, in Germania quella della banca Herstatt (rilevante perché diede origine ad importanti riforme nei metodi di pagamento internazionali), negli Stati Uniti quella della Franklin Bank, controllata anch'essa da Sindona.

La crisi di fiducia provocata dai dissesti di banche in Italia e altrove si estese al mercato dell'eurodollaro, che peraltro soffriva anche di problemi suoi propri: l'impetuosa crescita dell'attività di intermediazione nei primi mesi del 1974 non era stata accompagnata da un aumento proporzionale dei mezzi propri delle "eurobanche", la cui struttura patrimoniale si era indebolita proprio mentre crescevano i rischi per la maggiore instabilità monetaria e valutaria internazionale. Inoltre, esse furono messe sotto pressione dall'aumento dei tassi d'interesse americani nella primavera-estate del 1974, che richiamava fondi verso gli Stati Uniti[212]. I nodi vennero al pettine durante l'estate, quando l'attività dell'euromercato subì una pesante contrazione, con ingenti deflussi di liquidità.

Pur essendo di portata più ampia, la crisi colpì in maniera particolarmente dura le banche italiane: su poco più di 12 miliardi di dollari di contrazione delle passività verso non residenti delle banche degli otto maggiori paesi europei, avvenuta nel terzo trimestre del 1974, circa 8 miliardi riguardarono banche italiane[213]. Come scrisse la Relazione della Banca d'Italia sul 1974, "la precarietà della situazione economica e finanziaria e il diffuso scetticismo sulla capacità del nostro paese di far fronte agli impegni internazionali costituivano un ulteriore fattore di disintermediazione per le banche italiane" (pag. 206). Questa diagnosi fu confermata dal fatto che la ripresa del mercato delle eurovalute a cavallo tra il 1974 e il 1975 non si estese alle banche italiane, la cui raccolta subì un'ulteriore flessione[214]. Nei mesi successivi vi fu un certo recupero, ma si rimase lontani dalle quote di mercato raggiunte prima della crisi[215].

Un effetto delle turbolenze dell'estate del 1974 fu che, quando si riprese, il mercato dell'eurodollaro divenne molto più selettivo e accorciò la scadenza dei prestiti, rendendo più difficile la situazione dei paesi che avevano bisogno di ricorrere al credito per finanziare il disavanzo esterno. Un altro effetto, su un piano diverso, fu di spingere il Gruppo dei dieci a istituire il Comitato di Basilea, cioè il foro di coordinamento tra le banche centrali e le autorità di vigilanza dei maggiori paesi, tuttora operante presso la BRI.

5.4 La virata verso l'espansione

Con i conti con l'estero avviati verso l'equilibrio, il cambio della lira stabile sui livelli raggiunti alla fine del 1974 e l'inflazione in discesa, nella primavera del 1975 si tornò a dare priorità al rilancio dell'attività produttiva[216]. Un fenomeno analogo era in corso anche in molti altri paesi sviluppati, dove però generalmente le politiche restrittive erano durate più a lungo e gli squilibri erano meno profondi (in Italia i prezzi al consumo erano aumentati nel 1974 del

---

212 Relazione BI sul 1974, pag. 44.

213 Cfr. Relazione BI sul 1974, pag. 45. La raccolta diminuì di 1,8 miliardi per le banche francesi, di 1,7 miliardi per le banche tedesche (nonostante il dissesto della Herstatt) e di 1,5 miliardi per le banche del Regno Unito.

214 Mentre le banche degli altri paesi europei recuperarono interamente la diminuzione della raccolta nel quarto trimestre, chiudendo l'anno con un incremento complessivo, le banche italiane furono le uniche ad avere un ulteriore calo. Nell'anno la loro raccolta si ridusse di circa 11 miliardi di dollari.

215 Alla fine del 1973, il peso delle banche italiane sul totale delle attività e passività lorde delle banche attive sui mercati delle eurovalute, appartenenti agli otto principali paesi, era pari all'11%; questa percentuale si ridusse al 3,9% a metà del 1975 e risalì al 5,3% alla fine dell'anno. Relazione BI sul 1975, pag. 199.

216 Cfr. l'intervista di Carli a *Finanz und Wirtschaft* del 16 aprile 1975, in cui si descrive il miglioramento dei conti con l'estero e il calo dell'inflazione e si valuta favorevolmente la politica di rilancio dell'economia avviata dal governo. In ASBI, Direttorio-Carli, Prat. N. 9, fasc. 14.

24,5%, contro una media del 14,2% nell'area dell'OCSE)[217]. La svolta non fu accompagnata da un'azione diretta a risolvere i problemi di fondo dell'economia italiana: come osservò Baffi a circa un anno di distanza, "mentre la recessione in atto induceva nell'errore di ritenere superate le difficoltà originate dal peggioramento delle ragioni di scambio e creava vasti consensi a una politica economica di rilancio della domanda, le cause di fondo della crisi economica italiana rimanevano inalterate ed anzi si aggravavano ulteriormente"[218].

A cavallo tra il 1974 e il 1975, dunque, la politica monetaria svoltò verso l'espansione: i tassi d'interesse ufficiali furono abbassati[219], il massimale sugli impieghi bancari non fu rinnovato; non si rinnovarono neanche molte misure di controllo del mercato valutario, tra cui - in conformità con l'impegno preso con il FMI - l'obbligo del deposito previo sulle importazioni, con una ingente immissione di liquidità (1.250 miliardi in sette mesi)[220]; nei primi mesi dell'anno si rimborsarono 500 milioni del prestito ricevuto dalla Bundesbank.

L'indirizzo espansivo fu accentuato nel corso dell'estate, a causa della perdurante debolezza della domanda, e forse anche in conseguenza della forte avanzata del partito comunista nelle elezioni amministrative di metà giugno: a luglio, approfittando del miglioramento delle condizioni del mercato obbligazionario, fu abbassata l'aliquota del vincolo di portafoglio, allo scopo di lasciare più spazio alla crescita degli impieghi e di accelerare la discesa dei tassi bancari; a fine agosto si introdusse il rifinanziamento automatico, da parte della Banca d'Italia, dei crediti bancari all'esportazione; a settembre il tasso ufficiale di sconto fu ridotto al 6%.

La creazione di base monetaria, come abbiamo accennato, aveva accelerato già dal mese di dicembre del 1974. La sua crescita fu relativamente moderata nella prima parte dell'anno, ma aumentò fortemente nei mesi centrali e soprattutto nell'ultimo trimestre del 1975[221]; il Tesoro, il cui fabbisogno registrò un aumento senza precedenti, continuò ad essere il principale canale di alimentazione, anche se la ripresa della domanda da parte delle famiglie e delle banche permise ampi collocamenti di titoli pubblici. Peraltro, come vedremo meglio in un paragrafo successivo, questi erano prevalentemente costituiti da BOT a brevissima

---

[217] Relazione BI sul 1974, pag. 12. Nei maggiori paesi industrializzati l'orientamento restrittivo della politica monetaria era cominciato nel secondo semestre del 1972, mentre da noi misure "selettive" - peraltro di dubbia efficacia - erano in corso dalla metà del 1973 (ibid., pag. 22-23).

[218] *Difesa della lira, spesa pubblica e politica monetaria*, audizione dinanzi alla Commissione Finanze e Tesoro del Senato, 27 ottobre 1976. In una lettera a Colombo, all'epoca ministro del Tesoro, del 5 aprile 1976, Baffi affermò di non aver mancato "di fare ripetutamente presente la pericolosità - per l'equilibrio della nostra moneta - di intraprendere una violenta azione di rilancio senza una dotazione di riserve adeguata". La lettera - inviata per conoscenza anche a Moro, presidente del consiglio - rispondeva ad alcuni rilievi mossi pubblicamente da Colombo all'operato della Banca d'Italia. Nella lettera Baffi ribadiva la natura strutturale della crisi economica italiana (citando "elementi quali l'abnorme disavanzo del settore pubblico, lo scadimento di qualità della spesa pubblica, la crescita dei costi di produzione secondo ritmi incompatibili con la nostra permanenza nella Comunità Europea, l'elevato indebitamento verso l'estero") e la necessità di affrontarne le cause, in particolare in materia di bilancio e di dinamica dei redditi, per evitare di ripetere "l'amara esperienza di questi ultimi mesi" (in ASBI, Carte Baffi, Governatore onorario, pratt., n. 14, fasc. 1).

[219] Di un punto a dicembre 1974 (dal 9 all'8%) e di un altro punto a maggio 1975.

[220] Molti provvedimenti furono presi in una riunione del CICR del 21 marzo 1975 (cfr. la Nota esplicativa conservata in ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, pratt., n. 80, fasc. 1). Tra l'altro, il CICR impartì una direttiva con cui dava accesso privilegiato al rifinanziamento presso la Banca d'Italia alle banche che avevano accelerato la riduzione dei tassi passivi, perdendo per questo motivo quote di mercato, e a quelle che avevano ampliato i finanziamenti all'esportazione. A giugno fu soppresso il divieto di aumento dell'indebitamento netto con l'estero delle banche.

[221] Relazione BI sul 1975, pag. 250.

scadenza[222], il che complicava non poco il controllo della liquidità. Dato il miglioramento della bilancia dei pagamenti, l'assorbimento di base monetaria da parte del canale estero si ridusse sensibilmente. Ulteriore liquidità fu creata, soprattutto a novembre e dicembre, dalla liberazione di riserva obbligatoria resa possibile da alcuni provvedimenti dell'anno precedente[223].

L'abbondanza di riserve stimolò l'aumento del credito bancario, soprattutto nella componente degli investimenti in titoli, e fece calare i tassi d'interesse a breve termine, riportandoli sui livelli precedenti alla stretta del 1974 e ripristinando l'inclinazione positiva della curva per scadenze. La continuazione del movimento discendente dei tassi a breve durante l'intero 1975 fu una peculiarità dell'Italia: in molti degli altri paesi sviluppati, la riduzione avvenuta nella parte iniziale dell'anno fu seguita da un rialzo (Regno Unito, Stati Uniti) o da una stabilizzazione (Germania Federale)[224]. Gli impieghi bancari, che nella prima parte dell'anno avevano avuto una dinamica relativamente moderata, accelerarono sensibilmente nel secondo semestre. Il limite all'espansione del credito totale interno fu ampiamente superato[225]; il fabbisogno pubblico, che nel 1974 era rimasto entro il tetto concordato con il Fondo, l'anno successivo lo superò di quasi il 50%.

Le condizioni del mercato obbligazionario migliorarono nettamente, con un buon ritorno della domanda sia del pubblico che delle banche, quest'ultima stimolata dalla relativa debolezza della domanda di credito da parte delle imprese. Il volume delle emissioni aumentò sensibilmente, pur non raggiungendo i valori toccati nel 1973[226], e i tassi di rendimento diminuirono. La Banca d'Italia intervenne, soprattutto nel primo semestre, per moderare l'ascesa dei corsi, con vendite nette di titoli; nell'ultima parte dell'anno, tuttavia, dovette effettuare ingenti sottoscrizioni a fermo di titoli di stato a media scadenza, emessi per finanziare l'eccezionale aumento del fabbisogno.

La ripresa dell'attività produttiva, iniziata negli Stati Uniti alla metà circa del 1975 ed estesasi successivamente a Germania e Giappone, sul finire dell'anno arrivò anche da noi. Arrivarono però pure la ripresa dell'inflazione e un nuovo peggioramento della bilancia dei pagamenti. Gli squilibri di fondo - tra costi, prezzi industriali e tassi di cambio; tra spesa pubblica e introiti fiscali; tra tassi d'interesse e dinamica dei prezzi - furono efficacemente descritti da Baffi nelle *Considerazioni finali* sul 1976. Inoltre, la riforma della scala mobile, concordata tra sindacati e Confindustria nel gennaio del 1975, aveva accresciuto il coefficiente

---

222 Nel 1975 la consistenza dei BOT in circolazione, escludendo quelli in possesso della banca centrale, aumentò di 6.500 miliardi, a fronte di collocamenti di titoli pubblici a medio e a lungo termine per 1800 miliardi (sempre escludendo la banca centrale e al netto dei consolidamenti di crediti a enti pubblici); cfr. Relazione BI sul 1975, pag. 230-231. Il ruolo assunto dai BOT spinse a rivederne i meccanismi di emissione con un'importante riforma del sistema d'asta, su cui torniamo in seguito.

223 Sostituzione di contante con cartelle fondiarie e rivalutazione dei patrimoni delle banche. L'effetto complessivo fu pari a 700 miliardi, per metà nei mesi di novembre e dicembre (Relazione BI sul 1975, pag. 270).

224 Relazione BI sul 1975, pag. 317-318.

225 I limiti al fabbisogno e al credito totale interno erano stati concordati per l'accesso alla *oil facility*, istituita dal FMI nel giugno del 1974 (l'Italia vi fece ricorso per 675 milioni di DSP). Limiti analoghi erano stati stabiliti anche per il credito ricevuto dalla CEE, e furono anch'essi superati. Per quanto riguarda la politica di bilancio, vennero ridotte le aliquote dell'IRPEF, per tener conto dell'inflazione, e si consentì la rivalutazione, in esenzione d'imposta, degli attivi delle imprese (banche comprese). Cfr. Fazio 1979, op.cit., pag. 305.

226 12% dell'RNL, contro il 4,4 e il 15,4% del 1974 e del 1973 (Relazione BI sul 1975, pag. 300).

di indicizzazione delle retribuzioni, contribuendo a rafforzare il circolo cambi-salari-prezzi che soffocava l'economia italiana[227].

Nel frattempo, il contesto internazionale era diventato ancora meno favorevole ai paesi che avevano bisogno di finanziare squilibri dei conti con l'estero. La crisi petrolifera aveva impresso una svolta alle discussioni sulla riforma del sistema monetario internazionale. La fame di dollari provocata dall'esigenza di saldare la bolletta energetica, denominata pressoché esclusivamente nella valuta americana[228], fu accentuata dall'ingente avanzo corrente registrato dagli Stati Uniti nel 1975 (circa 12 miliardi di dollari); a ciò si aggiunse l'indebolimento della Francia, principale sostenitrice di un sistema monetario non imperniato sul dollaro e del ritorno ai cambi fissi. Il risultato fu la completa vittoria delle tesi americane: si passò dalla ricerca di un "sistema di tassi di cambio stabili" a quella di uno "stabile sistema" di tassi di cambio[229]. I piani per realizzare un governo collettivo della liquidità internazionale e per spostarne la composizione dal dollaro ai diritti speciali di prelievo, che avevano animato le discussioni negli anni Sessanta, furono abbandonati.

Le implicazioni delle decisioni prese nel 1975 furono di grande rilievo, sia nel breve che nel lungo periodo. Ai fini della nostra storia, conviene soffermare l'attenzione su tre di esse. In primo luogo, si affermò la centralità della componente privata della liquidità internazionale, largamente denominata in dollari, attribuendo alle banche americane il ruolo cruciale di prestatrici di ultima istanza[230]; i paesi bisognosi di credito diventavano pertanto più dipendenti da intermediari privati, e dai vincoli istituzionali e di *policy* a cui questi erano sottoposti. In secondo luogo, in merito agli strumenti di finanziamento utilizzati dagli organismi internazionali (*in primis* il FMI), prevalse l'indirizzo di privilegiare quelli ordinari rispetto a quelli creati specificamente per l'emergenza petrolifera, a causa del maggior controllo sulle politiche dei paesi debitori che i primi consentivano (della maggiore "condizionalità" ad essi associata)[231]. Infine, si ridusse fortemente il ruolo dell'oro come componente della liquidità internazionale, senza prevedere un parallelo processo di emissione

---

[227] Sull'altro piatto della bilancia, l'indicizzazione era un fattore di contenimento del conflitto industriale: almeno in teoria, si poteva ritenere che essa riducesse le richieste precauzionali di aumenti salariali, che potevano essere provocate dall'incertezza sull'andamento futuro dell'inflazione in una fase in cui questa era elevata e instabile (questo argomento fu sostenuto in particolare dalla BRI).

[228] Nel giugno del 1974 gli Stati Uniti e l'Arabia Saudita raggiunsero un accordo in base al quale quest'ultima, in cambio dell'assistenza militare americana, si impegnava a usare solo il dollaro come valuta di denominazione delle sue esportazioni di petrolio e a investirne i proventi in titoli di stato americani. Entro l'anno successivo, tutti gli altri paesi aderenti all'OPEC acconsentirono a fare lo stesso. Cfr. Fopack 2024.

[229] La decisione, concordata tra i principali paesi industrializzati nel vertice di Rambouillet nel novembre del 1975, fu ufficializzata con il secondo emendamento allo statuto del FMI, deliberato a Kingston in Giamaica all'inizio del 1976.

[230] Cfr. Relazione BI sul 1975, pag. 6. L'abolizione delle restrizioni sui prestiti all'estero, decisa dagli Stati Uniti nel gennaio del 1974, era coerente con questo quadro.

[231] Emblematico il caso della *oil facility*. Questa era "uno strumento finanziario di tipo speciale avente caratteristiche più liberali dei tradizionali meccanismi del FMI e che si assommava a questi ultimi, integrando le risorse liquide del Fondo" (Relazione BI sul 1975, pag. 48). Nei primi mesi del 1975 essa fu rinnovata, decidendo però che sarebbe stata chiusa entro la fine dell'anno; ne fu inoltre aumentato il costo, regolando in senso restrittivo l'ammontare massimo dei tiraggi e assoggettandoli a una condizionalità non dissimile da quella prevista per le operazioni tradizionali del FMI (ivi). A parziale compensazione, il Fondo ampliò la misura delle *tranches* creditizie commisurate alle quote di partecipazione al capitale, in attesa dell'aumento di queste ultime, previsto per non prima del 1977.

di DSP. In particolare, non fu approvata la proposta di creare all'interno del Fondo un "conto conversione" che avrebbe permesso ai paesi detentori di oro di cederlo in cambio di DSP[232].

Come osservò la Banca d'Italia, riferendosi in particolare al depotenziamento del ruolo dell'oro, queste innovazioni avevano l'effetto di indebolire ulteriormente i paesi industrializzati con maggiori difficoltà nei pagamenti internazionali. L'intento di accrescere il peso delle decisioni discrezionali rispetto ai meccanismi semiautomatici di finanziamento si manifestò anche nei "vincoli introdotti *de facto* dal Sistema della riserva federale statunitense nell'accensione di *swaps* valutari con altre autorità monetarie"[233]. Rispetto al 1974, quindi, il finanziamento esterno era diventato più difficile ed era cresciuta la possibilità che esso fosse condizionato anche da considerazioni legate all'indirizzo politico del paese che ne aveva bisogno[234].

5.5 L'anno più difficile: la crisi valutaria del 1976 e la ripresa dell'inflazione

Il peggioramento della bilancia dei pagamenti a cavallo tra il 1975 e il 1976, che riguardò sia le partite correnti sia i movimenti di capitale, mise rapidamente alle corde le scarse difese della Banca d'Italia. La lira era andata indebolendosi nel corso del secondo semestre del 1975, in parte per la forza del dollaro, che spingeva all'estinzione anticipata dei finanziamenti denominati nella valuta americana, in parte per il deterioramento delle partite correnti nell'ultimo trimestre dell'anno. Influivano inoltre le maggiori uscite clandestine di capitali, connesse con i risultati delle elezioni amministrative di giugno (successo del PCI e arretramento della DC). Il cambio della lira aveva subìto un deprezzamento contenuto (circa un punto percentuale), ma solo grazie a interventi di difesa di ampiezza crescente. Per finanziarli, la Banca d'Italia aveva attinto al credito del FMI (la *oil facility*) per poco meno di un miliardo di dollari; era stata però costretta anche a decumulare la componente liquida delle riserve, che a fine anno era scesa a livelli molto bassi (1,2 miliardi di dollari[235], equivalenti a circa dieci giorni di importazioni).

---

[232] Ib., pag. 44. Con gli accordi di Giamaica, dell'inizio del 1976, fu decisa la vendita di un sesto dell'oro del FMI, attraverso un programma quadriennale di aste che depresse il prezzo del metallo, creando non poche preoccupazioni alle autorità italiane (cfr. Relazione BI sul 1976, pag. 38-39). Si stabilì inoltre di abolire il prezzo ufficiale dell'oro e di permettere scambi tra le banche centrali a prezzi di mercato, ma le incertezze sui modi e sulle condizioni di utilizzo continuarono a renderne problematico l'uso come mezzo di pagamento (Relazione sul 1975, pag. 195). Altre importanti decisioni riguardarono la *governance* del Fondo: fu modificata la distribuzione delle quote di partecipazione al capitale, aumentando quelle dei paesi esportatori di petrolio e riducendo la maggior parte delle altre; quella americana fu lievemente abbassata (dal 22,93 al 21,53%), ma contemporaneamente la maggioranza per le decisioni più importanti fu alzata all'85%, permettendo agli Stati Uniti di conservare il loro potere di veto (pag. 46-47).

[233] Ib., pag. 7.

[234] Sotto questo profilo, fu emblematico il secondo prestito *stand-by* del Fondo monetario internazionale all'Italia, concesso nell'aprile del 1977 dopo una trattativa durata più di un anno. Del prestito si parla anche nel memoriale Moro, in cui si sottolinea la natura essenzialmente politica del negoziato, svoltosi pure con esponenti del Tesoro americano; secondo il memoriale, "per parte italiana il prestito era, come si diceva, un fatto morale più che economico, il segno di una schiarita politica, la fine del "rischio Italia", la semi accettazione del modus vivendi con i comunisti" (*Il memoriale di Aldo Moro*, Edizione critica, Ministero per i beni e le attività culturali e il turismo, Direzione generale archivi, De Luca Editori d'arte, pag. 279). Cfr. anche Gotor 2011, pag. 506-507.

[235] Ib., pag. 194.

Il quadro era complicato dalle vicende politiche[236]. Le conseguenze del successo del PCI nelle elezioni amministrative non tardarono a manifestarsi: alla fine dell'anno il PSI ritirò l'appoggio al governo guidato da Aldo Moro[237], che si dimise all'inizio del 1976. La crisi, lunga e tortuosa, sboccò - dopo il breve intermezzo di un governo composto solo da democristiani, ancora presieduto da Moro - nello scioglimento anticipato delle camere e nell'indizione di nuove elezioni, previste per il giugno successivo.

All'inizio del 1976, il miscuglio di debolezza valutaria e incertezza politica divenne dirompente: le uscite di capitali aumentarono e non potettero più essere fronteggiate con le esauste riserve della Banca d'Italia. Il merito di credito del paese era gravemente compromesso, precludendo l'accesso ai mercati finanziari internazionali[238]. Il 20 gennaio del 1976 gli interventi a difesa della lira furono sospesi e il mercato dei cambi venne chiuso[239]. Riprese a funzionare quaranta giorni dopo, con un cambio della lira ulteriormente svalutato (del 10,5% rispetto alla data di chiusura del mercato, del 29,3% rispetto al 9 febbraio 1973)[240].

Sul fronte dell'inflazione le cose non andavano meglio. Come osservò la Banca d'Italia nella Relazione presentata a maggio, "nel primo trimestre del 1976 una nuova ondata inflazionistica si abbatteva sull'economia italiana" (pag. 144[241]). La svalutazione della lira e gli squilibri accumulati nell'anno precedente (in particolare tra aumento dei costi e aumento dei prezzi, con il primo largamente superiore al secondo) si tradussero in una nuova accelerazione dell'inflazione non appena si manifestarono segni di ripresa della domanda; diventava sempre più evidente che, senza una svolta nella politica economica, la spirale tra costi, prezzi e cambio non sarebbe stata spezzata e avrebbe potuto condurre a esiti disastrosi.

---

236 Un'ampia e interessante analisi della situazione politica e delle sfide che essa poneva al mondo imprenditoriale è contenuta in un documento del 15 ottobre 1975, redatto nell'ambito dell'ANCE, l'associazione dei costruttori edili (in ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, pratt., n. 107, fasc. 1).

237 Al governo partecipavano la DC e il PRI, mentre socialisti e socialdemocratici davano un appoggio esterno. Le vicende politiche della parte finale del 1975 sono riassunte in un appunto dell'Ufficio stampa italiana del Servizio Segreteria particolare della Banca d'Italia, in ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, pratt., n. 89, fasc. 3, sfasa. 2.

238 Nelle CF sul 1975 - lette a fine maggio 1976 - Baffi accennò alle difficoltà suscitate dal diffondersi di notizie su una "riconsiderazione critica dei crediti bancari verso l'Italia" da parte di un'autorità di controllo degli Stati Uniti e alla difficoltà incontrata nell'attivare, per importi contenuti, l'accordo di *swap* con la Fed di New York (pag. 26). Cfr. anche la Relazione BI sul 1975, pag. 203. L'attività delle banche italiane sui mercati internazionali, dopo la lieve ripresa seguita al calo del 1974, subì un ulteriore ridimensionamento (cfr. Relazione BI sul 1976, pag. 185-186).

239 La lira ovviamente continuò ad essere negoziata nei mercati esteri.

240 La gravità della situazione valutaria nei primi mesi del 1976 è efficacemente rappresentata in una breve lettera, del 20 maggio, inviata da Baffi a Emilio Colombo, ministro del Tesoro, in cui, dopo aver comunicato che le riserve valutarie, al netto dei rimborsi previsti nei due mesi successivi, ammontavano ad appena 720 milioni di dollari, si faceva presente "la necessità assoluta" di attivare finanziamenti a medio termine (CEE e FMI). L'esiguità delle riserve, l'esigenza di prestiti a medio termine e la necessità di un orientamento restrittivo sul volume del credito e sui tassi d'interesse erano un *leitmotiv* delle frequenti comunicazioni tra Baffi e Colombo in questo periodo; si veda ad esempio la lettera del 12 marzo 1976. I rapporti erano complicati dal fatto che il ministro, in alcune circostanze, dava anche indicazioni di carattere operativo, come quella di intervenire per difendere un certo cambio tra lira e dollaro, provocando una serie di inconvenienti (dispendio di riserve, apprezzamento del cambio ponderato della lira in una fase in cui il dollaro tendeva a rivalutarsi su tutte le valute); cfr. lettera del 5 marzo 1976. Le lettere sono conservate in ASBI, Direttorio-Baffi, pratt., n. 14, fasc. 1.

241 I prezzi all'ingrosso, aumentati di poco più del 4% nel 1975, s'impennarono con un tasso di crescita che raggiunse il 38%; i prezzi delle materie prime industriali, scesi del 7% nel 1975, aumentarono del 61%, spinti anche dalla svalutazione della lira; quelli al consumo crebbero del 21% (tutti i tassi sono in ragione d'anno).

La precarietà del quadro politico, dominato dall'attesa delle elezioni, non consentiva piani di ampia portata; occorreva però affrontare l'emergenza, evitando che la crisi degenerasse. Dopo una breve fase di discussione e di elaborazione[242], si presero importanti misure monetarie e valutarie: avvio dei contatti per nuovi finanziamenti internazionali[243], ripetuti e sensibili aumenti del tasso ufficiale di sconto, che in poco più di un mese - tra febbraio e marzo - passò dal 6 al 12%; un prelievo straordinario di riserva obbligatoria[244] e l'aumento del coefficiente della stessa; l'abolizione del rifinanziamento automatico dei crediti alle esportazioni. A maggio venne introdotto un deposito previo su tutti gli acquisti di valuta, insieme con altri provvedimenti restrittivi in campo valutario[245]. A giugno fu rinnovato il vincolo di portafoglio: il mercato obbligazionario era nuovamente entrato in uno stato di pressoché completa paralisi.

Questi provvedimenti permisero di riprendere il controllo delle condizioni monetarie. L'anno si era aperto con elevati livelli di liquidità e con tassi d'interesse relativamente contenuti: il tasso interbancario era sceso a poco più dell'8% mentre il tasso sui BOT si aggirava intorno al 10%. La situazione cambiò molto rapidamente. Nel primo trimestre la

---

242 Il ventaglio di opinioni presenti anche all'interno della Banca d'Italia e la rapidità con cui esse si adattavano all'incalzare degli eventi sono ben rappresentati nei verbali di alcune riunioni interne del gennaio 1976, dedicate alle proposte per le aste dei BOT (quantità e tassi) e all'esame della situazione monetaria. Particolarmente interessante è il verbale della riunione del 31 gennaio, a cui partecipò anche Andreatta (al quale fu chiesto di "dare una mano" per i provvedimenti che ci si apprestava a prendere). Nella discussione si mescolarono questioni impellenti (aumento dei tassi ufficiali e della riserva obbligatoria, ruolo dei controlli diretti e del razionamento) a problemi di carattere istituzionale (rafforzare l'indipendenza della banca centrale dal Tesoro, porre un limite di legge ai finanziamenti della prima al secondo) e di *policy* (passaggio al controllo degli aggregati monetari). Andreatta, in particolare, sostenne sia l'esigenza "di avere l'assoluta indipendenza della banca centrale", enunciando "obiettivi quantitativi da considerarsi primari rispetto a quello del finanziamento del Tesoro", sia quella di assecondare l'incipiente espansione e il maggiore aumento del PIL nominale connesso con la svalutazione del cambio e l'accelerazione dell'inflazione, rivedendo verso l'alto gli obiettivi di credito ("È necessario rifiutare il monetarismo rozzo: ora c'è una espansione in vista che va accompagnata: dopo quello che è accaduto, gli obiettivi di credito vanno rivisti verso l'alto. Tra fatti reali e fatti monetari dovremmo avere 4-5 punti in più di GNP a prezzi correnti"). Quest'ultima richiesta provocò la reazione di Savona (che si disse "confuso e frastornato"), che pure non si considerava un "restrizionista": "il consiglio di Andreatta è proprio quello che ha prevalso in tutti questi anni e che ci ha portato all'attuale crisi: finanziare gli squilibri. Dobbiamo fare un programma, sia pure graduale, di rientro. Non dobbiamo finanziare l'inflazione ma guardare le variabili reali". Malgrado questa e altre divergenze, Baffi poté concludere la riunione constatando che "siamo d'accordo per quanto riguarda il brevissimo periodo" (i verbali sono in ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, pratt., n. 115, fasc. 5; il documento è citato anche in Craveri 2016, pag. 295).

243 Della CEE e del Fondo monetario internazionale, in aggiunta al ripristino del tiraggio massimo sul prestito della Bundesbank e alla laboriosa attivazione dello *swap* con la Federal Reserve, che aveva però una scadenza molto breve. La CEE concesse un prestito di un miliardo di dollari, erogato in due *tranches* tra marzo e aprile, attivando il meccanismo dei prestiti comunitari istituito nel febbraio 1975 (la Commissione prendeva fondi in prestito sul mercato dei capitali e li riprestava ai paesi richiedenti). La Banca d'Italia ottenne anche l'apertura di una linea di credito da parte delle altre banche centrali comunitarie, rinnovata più volte ma non utilizzata. Per quanto riguarda il Fondo monetario internazionale, i contatti per un nuovo prestito iniziarono nel gennaio del 1976; l'accordo fu raggiunto solo nell'aprile del 1977, quando fu concesso un prestito *stand-by* di 450 milioni di DSP, della durata di 18 mesi. Il totale dei prestiti a istituzioni monetarie (banche comprese) e dei prestiti compensativi raggiunse un massimo di 19,3 miliardi di dollari alla fine del 1977. Cfr. Roccas e Santini 1979, pag. 233.

244 Lo 0,75% della consistenza dei depositi a fine 1975, pari a 800 miliardi.

245 I termini di validità dei conti valutari furono ridotti a 15 giorni, fu ripristinato l'obbligo di finanziamento in valuta dei regolamenti anticipati di importazioni, si introdusse l'obbligo di finanziare in valuta parte dei crediti all'esportazione.

creazione di base monetaria (al netto della raccolta postale) fu quasi nulla: l'immissione da parte del Tesoro - dovuta non solo al fabbisogno, ma anche agli ingenti smobilizzi di BOT da parte delle banche[246] - venne pressoché completamente neutralizzata dal canale estero e da quello bancario (quest'ultimo a causa della soppressione del rifinanziamento dei crediti all'esportazione). La forte riduzione della liquidità, drenata dall'aumento della riserva obbligatoria, fece schizzare verso l'alto il tasso interbancario, che a fine marzo tornò sul livello del 18% toccato due anni prima.

L'introduzione del deposito previo sugli acquisti di valuta permise di moderare la crescita della base monetaria anche nella parte centrale dell'anno, in cui si ridusse la distruzione operata dal canale estero. Essa inoltre aumentò la domanda di credito da parte delle imprese, creando un altro elemento di pressione sui tassi bancari. I tassi a medio e lungo termine salirono anch'essi, ma in misura più contenuta rispetto ai tassi a breve, realizzando di nuovo il cosiddetto "intreccio" tra i tassi (cioè l'inversione della curva per scadenze); il pubblico rimase ai margini del mercato obbligazionario, ma il tempestivo aumento dei rendimenti evitò i massicci smobilizzi di due anni prima[247].

Con alti e bassi, la crisi valutaria, che nel frattempo si era estesa a molte altre monete[248], durò per buona parte dell'anno; si attenuò in estate, con i rientri di capitali seguiti all'esito delle elezioni politiche (mancato sorpasso del PCI sulla DC), oltre che ai provvedimenti che abbiamo descritto[249]; riprese all'inizio dell'autunno, per l'estendersi alla lira di turbolenze riguardanti altre monete e per la diffidenza suscitata in alcuni ambienti dal coinvolgimento del PCI nell'area di governo.

Dopo le elezioni, infatti, il quadro politico aveva subito un'importante evoluzione. Il PSI e il PSDI rifiutarono di tornare al governo senza il coinvolgimento del PCI, rendendo impossibile la formazione di una coalizione di centro-sinistra di tipo tradizionale; lo stallo fu superato con il varo del cosiddetto governo della "non sfiducia": un monocolore democristiano, guidato da Giulio Andreotti (un esponente della destra del partito), che ad agosto del 1976 ottenne la fiducia del parlamento con il voto favorevole della DC e l'astensione di PCI, PSI, PSDI, PRI e PLI. Formatosi il nuovo governo, fu messo in atto un intervento più organico, con un insieme di provvedimenti fiscali, monetari e valutari.

Il nuovo attacco speculativo contro la lira iniziato a fine settembre fu contrastato introducendo una tassa provvisoria sugli acquisti di valuta - una sorta di svalutazione asimmetrica e temporanea del cambio, che costituiva un forte incentivo al rinvio dei pagamenti

---

246 3.700 miliardi nel primo semestre (Relazione BI sul 1976, pag. 234), sia sul mercato primario, sia con cessioni alla Banca d'Italia.

247 Cfr. Capomassi et al. 1979, pag. 516.

248 A inizio anno il serpente tra le valute comunitarie andò in crisi, con l'uscita del franco francese e la rinuncia dei paesi del Benelux all'accordo di fluttuazione ristretta. A ottobre, dopo alcuni mesi di tendenza al rialzo del marco, si dovette procedere a un aggiustamento delle parità centrali, con la rivalutazione della moneta tedesca. Le valute europee si divisero in due gruppi: quattro (marco, franco belga, corona danese e fiorino olandese) si rivalutarono sul dollaro, quattro (lira, sterlina inglese, sterlina irlandese e franco francese) si svalutarono. La svalutazione della lira fu la più elevata (21%, contro il 17% della sterlina inglese e l'11% del franco francese). Cfr. Relazione BI sul 1976, pag. 47-48.

249 Il miglioramento estivo consentì di estinguere lo swap con la FED e di ridurre di 500 milioni il prestito con la Bundesbank, in occasione del rinnovo del medesimo.

in valuta[250] - e prorogando la scadenza del deposito previo[251]; inoltre, gli illeciti valutari furono trasformati in reati, dando la possibilità di sanare certe posizioni pregresse. Il controllo monetario fu reso più stringente reintroducendo il massimale sugli impieghi bancari - limitato a quelli in lire, in modo da stimolare l'afflusso di valuta -, aumentando il tasso di sconto di tre punti, al 15%, e richiedendo un altro versamento straordinario di riserva obbligatoria. Infine, per quanto riguarda la politica di bilancio, furono presi incisivi provvedimenti fiscali (soprattutto sulle imposte indirette) e tariffari, completati nel marzo del 1977[252]; a dicembre, fu disposto il temporaneo pagamento dell'indennità di contingenza con titoli di stato appositamente emessi, non cedibili per un periodo di cinque anni.

Il favorevole effetto sulle aspettative degli "energici interventi di politica fiscale e tariffaria, volti a migliorare i conti con l'estero attraverso una riduzione del reddito disponibile" (Relazione BI sul 1976, pag. 236), contribuì a stabilizzare il cambio della lira, accrescendo l'efficacia delle misure monetarie e valutarie. L'anno si chiuse in condizioni di relativa tranquillità; per la prima volta dal 1971, il canale estero diede complessivamente un contributo positivo all'espansione della base monetaria (poco più di 1.000 miliardi di lire).

La politica monetaria aveva mantenuto in tutto l'anno un orientamento restrittivo, mirando a far crescere gli aggregati monetari e creditizi a un tasso inferiore a quello del reddito nominale e a far aumentare i tassi d'interesse. Ciò non fu sufficiente a mantenere gli aggregati monetari e creditizi nei limiti concordati con la CEE, che furono ampiamente superati, ma bastò ad evitare che la crisi andasse fuori controllo: risultato che, a inizio anno, appariva tutt'altri che scontato[253].

Il riequilibrio della bilancia dei pagamenti avvenne abbastanza rapidamente. Il disavanzo delle partite correnti, in notevole aumento rispetto all'anno precedente (dallo 0,3 all'1,7% del PIL[254]), fu concentrato nel primo semestre; nel secondo il saldo corrente fu pressoché in equilibrio, anche grazie all'aumento di competitività provocato dalla svalutazione della lira. Sui movimenti di capitale influirono sia le draconiane misure prese per contrastare i flussi speculativi, sia un certo rasserenamento del clima di fiducia col procedere della stabilizzazione politica ed economica del paese: considerando l'anno nel suo insieme, vi fu un afflusso netto di capitali. Il saldo complessivo della bilancia dei pagamenti restò in disavanzo,

---

250 Secondo la Banca d'Italia, l'onere connesso con l'imposta alzava il costo effettivo del dollaro da 860-870 a oltre 940 lire (Relazione sul 1976, pag. 188).

251 Fu nel contempo prevista la graduale riduzione dell'aliquota del deposito. La tassa sugli acquisti di valuta e sui pagamenti all'estero fu introdotta il primo ottobre per un periodo di 15 giorni e reintrodotta il 23 dello stesso mese, con un'aliquota più bassa (il 7 invece del 10%, con un percorso di progressive riduzioni) ma una durata maggiore (scadeva il 21 febbraio del 1977). Furono presi anche molti altri provvedimenti, tra cui la riduzione del massimale pronti contro termine e il drastico abbassamento del termine di negoziazione delle divise disponibili sui conti valutari, ridotto a soli due giorni. La facoltà di imporre, in circostanze straordinarie, restrizioni agli scambi internazionali era prevista dagli articoli 108 e 109 del Trattato di Roma.

252 Secondo Craveri, l'importo dei provvedimenti fu complessivamente pari al 3,3% del PIL (2016, pag. 324).

253 Ginsborg riporta un brano di un articolo del *Financial Times*, pubblicato il 12 aprile 1976, significativo per lo scetticismo e la sfiducia con cui descriveva la situazione italiana, giudicata fallimentare e del tutto priva di valide prospettive (1990, pag. 354).

254 Relazione BI sul 1976, pag. 61.

ma le riserve valutarie registrarono un buon incremento (da 1,2 a 3,1 miliardi di dollari), grazie soprattutto all'aumento dell'indebitamento netto delle banche[255].

Anche la svalutazione della lira fu interamente concentrata nel primo quadrimestre, mentre nel resto dell'anno il cambio oscillò intorno ai livelli raggiunti a fine aprile[256]. In estate la Banca d'Italia effettuò cospicui acquisti di valuta (un miliardo e mezzo di dollari), sia per rimpinguare le riserve, sia per evitare la risalita del cambio. Acquisti di valuta furono fatti pure nell'ultima parte dell'anno, in connessione con il nuovo indebolimento del dollaro, a cui, dopo la svalutazione di inizio anno, la Banca d'Italia aveva di fatto agganciato il cambio della lira. Ciò provocava da un lato acquisti di dollari, dall'altro una certa svalutazione nei confronti delle monete che, come il marco tedesco, si stavano apprezzando sulla valuta americana. In sostanza, la ben nota politica valutaria di Baffi - far seguire alla lira un corso intermedio tra il dollaro in calo e il marco in ascesa -, che si dispiegherà più ampiamente nel biennio successivo, cominciò a delinearsi già nell'ultima parte del 1976; le motivazioni precauzionali (ricostituire le riserve valutarie in vista della scadenza dell'imposta sugli acquisti di valuta e di quella del deposito previo, previste entrambe per i primi mesi del 1977) sono evidenti[257].

Assai meno soddisfacente fu l'andamento dell'inflazione, che diminuì dai picchi di inizio anno rimanendo però assai elevata (il 17% circa in media annua, uno dei valori più alti tra i paesi sviluppati); a differenza che in altre fasi del decennio, essa andò al di là della spinta dei costi, permettendo un significativo recupero dei margini di profitto (e ancor più dei profitti complessivi, considerato il sensibile aumento dell'attività produttiva). All'incremento dei prezzi contribuirono anche gli aumenti di tariffe, imposte indirette e prezzi amministrati che costituivano la parte preponderante della manovra fiscale[258]. L'attività produttiva aumentò in misura notevole, spinta soprattutto dalle esportazioni e dalla ricostituzione delle scorte; vi fu pure un limitato recupero degli investimenti fissi, in particolare in impianti e in attrezzature, che però non impedì un'ulteriore caduta del loro rapporto con il PIL[259].

---

255 Questo, peraltro, non era un segno di ritrovata fiducia: esso avvenne attraverso una riduzione delle attività maggiore del ritiro di depositi da parte di non residenti. Il peso delle banche italiane sull'euromercato, leggermente risalito nel 1975, registrò un nuovo calo (dal 5,3 al 4%); anche qui, nell'ultima parte dell'anno si ebbe un certo miglioramento (cfr. Relazione BI sul 1976, pag. 185-186).

256 Essa fu pari al 16,5% in media annua, al 20% in corso d'anno (cambio medio ponderato in base alla distribuzione geografica del commercio estero); rispetto al febbraio 1973 la svalutazione raggiunse circa il 36%; ib., pag. 187.

257 Un effetto collaterale delle gravi difficoltà della lira alla metà degli anni Settanta fu il deterioramento dello stato patrimoniale dell'UIC; fu necessario intervenire, sia aumentando il fondo di dotazione (conferito dalla Banca d'Italia), sia con una cessione di oro, al prezzo ufficiale, da parte di quest'ultima (un successivo decreto legge autorizzò la valutazione al prezzo di mercato, facendo emergere una cospicua plusvalenza). Cfr. le lettere di Baffi - sia come governatore che come presidente dell'UIC -, con la documentazione acclusa, a Colombo conservate in ASBI, Carte Baffi, Governatore onorario, pratt., n. 14, fasc. 1. Si veda anche Ufficio Italiano Cambi 1995, pag. 525-526 e pag. 542.

258 Le autorità erano consapevoli dell'effetto inflazionistico dell'aumento delle tariffe pubbliche e dei prezzi amministrati, ma lo ritenevano indispensabile per chiudere uno dei più importanti canali di alimentazione del disavanzo. Inoltre, si pensava che il contenimento dei consumi non potesse avvenire aumentando ulteriormente l'incidenza delle imposte dirette, fortemente cresciuta negli anni precedenti a causa dell'inflazione e della riforma tributaria.

259 Con l'eccezione del Regno Unito, il rapporto tra investimenti fissi e PIL era il più basso tra i paesi della CEE; Relazione BI sul 1976, pag. 75.

Tra il 1974 e il 1976 la scena politica fu dominata dal duello tra il PCI e la DC, che ebbe tre momenti fondamentali: il referendum sul divorzio del 1974[260], le elezioni amministrative del 1975 e le elezioni politiche del 1976. L'instabilità e l'incertezza che derivavano dai ripetuti appuntamenti elettorali e dal clima di scontro finale che li circondava - che culminò con le elezioni politiche anticipate del 1976 - ebbero effetti importanti (oltre a quelli, già descritti, sul clima di fiducia e sui movimenti di capitale): è verosimile che la capacità dei partiti al governo di sopportare il costo politico di orientamenti restrittivi della politica economica - al di là delle fasi di assoluta emergenza - sia stata più limitata che in altri periodi e in altri paesi.

Che in una situazione del genere (grande instabilità politica, incertezza e sfiducia di larga parte della classe imprenditoriale, indisponibilità delle parti sociali a contenere le domande sul reddito in limiti coerenti con le risorse utilizzabili per usi interni) si sia riusciti a riprendere la rotta evitando una deriva disastrosa, è un'impresa di cui è difficile sopravvalutare l'importanza.

6. Alcuni cambiamenti strutturali

6.1 La finanza pubblica

Nel quadriennio centrale degli anni Settanta si verificò un marcato deterioramento dei conti pubblici, che non fu solo di carattere congiunturale.

Il riequilibrio della finanza pubblica era stato uno dei pilastri della stabilizzazione del 1947-48. Nel corso degli anni Cinquanta il disavanzo pubblico si andò riducendo e, a partire dal 1952, fu dovuto esclusivamente alla spesa in conto capitale, essendo il saldo corrente passato in attivo. Si affermò inoltre l'indirizzo di finanziare il fabbisogno solo con titoli a lungo termine collocati sul mercato[261]. Negli anni Sessanta alcune di queste tendenze cominciarono a modificarsi: mentre nella prima parte del decennio proseguì la riduzione del disavanzo, nell'ultima parte questo cominciò ad aumentare (cfr. tabella 3), pur rimanendo su livelli relativamente contenuti[262]. Il saldo corrente, tuttavia, rimase generalmente in attivo, con la sola eccezione del biennio 1965-66: la limitata crescita del debito pubblico (circa 5 punti di PIL nell'arco del decennio) fu interamente dovuta alle spese in conto capitale, finanziate in parte anche dal risparmio pubblico[263].

Un primo, drastico cambiamento si verificò negli anni iniziali del decennio successivo. Il disavanzo, che nella media della seconda parte degli anni Sessanta era stato pari al 2% circa del PIL, subì un sensibile aumento nel triennio 1970/72, in cui raggiunse il 4,7%, e fece un ulteriore balzo nel quadriennio successivo, portandosi in media al 7,3%. Aumentò soprattutto il disavanzo primario, che crebbe dall'1,1% della seconda parte degli anni Sessanta al 3,2% del triennio 1970-1972 e al 4,8% del quadriennio che stiamo esaminando, con un picco del 7% nel 1975; ma anche la spesa per interessi aumentò, passando dallo 0,9 al 2,4% del PIL.

---

260 Anche se l'iniziativa per l'introduzione del divorzio non era stata del PCI, in larga parte del paese la campagna elettorale per il referendum fu combattuta essenzialmente dalla DC da un lato e dal PCI dall'altro.

261 Cfr. Barbiellini Amidei e Impenna 1999, pag. 686.

262 Cfr. Tedoldi e Volpi 2021, pag. 139 e seg.

263 Nei primi anni Sessanta, il risparmio della pubblica amministrazione contribuiva per oltre un quinto a quello complessivo. A partire dal 1971, il saldo corrente divenne negativo, per importi rilevanti: nel 1975 esso assorbì oltre un terzo del risparmio delle famiglie. Cfr. Reviglio 1977, pag. 50-54.

Questi andamenti si riflessero sul debito del settore pubblico. La sua incidenza sul PIL, in leggera crescita dalla metà degli anni Sessanta, subì una forte accelerazione all'inizio del decennio successivo[264]: tra il 1970 e il 1973 essa aumentò di 13 punti percentuali, passando dal 37 al 50% circa; un ulteriore, sensibile aumento (circa 5 punti) si verificò nel 1975, seguito da variazioni più contenute (qualcuna anche di segno negativo) negli anni successivi.

Le ripetute crisi che si verificarono nel decennio giocarono un ruolo importante. Il disavanzo divenne uno degli ammortizzatori dello scontro sociale: fu rilevante l'impegno pubblico a sostegno delle imprese, che attenuò gli effetti della spinta salariale[265] e quelli delle numerose crisi aziendali del periodo[266]. Ma, oltre alla componente congiunturale e alle spinte legate al ciclo politico, operò una tendenza strutturale all'aumento della spesa corrente, in particolare di quella previdenziale, a cui non corrispose un parallelo aumento delle entrate[267]. Queste ultime cominciarono a crescere in modo significativo dal 1976[268], mentre la spesa era sensibilmente aumentata già a partire dal 1971. Le riforme tributarie del 1973-74 (introduzione dell'IVA e dell'IRPEF) tardarono a far sentire i loro effetti; nei primi anni del decennio diminuì, in particolare, l'incidenza delle imposte indirette, che erano la principale voce di entrata del bilancio pubblico[269].

La tendenza all'aumento della spesa riguardò anche gli altri paesi sviluppati, dove però, come abbiamo visto, vi fu una minore discrasia con l'incremento delle entrate. Ebbe inizio quella che Eichengreen e altri hanno chiamato *la Grande Accumulazione*: una lunga fase di aumento del debito pubblico dei paesi industrializzati, non ancora terminata, intervenuta dopo il consolidamento realizzato nel corso della ricostruzione postbellica e della *golden age*[270]. Tuttavia, l'intensità dell'accumulazione avvenuta in Italia negli anni Settanta fu molto maggiore che nella media dei paesi avanzati: secondo i dati del FMI, nel corso degli anni Settanta l'incidenza del debito pubblico sul PIL aumentò nel nostro paese di circa 22 punti percentuali (dal 35% dell'ultimo triennio degli anni Sessanta al 57% dell'ultimo triennio

---

264 "Il rapporto debito pubblico/pil mostra una crescita a partire dal 1964, che diventa più sostenuta dal 1971, presentando alcune brevi pause nel 1974, nel 1976-77 e nel 1979-80" (Morcaldo e Salvemini 1984, pag. 1419).

265 Cfr. Giavazzi e Spaventa 1989.

266 I sussidi pagati dallo Stato alle imprese passarono dal 4% del loro valore aggiunto nel periodo 1960-66, al 6% nel 1972 e all'8,5% nel 1975. Si agì anche dal lato del prelievo fiscale, con fiscalizzazioni degli oneri sociali ed esenzioni dalle imposte sui beni di investimento (scorte comprese), finanziate con aumenti dell'imposizione indiretta. Cfr. Basevi e Onofri 1997, pag. 10-12. Cfr. anche la Relazione BI sul 1977, pag. 193.

267 "Between 1964 and 1979 government expenditure increased from 30 to 42 per cent of GDP, a pace similar to that recorded in other European countries. Expenditure growth was not matched by revenue growth: over the same period the ratio of revenues to GDP increased only from 29 to 32 per cent" (Balassone et al. 2002, pag. 783). Mentre nel 1962 la pressione fiscale italiana era sostanzialmente allineata alla media degli altri paesi OCSE (27% circa), nel 1974 essa era sensibilmente inferiore (31%, contro 37%); cfr. Relazione BI sul 1975, pag. 209. Si veda anche F. Reviglio, op.cit., pag. 13 e pag. 117 e seguenti, e la Relazione BI sul 1974, pag. 214-216. Quantunque in crescita, la spesa italiana rimaneva, in rapporto al Pil, su livelli inferiori alla media europea; cfr. Tedoldi e Volpi 2021, pag. 161.

268 "I deficit che si produssero nella seconda metà degli anni '70 […] non furono dovuti ad una irrimediabile incapacità delle entrate correnti, a regime in quel momento, di adeguarsi al ritmo di espansione delle spese correnti, ma allo squilibrio tra le due voci ereditato dal precedente quinquennio e alle erogazioni in conto capitale" (Ministero del Tesoro 1988, pag. 74). Nello stesso senso, Giavazzi e Spaventa 1989, pag. 25-26.

269 Cfr. Reviglio 1977, pag. 141-143: la causa non fu tanto il passaggio dall'IGE all'IVA, quanto gli effetti dell'inflazione sulle imposte indirette specifiche. Aumentarono anche i disavanzi delle aziende produttrici di servizi di pubblica utilità, soprattutto per il ritardo con cui le tariffe furono adeguate all'aumento dei costi. L'inflazione contribuì invece all'aumento del peso delle imposte dirette.

270 Cfr. Echengreen et al. 2019.

dei Settanta), contro un aumento medio di poco più di 4 punti per i paesi sviluppati del Gruppo dei venti (dal 35 al 39% circa)[271].

Il fenomeno che preoccupava maggiormente i contemporanei era il rapido aumento del risparmio negativo della pubblica amministrazione: una parte crescente del debito veniva contratta per finanziare la spesa corrente, non gli investimenti (com'era stata la regola nella maggior parte del ventennio precedente). La preoccupazione era accresciuta dal fatto che, almeno nei primi anni Settanta, questo fenomeno era una peculiarità italiana: nella media del quadriennio 1970-1973, l'Italia fu l'unico paese della CEE in cui la pubblica amministrazione distrusse risparmio invece di crearne[272].

Data la politica di controllo del flusso aggregato di credito all'economia seguita a partire dal 1974, la difficoltà nel contenere la crescita del disavanzo pubblico faceva sì che venisse sacrificato soprattutto il credito al settore privato, maggiormente orientato agli investimenti. La composizione del credito totale interno si andò pertanto modificando nel corso del decennio, con un sensibile abbassamento della quota destinata al settore privato: tramite il bilancio pubblico, una parte rilevante del risparmio delle famiglie era riconvertita in consumi, riducendo la capacità di accumulazione e di sviluppo del sistema economico[273].

La severità del giudizio sulla politica di bilancio di quegli anni è in parte attenuata dall'eccezionalità degli eventi e dalla gravità delle crisi che colpirono l'Italia. In una fase di tensioni economico-sociali acute come quelle degli anni Settanta - in Italia più acute che altrove -, aggravate da fenomeni globali come l'esplosione del prezzo del petrolio, era difficile evitare che la finanza pubblica ne risentisse, tanto più in un periodo in cui il quadro politico era estremamente incerto e instabile. Per la finanza pubblica italiana, la vera "occasione mancata" - per usare l'espressione di Michele Salvati - fu quella degli anni Ottanta.

6.2 L'evoluzione dei mercati finanziari

I quattro anni compresi tra il 1973 e il 1976 furono i più difficili del decennio per il mercato finanziario italiano. L'instabilità macroeconomia, le forti oscillazioni dei tassi d'interesse reali, l'aumento dell'incertezza provocato anche dalla novità dei fenomeni (una grave recessione globale accompagnata da elevati livelli d'inflazione) misero a dura prova la resistenza dei mercati e degli intermediari finanziari. Come era già successo nel 1969, anche nel 1974 l'abbandono della politica di stabilizzazione dei tassi mandò in crisi il mercato obbligazionario; su scala minore, le difficoltà si ripetettero nel 1976. Ne derivò un andamento instabile e altalenante delle emissioni, che crollarono nel 1974 e, dopo una parziale ripresa, ebbero un'altra pesante caduta nel 1976[274]. I detentori di titoli a reddito fisso subirono perdite notevoli, sia per l'aumento dei tassi nominali, che faceva scendere il valore di mercato dei

[271] Mentre il ritardo con cui le entrate seguirono l'incremento delle spese alimentò il disavanzo primario, il differenziale tra interessi e crescita del PIL contenne l'aumento dell'incidenza del debito: per buona parte del decennio il tasso d'interesse reale fu basso e a tratti negativo (cfr. Carosio e Visco 1977), mentre il tasso di crescita, per quanto molto variabile, si mantenne in media su valori compresi tra il 2 e il 3%.

[272] Relazione BI sul 1975, pag. 84.

[273] Cfr. Fazio 1989.

[274] Le emissioni nette di titoli a reddito fisso (esclusi i BOT), che erano state parti a 10.453 miliardi nel 1973, scesero a 3.474 nell'anno successivo, risalirono a 11.907 miliardi nel 1975 e scesero nuovamente, a 7.725 miliardi, nel 1976 (Relazione BI sul 1976, pag. 298). In rapporto al RNL, l'andamento nei quattro anni fu il seguente: 15,4%, 4,4%,11,6% e 6,6% (Relazioni BI anni vari).

titoli, sia per l'erosione del valore reale provocata dall'inflazione: nel 1974 il tasso d'interesse medio effettivo aumentò di 4 punti, con una perdita in conto capitale stimata dalla Banca d'Italia in circa il 20%[275].

La struttura del mercato mutò profondamente: i privati furono venditori netti di obbligazioni nel 1974 e, per importi minori, nella maggior parte del 1976[276]; le banche, soggette dal 1973 al vincolo di portafoglio, e, in minor misura, la Banca d'Italia divennero di gran lunga i principali acquirenti. In quattro anni, tra il 1972 e il 1976, la quota di titoli detenuta dal pubblico diminuì di circa 20 punti percentuali, dal 45% al 25,7%, mentre quella delle banche aumentò di 14 punti e quella della Banca d'Italia di circa 6, raggiungendo rispettivamente il 53,9% e il 20,4%[277].

L'atrofia del mercato obbligazionario si rifletteva pertanto nell'ipertrofia dell'intermediazione bancaria. Oltre a creare rischi di instabilità finanziaria, questo processo accresceva fortemente la liquidità dell'economia[278] ed era fonte di difficoltà per il controllo monetario, costretto a fare ampio uso di misure straordinarie e di controlli amministrativi. Era urgente uscire da questa spirale e ricreare un minimo di funzionalità dei mercati finanziari.

In questo clima maturò un importante processo di riforma, che si imperniò in primo luogo sul mercato dei BOT. Questo, come abbiamo visto, aveva assunto un ruolo cruciale, essendo diventato il principale canale di finanziamento del disavanzo pubblico[279] e svolgendo di conseguenza una funzione fondamentale nel controllo della base monetaria, che veniva regolata innanzitutto decidendo se e in che misura emettere BOT[280]. Il meccanismo funzionava se i titoli erano sottoscritti, il che a sua volta richiedeva che le condizioni offerte - a cominciare dal tasso base dell'asta - fossero coerenti con le condizioni del mercato. Poiché non sempre ciò avveniva, furono frequenti le aste in cui una parte dei titoli offerti non era collocata, costringendo la Banca d'Italia ad esercitare la "facoltà" - prevista dalla riforma del 1969 - di sottoscrivere i titoli non aggiudicati. In questi casi, si cercava di riassorbire la liquidità in eccesso vendendo i titoli sul mercato secondario, ma non sempre ci si riusciva.

Il sistema era incoerente e altamente instabile. In certe fasi, le vendite sul mercato secondario avrebbero richiesto di accettare prezzi che il Tesoro aveva rifiutato sul primario, il che fino alla fine del 1976 non era consentito dalle regole sulle operazioni di mercato aperto. Queste stabilivano che i prezzi a cui la Banca d'Italia vendeva titoli sul mercato secondario fossero più alti - in misura fissa - dei prezzi di aggiudicazione dell'ultima asta e non potessero

---

275 Relazione sul 1974, pag. 303.

276 Nel complesso dell'anno vi furono limitate sottoscrizione nette, che però furono concentrare a inizio gennaio, prima della crisi valutaria.

277 Cfr. Relazione BI sul 1974, pag. 303, e Relazione BI sul 1976, pag. 293-294. Si veda anche Morcaldo e Salvemini, op.cit., pag. 1419.

278 Tra il 1966-70 e il 1971-74 le attività liquide delle famiglie passarono in media dal 52,7% al 74% dell'incremento totale delle attività finanziarie in loro possesso, mentre i titoli a reddito fisso scesero dal 18,6 al 7,5% (Vaciago 1978, pag. 71).

279 L'ammontare dei BOT era aumentato da 126 a 10.750 miliardi tra la fine del 1970 e il febbraio del 1975. Cfr. Ministero del Tesoro 1988, pag. 77.

280 Il grosso della base monetaria era creato dalla spesa del Tesoro finanziata attraverso il conto corrente di tesoreria presso la Banca d'Italia, che poteva andare a debito per un importo massimo pari al 14% della spesa pubblica. Il margine disponibile sul conto veniva ricostituito - oltre che con gli incassi fiscali e di altro tipo - con le emissioni nette di titoli pubblici (soprattutto di BOT in questa fase), che eventualmente includevano le sottoscrizioni da parte della Banca d'Italia.

cambiare tra un'asta e l'altra[281]. In fasi agitate come quelle della metà degli anni Settanta, non c'era nessuna garanzia che questi prezzi permettessero sempre la vendita dei titoli, tanto più se già in sede d'asta il prezzo di aggiudicazione non aveva assicurato il collocamento di tutti i BOT offerti. Nelle ricorrenti fasi di instabilità valutaria, la liquidità in eccesso finiva per essere assorbita dal canale estero invece che dalle vendite della Banca d'Italia.

Una prima iniziativa per migliorare l'accesso del Tesoro al mercato fu presa nel 1975, con la riforma dell'asta dei BOT[282]. Il sistema di emissione dei BOT era stato modificato due volte nel quindicennio precedente. Fino al 1962, i BOT erano stati emessi a rubinetto, cioè a tasso fisso, pari al tasso di sconto, e per quantità illimitate, in base alle richieste presentate dalle banche. Inoltre, non si distingueva tra BOT destinati alla riserva obbligatoria e BOT per investimento libero. Questo sistema aveva diversi inconvenienti: le emissioni potevano eccedere le esigenze di indebitamento a breve termine del Tesoro; inoltre, era possibile per le banche utilizzare BOT in portafoglio per assolvere l'obbligo di riserva. Nel 1962 si introdusse la distinzione tra BOT per la riserva obbligatoria e BOT per investimento libero. I primi continuarono ad essere emessi a tasso fisso, per un ammontare pari a quello da depositare a riserva obbligatoria[283]; per i BOT destinati all'investimento libero si introdusse invece un sistema d'asta, con aggiudicazione al prezzo marginale, cioè a quello che consentiva di coprire l'ammontare offerto, e partecipazione limitata solo alle banche; il prezzo base era quello corrispondente al tasso ufficiale di sconto. L'impegno della Banca d'Italia a negoziare i titoli al prezzo di aggiudicazione d'asta, che di fatto assimilava i BOT alla base monetaria, e le condizioni generali del periodo fecero sì che, asta dopo asta, il prezzo di aggiudicazione rimanesse in prossimità di quello base, con variazioni molto limitate.

Nel 1969 - la data ovviamente non è casuale, è l'anno in cui si sospese la politica di stabilizzazione dei tassi a lungo termine e si aumentò il tasso di sconto dopo molti anni di stabilità - intervenne la seconda modifica: si decise che il prezzo base dell'asta non sarebbe più stato legato al TUS ma stabilito di volta in volta a seconda delle condizioni di mercato; la Banca d'Italia, che non partecipava all'asta, ebbe la facoltà - non l'obbligo - di acquistare, al prezzo base, i titoli non aggiudicati; cessò inoltre il suo impegno a negoziare i BOT al prezzo di aggiudicazione dell'ultima asta, sostituito dalla facoltà di compiere vendite o acquisti a seconda delle esigenze di controllo monetario, applicando un sistema di sovrapprezzi o di scarti stabiliti in misura fissa.

---

281 Queste regole sono descritte in Capomassi et al. 1979, pag. 517-518. Prima dei cambiamenti apportati alla fine del 1976," le cessioni di BOT da parte della Banca d'Italia avvenivano […] applicando tassi di sconto corrispondenti ai prezzi di aggiudicazione all'asta maggiorati in misura fissa, che rimanevano fermi per tutto il periodo intercorrente tra l'ultima asta e la data di pubblicazione del decreto dell'asta successiva, data dalla quale le operazioni di vendita venivano sospese. Questo sistema rigido di intervento sul mercato dei BOT presentava l'inconveniente che i prezzi ai quali la banca centrale era disposta a operare potevano scostarsi da quelli ritenuti appropriati dagli operatori; la Banca poteva così trovarsi nella situazione di non riuscire a mettere in atto vendite di BOT nel volume desiderato" (pag. 520).

282 Cfr. Cotula 2003, pag. 685 e seg. L'esigenza di rivedere i rapporti finanziari tra Banca d'Italia e Tesoro trovò riflesso, un anno dopo, nelle dichiarazioni programmatiche del V governo Moro (entrato in carica nel febbraio del 1976 e durato pochi mesi). Come risulta da un'intervista a Colombo, l'idea era di stabilire un limite massimo al ricorso del Tesoro alla Banca d'Italia, fissandolo in anticipo e facendolo approvare dal Parlamento. Cfr. ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, pratt., n. 89, fasc. 3, sfasc. 2.

283 Si stabilì inoltre che almeno il 10% dell'eccedenza dei depositi sul patrimonio fosse pagato in contanti. Cfr. Sacerdoti 1975.

Negli anni successivi, come abbiamo visto, si ebbe una maggiore variabilità dei tassi dei BOT, con emissioni piuttosto limitate fino al 1972 e molto più consistenti a partire dall'anno successivo. Ma il sistema presentava un grado di rigidità di gran lunga eccessivo per una fase turbolenta come quella della metà degli anni Settanta, il che, dato il ruolo assunto dai BOT nel finanziamento del fabbisogno pubblico, creava gravi difficoltà al controllo monetario. Si decise pertanto di modificare nuovamente le procedure di collocamento e, qualche tempo dopo, anche le regole sulle operazioni di mercato aperto.

La riforma del sistema d'asta avvenne nella primavera del 1975: furono ammessi anche operatori non bancari[284] e fu prevista la possibilità di offerte multiple; inoltre, il compito di fissare il prezzo base fu di fatto spostato dal Tesoro alla Banca d'Italia, che lo esercitava attraverso un'offerta pari all'ammontare complessivo dei titoli in asta[285]. Il decreto ministeriale che indiceva l'asta continuava - in conformità con la normativa sulla contabilità di Stato - a stabilire un prezzo base; ma a partire dalla fine del 1976, questo rimase fisso su livelli sensibilmente inferiori ai prezzi di mercato[286].

Alla riforma del mercato primario seguirono, anche se con una certa lentezza, misure riguardanti il secondario. Nel luglio 1975 la Banca d'Italia annunciò l'intenzione di ridurre le sue contrattazioni fuori asta, che per molti versi sostituivano il mercato secondario limitandone lo sviluppo, e di quotare i BOT in borsa. Ma il passo fondamentale fu fatto con la modifica delle regole sulle operazioni di mercato aperto, avvenuta nel dicembre 1976: i prezzi a cui la Banca d'Italia si dichiarava disposta a cedere i BOT sarebbero stati fissati in funzione del collocamento desiderato e avrebbero potuto cambiare tra un'asta e l'altra; inoltre, benché di norma i prezzi a cui la Banca vendeva sul mercato secondario continuassero a essere superiori a quelli di aggiudicazione nell'ultima asta, questa non era più una regola assoluta, ma poteva essere derogata in caso di necessità[287].

La riforma del 1975 lasciò aperta la possibilità che la Banca d'Italia fosse chiamata a sopperire a una insufficiente domanda di BOT - alle condizioni offerte - da parte del pubblico[288]. Nel valutarla, tuttavia, non si può prescindere né dalla situazione di emergenza in cui si trovava il paese, che rendeva rischioso recidere bruscamente il cordone ombelicale tra

---

284 Oltre alle aziende di credito, potevano partecipare la Banca d'Italia, l'UIC, gli istituti di credito speciale, gli enti di previdenza, le imprese di assicurazione, le società finanziarie iscritte all'albo, gli agenti di cambio (questi ultimi dal 1976). La partecipazione alle aste aumentò sensibilmente, da una media di 42 nei primi quattro mesi del 1975 a 146 nelle aste successive alla riforma (Relazione BI sul 1975, pag. 260-261). L'ampliamento dei soggetti ammessi alle aste fu deciso anche per accrescere la concorrenza: Carli fece riferimento a comportamenti collusivi delle banche, diretti a forzare l'aumento del tasso di aggiudicazione; cfr. CF sul 1974, pag. 25 e 32-33.

285 "La misura del prezzo base, da fissare nei relativi decreti, potrà essere meramente indicativa; il prezzo di sottoscrizione sarà in realtà quello offerto dalla Banca d'Italia, che assicurerà comunque la copertura dell'intera 'tranche'" (la citazione è tratta da un documento intitolato "*Principali innovazioni al regime dei buoni ordinari del Tesoro*", in ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, pratt., n. 80, fasc. 1). Naturalmente ciò richiedeva che il prezzo base fosse realmente solo indicativo, cioè che fosse sufficientemente basso.

286 Cfr. Capomassi et al. 1979. Anche la *Relazione del Tesoro sul debito pubblico* sottolinea che "un'innovazione fondamentale fu quella di offrire i titoli con un prezzo base largamente inferiore a quello di mercato" (1988, pag. 77). L'indicazione di un prezzo base nell'asta dei BOT fu abolita nel 1988 per quelli a tre mesi e nel 1989 per quelli a sei e a dodici mesi.

287 Cfr. Capomassi et al. 1979, pag. 520.

288 Sul piano giuridico, la riforma non introdusse un obbligo di sottoscrizione per la Banca, che sarebbe stato contrario alla legge, ma inaugurò una prassi (o se si vuole sollecitò un impegno) che in pratica era quasi altrettanto vincolante.

la Banca e il Tesoro, prima che se ne fossero create le condizioni, né soprattutto dal fatto che la riforma era comunque un progresso rispetto alla situazione precedente. Prima del 1975, la Banca d'Italia non partecipava alle aste e aveva una mera facoltà di sottoscrivere i titoli non aggiudicati; ma di fatto, nella situazione concreta di quegli anni, essa si considerò tenuta ad esercitare tale facoltà (è in riferimento a ciò che Carli fece, nelle *Considerazioni finali* sul 1973, la famosa affermazione sul carattere "sedizioso" di un eventuale rifiuto). Sotto questo profilo, la riforma del 1975 non cambiò nulla, e non vedo come avrebbe potuto farlo. Due anni dopo, Baffi ripeté gli stessi concetti espressi da Carli, richiamando anche un passo analogo, ma assai meno citato, di Einaudi, contenuto nelle *Considerazioni finali* sul 1946[289]. Ma dando di fatto alla Banca d'Italia il compito di fissare il prezzo base delle aste, si facilitò l'accettazione del principio che i titoli pubblici andavano collocati a condizioni di mercato, che, al di là degli aspetti tecnici, era il punto politico fondamentale[290]. Non meno importante fu il cambiamento delle regole sulle operazioni di mercato aperto, che ne accrebbe grandemente la flessibilità trasformandole nel principale strumento del controllo monetario.

Malgrado alcuni passi falsi nel corso del 1976[291], il Tesoro riuscì a recuperare un migliore accesso al mercato, ampliando la gamma dei titoli offerti prima nell'ambito degli stessi BOT (furono emessi anche a sei e a dodici mesi), poi con i CCT e con i titoli a tasso fisso a media scadenza. Ciò contribuì a migliorare il controllo della base monetaria[292]: gli acquisti netti di titoli di Stato da parte della Banca d'Italia, che erano stati in media pari a 7.926 miliardi di lire l'anno nel triennio 1974-1976, scesero a -1.010 miliardi nel triennio 1977-

---

[289] CF sul 1975, pag. 42. La citazione di Einaudi riguarda le condizioni che costringevano l'Istituto di emissione a "crescere la circolazione o creare il caos. Mali amendue, ma di gran lunga peggiore il secondo" (pag. 42). Cfr. Signorini 2021, pag. 13 e seg. Baffi tornò sull'argomento nelle CF dell'anno successivo, rivendicando l'autonomia contrattuale della Banca in tutte le operazioni di acquisto e di vendita di titoli di stato, sia sul mercato primario che sul secondario. "Non è dunque in forza di un obbligo di legge che il portafoglio di titoli del debito pubblico si è andato gonfiando nell'attivo dell'Istituto di emissione, ma perché l'Istituto ha creduto di accettare la validità di una ragione economica e storica più cogente della pur profonda convinzione di quanto sia effimero e distorsivo il sostegno dell'occupazione e del reddito affidato all'inflazione" (pag. 33). "Sotto altro cielo", concluse malinconicamente, il cancelliere tedesco aveva affermato il valore dell'autonomia della banca centrale, indispensabile per una efficace collaborazione con il governo.

[290] Il significato della riforma e della successiva evoluzione è descritto con molta efficacia nella risposta di Baffi all'accusa, mossa da Franco Modigliani alla Banca d'Italia a conclusione di un ciclo di lezioni sull'evoluzione della teoria monetaria, di "fare il servitore del ministro del tesoro" (7 ottobre 1977). Baffi sottolineò quanto fosse stato importante essere riusciti a far passare il principio che il prezzo base delle aste "corrispondesse a un tasso di rendimento superiore ai tassi di equilibrio di mercato", come mostrato dal fatto che i tassi base erano rimasti invariati nonostante la forte discesa (dal 18 al 12%) dei rendimenti dei BOT nel corso del 1977. L'intervento di Baffi fu registrato, a sua insaputa, da qualche ascoltatore e "abusivamente" pubblicato dal settimanale *Il Mondo*, come lo stesso Baffi spiega nella lettera con cui ne inviò una copia ad Aldo Moro. In ASBI, carte Baffi, Monte Oppio, pratt., n. 9, fasc. 5.

[291] "Nel corso del 1976 il collocamento dei buoni ordinari del Tesoro è quasi sempre avvenuto a tassi inferiori a quelli base. […] A due riprese, tuttavia, in marzo e in ottobre, […] l'offerta di BOT avvenne a rendimenti insufficienti a garantire almeno il rinnovo di quelli in scadenza: la Banca d'Italia sottoscrisse al prezzo base; non essendo prevista la possibilità di indicare uno sconto, sua unica alternativa sarebbe stata la grave decisione di non sottoscrivere" (CF sul 1976, pag. 34). Capomassi et al., op.cit., osservano che fino alla fine del 1976 il tasso base fu abbastanza prossimo a quelli di mercato, ma rimase fermo quando, a fine anno, i tassi di mercato cominciarono a scendere, permettendo la formazione di un divario sufficientemente ampio.

[292] Cfr. Gaiotti e Secchi 2012, pag. 25.

1979[293]. L'altra faccia della medaglia fu l'aumento del costo del debito pubblico, che fece passare l'incidenza della spesa per interessi sul PIL dal 2% circa del 1973/74 al 4% circa del 1978/79.

In parallelo con la riforma dell'asta dei BOT fu realizzata anche un'importante riforma della riserva obbligatoria. Essa impose a tutte le aziende di credito versamenti in contanti proporzionali al flusso della massa fiduciaria, facendo rifluire nel vincolo di portafoglio i titoli in precedenza imputati a riserva; di conseguenza, la riforma soppresse l'emissione dei BOT destinati alla riserva obbligatoria.

Le innovazioni continuarono negli anni seguenti: si liberalizzarono i tassi interbancari e si favorì la creazione di un circuito telefonico per lo svolgimento delle negoziazioni; si cercò - con limitato successo - di istituire un mercato della carta commerciale. Inoltre, si rafforzò l'infrastruttura del sistema finanziario, con l'introduzione dei conti accentrati di anticipazione e deposito, che permetteva alle banche di concentrare in un unico conto le loro disponibilità in base monetaria[294], e l'avvio dei lavori per l'accentramento dei BOT, che ne avrebbe consentito il trasferimento con mere scritturazioni contabili[295]. A questi anni risale anche la fondazione di alcune società che avrebbero svolto un ruolo importante nell'ammodernamento del sistema dei pagamenti e dell'infrastruttura tecnica dei mercati finanziari: la Società interbancaria per l'automazione e la Monte Titoli, create rispettivamente nel 1977 e nel 1978[296]. In entrambi i casi la Banca d'Italia svolse un ruolo cruciale, promuovendo la costituzione delle società, partecipando al loro capitale e sostenendone l'attività[297].

7. Una stabilizzazione limitata ma importante: 1977-1979

7.1 La nuova crisi del dollaro, gli squilibri internazionali e l'avvio dello SME

Nel 1976 l'economia internazionale si era ripresa dalla recessione del biennio precedente, ma l'inflazione e la disoccupazione, pur riducendosi, erano rimaste elevate. Inoltre, la ripresa era lenta e incerta; in particolare, ristagnavano gli investimenti, nonostante un certo miglioramento nella profittabilità delle imprese[298]. Persistevano gravi squilibri nei pagamenti internazionali, sia tra i paesi importatori ed esportatori di petrolio, sia all'interno del gruppo dei paesi industrializzati.

---

293 Cfr. Banca d'Italia, *Tavole storiche, Indicatori monetari e finanziari*, tavola 5. Il portafoglio di titoli di Stato della Banca, aumentato da 2.764 miliardi a 32.837 tra il 1969 e il 1976, scese a 28.745 nel 1979; il rapporto con il PIL scese di circa 10 punti (dal 26,17 per cento nel 1976 al 16,01 per cento nel 1979; cfr. Morcaldo e Salvemini 1984, pag. 1420).

294 In precedenza, le banche insediate in più di una provincia avevano conti presso più di una filiale della Banca d'Italia, il che riduceva l'efficienza della gestione di tesoreria e ne aumentava i costi: poteva capitare che la stessa banca chiudesse la giornata a credito presso una filiale e a debito presso un'altra.

295 CF sul 1977, pag. 32.

296 Si veda la nota preparata dalla Banca d'Italia in risposta a un quesito del Senatore Aletti in materia di centralizzazione dei titoli (in ASBI, Direttorio-Baffi, pratt., n. 33, fasc. 10).

297 Di qualche anno più tardi - 1983 - è la fondazione della Centrale dei bilanci, a cui fu applicato il medesimo schema.

298 Come avvenne anche in Italia, esse destinavano i maggiori flussi di cassa soprattutto alla riduzione dell'indebitamento; cfr. Relazione BRI del 1977, pag. 23.

Nel biennio successivo si aprì una sensibile divaricazione tra l'andamento dell'economia americana da un lato, e quello delle economie dei paesi europei e del Giappone dall'altro. Mentre negli Stati Uniti la ripresa ciclica iniziata nel 1976 continuò a un tasso sostenuto, nel resto del mondo sviluppato essa si fece molto più debole e incerta. La divergenza fu determinata soprattutto dal diverso orientamento delle politiche economiche. L'amministrazione Carter, insediatasi all'inizio del 1977, seguì una politica espansiva diretta a riassorbire la disoccupazione, rimasta su livelli piuttosto elevati. In Europa e in Giappone, invece, si era molto più scettici sulla capacità dei tradizionali strumenti di sostegno della domanda di incidere sui livelli di attività: si temeva che essi avrebbero fatto ripartire l'inflazione senza stimolare la crescita[299]. La politica della nuova amministrazione spinse l'attività produttiva, sostenendo anche la domanda mondiale, ma fece aumentare l'inflazione americana e accrebbe sensibilmente il disavanzo della bilancia dei pagamenti, emerso già nel 1976[300].

Ciò si riflesse sul cambio del dollaro. Nel corso degli anni Settanta, la domanda internazionale di dollari era cresciuta: il passaggio a un regime di fluttuazione manovrata dei cambi e le ripetute crisi valutarie aumentarono fortemente il bisogno di riserve, facendone più che raddoppiare l'incidenza sul PIL globale[301]. Il dollaro fu il principale beneficiario di questa tendenza, dato che le riserve valutarie erano investite principalmente nella valuta americana. Nonostante questo trend di fondo, nella seconda metà degli anni Settanta la posizione del dollaro non era ancora del tutto consolidata - del resto, erano passati pochi anni dalle crisi che ne avevano determinato l'inconvertibilità e la svalutazione - e accelerazioni eccessive dell'offerta potevano minare la fiducia nella sua stabilità.

I nodi vennero al pettine sul finire del 1977 e nella prima parte del 1978, quando vi fu una vera e propria crisi del dollaro, che secondo la BRI fu di intensità analoga a quella che, cinque anni prima, aveva condotto alla fine del sistema dei cambi fissi[302]. Il dollaro si deprezzò pesantemente, con un calo medio di oltre il 18% tra settembre 1977 e ottobre 1978[303]. Cominciò a diffondersi la preoccupazione di una fuga incontrollata verso altre valute, tanto da indurre il FMI a riesaminare la questione del ruolo internazionale della moneta americana e a valutare l'opportunità di una nuova emissione di DSP, la cui incidenza nella composizione delle riserve era scesa notevolmente rispetto ai livelli toccati alla metà del decennio[304].

---

299 Cfr. Sachs 1979. Si veda anche la Relazione della BRI del 1979, pag. 22: "Simplifying drastically, one might say that, faced with the inflationary recession, produced in part by the oil crisis, the United States and various other countries sought to return by means of conventional expansionary policies to higher levels of employment. Others, especially in Europe, chose the most cautious course of first restoring a satisfactory semblance of price stability. […] But […] with the current degree of interdependence in the world economy, the pursuit of diverse demand-management policies creates considerable external imbalances". Nel 1977 il PNL dei paesi CEE aumentò del 2,3%, contro il 4,9% degli Stati Uniti; nel 1978, rispettivamente del 2,9 e del 4% (Relazione BI sul 1978, pag. 4).

300 Mentre nel 1976 il disavanzo americano, oltre ad essere di importo relativamente modesto, fu dovuto soprattutto alle uscite di capitali, nel 1977 gli Stati Uniti registrarono un disavanzo corrente di dimensioni notevoli (20 miliardi di dollari, contro circa 1,5 nell'anno precedente).

301 Dal 2% del 1970 al 5% circa del 1980, oro compreso, con un tasso di crescita annuo del 21%, contro il 3% degli anni Sessanta. Cfr. Menand e Younger (2023), pag. 298.

302 BRI, Relazione del 1979, pag. 3.

303 Ibidem, pag. 136. Il calo era ovviamente molto maggiore verso le valute più forti (yen, franco svizzero e marco tedesco). Rispetto alla lira, il cambio del dollaro scese del 9,5%.

304 Cfr. Relazione BI sul 1978, pag. 36-38.

Per superare la crisi, il governo americano premette sui paesi in avanzo (fondamentalmente Germania e Giappone), le cui economie ristagnavano o crescevano lentamente, perché adottassero politiche espansive. Ne risultarono gli accordi di Bonn (luglio 1978), con cui Germania e Giappone si impegnarono ad allentare le politiche di bilancio e gli Stati Uniti a restringere la politica monetaria[305]. L'efficacia degli accordi è controversa; essi furono del resto rapidamente superati dagli effetti della seconda crisi petrolifera, scoppiata nel 1979 ma preceduta, già nello scorcio del 1978, dall'ascesa dei prezzi delle materie prime[306]. Nel novembre del 1978, comunque, la Federal Reserve prese importanti misure restrittive, inasprite l'anno seguente, che segnarono una svolta nella politica monetaria americana: in particolare, oltre ad aumentare il tasso di sconto e l'aliquota della riserva obbligatoria, furono introdotti obiettivi quantitativi sull'espansione dell'offerta di moneta e di base monetaria, che fecero aumentare fortemente i tassi d'interesse e arrestarono il calo del dollaro. Era iniziata l'era Volcker.

Il tumulto valutario del 1978 accelerò gli sforzi per la creazione di un'area di maggiore stabilità in Europa. Nella primavera di quell'anno, in un vertice europeo tenutosi a Copenhagen, il cancelliere tedesco e il presidente francese proposero l'istituzione di un sistema monetario europeo, che avrebbe dovuto soppiantare il serpente. La proposta venne approvata dal Consiglio Europeo in una riunione tenutasi a Brema nel luglio successivo.

Il serpente aveva avuto una vita piuttosto travagliata. Si è detto della precoce uscita del Regno Unito e dell'Italia, già nelle fasi iniziali dell'accordo. La Francia uscì nel 1974, rientrò nel 1975 ed uscì di nuovo nel 1976: il serpente si ridusse a una sorta di area del marco. In una regione già profondamente integrata sul piano commerciale, composta da paesi relativamente piccoli (anche quelli di dimensioni maggiori) e fortemente aperti verso l'esterno, restava l'esigenza di limitare i costi dell'instabilità valutaria[307]. Continuava pertanto la ricerca di una maggiore integrazione tra le monete dei paesi dell'area, che permettesse di contenerli.

Un importante attore di questa ricerca fu la Francia. Negli anni Sessanta, come abbiamo accennato, essa era stata protagonista di un aspro scontro con gli Stati Uniti per la riforma del sistema monetario internazionale; le sue richieste riguardavano il ridimensionamento del ruolo del dollaro, il passaggio a una gestione collettiva del sistema e una maggiore simmetria nella ripartizione degli oneri di aggiustamento degli squilibri tra paesi in avanzo e in disavanzo[308].

Negli anni Settanta lo scenario cambiò, ma il dollaro mantenne, in forme nuove, una posizione centrale. Dopo l'avvio della fluttuazione generalizzata dei cambi, la Francia premette, con altri paesi, per il ripristino di un sistema riformato di cambi fissi; il colpo di grazia a questi tentativi, come sappiamo, fu dato dalla crisi petrolifera, che rese definitivo il passaggio ai cambi fluttuanti e rafforzò il ruolo cardine del dollaro.

---

305 Cfr. Glyn et al. 1988, pag. 74-75, e Eichengreen 1996, pag. 144.

306 I prezzi delle materie prime erano rimasti deboli finché l'espansione dell'attività produttiva non si estese, nel corso del 1978, all'Europa e al Giappone. Il miglioramento delle ragioni di scambio dei paesi sviluppati rispetto ai livelli del 1973/74 aveva contribuito al rallentamento dell'inflazione, particolarmente nei paesi le cui valute si erano apprezzate.

307 Questa, in particolare, era un fattore di forte disturbo per la politica agricola comune, che occupava un posto assai importante tra le politiche comunitarie.

308 Cfr. Eichengreen 1996, pag. 115 e seg.

Abbandonata sul piano globale, la ricerca di cambi stabili continuò a livello europeo. Il principale obiettivo francese era di conquistare una posizione analoga a quella tedesca: la Francia continuò a battersi per la simmetria tra paesi in avanzo e in disavanzo e per una maggiore collegialità nella gestione del sistema. La Germania, dal canto suo, aveva interesse a un accordo che permettesse di contenere la tendenza del marco a rivalutarsi, proseguendo nel regime di sistematica sottovalutazione del cambio reale della sua valuta perseguito già dai tempi di Bretton Woods[309].

Per quanto riguarda l'Italia, ripercorrere il dibattito sull'adesione allo SME va oltre gli scopi di questo lavoro, essendo lo SME essenzialmente un'istituzione del periodo successivo. Basti ricordare che la posizione italiana non era univoca. Baffi non condivideva l'idea che si potesse abbattere l'inflazione *soltanto* con la politica del cambio e sottolineava l'esigenza di un'adeguata flessibilità del cambio reale ottenibile anche con aggiustamenti di quello nominale. In sostanza, egli pensava che, se non si risolvevano i problemi di fondo, l'irrigidimento del cambio o sarebbe stato insostenibile o avrebbe provocato costi reali inaccettabili[310]. Baffi metteva inoltre in guardia dai rischi per l'economia italiana di accordi parziali, riguardanti solo la politica monetaria. Certamente egli non era contrario né all'integrazione europea né a politiche di disinflazione e di riequilibrio economico e finanziario in Italia; guardava però anche al di là della fase di disinflazione[311] e riteneva indispensabile che la limitazione della - e, in prospettiva, la rinuncia alla - flessibilità del cambio fossero accompagnate da due condizioni: la simmetria nel superamento degli squilibri e la creazione di meccanismi redistribuivi tra paesi che attenuassero l'impatto reale delle politiche restrittive su quelli più deboli[312]. Su entrambi i punti, non si andò oltre generiche aperture iniziali, che non ebbero alcun seguito concreto[313].

---

309 Cfr. Höpner 2019.

310 " Ma sarebbe illusorio ritenere che attraverso il solo strumento del cambio si possa raggiungere l'obiettivo prioritario dello spegnimento dell'inflazione. Esso tenderà inevitabilmente ad allontanarsi nel tempo se non verranno simultaneamente combattute tutte le cause della crescita dei prezzi, dall'incremento del costo del lavoro alle inefficienze produttive, dall'affievolimento della concorrenza, al disavanzo del settore pubblico" (CF sul 1978, pag. 14). Una posizione simile fu sostenuta da Federico Caffè (cfr. Baffigi 2016, pag. 183-208).

311 Il rischio che, in caso di shock asimmetrici in regime di unione monetaria, alcuni paesi fossero costretti a ricorrere a politiche di deflazione interna, con gli ingenti costi economici, sociali e politici a queste connessi, fu chiaramente segnalato in Baffi 1989.

312 Alcune delle richieste avanzate dall'Italia, in particolare nell'ambito del Comitato di politica economica (incaricato di effettuare studi per rafforzare le economie meno prospere) sono riportate in un documento del 15 ottobre 1978, in ASBI, Carte Baffi, Governatore onorario, pratt., n. 93, fasc. 2. In sostanza, l'Italia chiedeva che il nuovo sistema permettesse ai paesi in ritardo di conseguire un tasso di sviluppo non solo elevato, ma superiore a quello medio della Comunità; a questo fine, oltre alla simmetria degli impegni in caso di squilibrio, si riteneva necessario che la CEE attivasse rilevanti trasferimenti di risorse in favore dei paesi più deboli, con "spiccate finalità di redistribuzione territoriale". Si vedano anche le CF sul 1978, pag. 7-9.

313 Cfr. Piluso 2022, pag. 326 e seg. Lo svolgimento delle trattative è descritto in Baffi 1983, pag. 261-274. Nel negoziato tecnico che seguì l'accordo politico sul varo del nuovo sistema, prevalsero soluzioni di compromesso - in particolare quella che stabiliva una semplice "presunzione" di intervento a carico del paese con moneta divergente rispetto all'ECU (tipicamente una valuta forte) - che sostanzialmente mantenevano il carattere asimmetrico degli aggiustamenti necessari per il rispetto dei margini di fluttuazione (cioè lo mantenevano soprattutto a carico dei paesi in disavanzo), com'era già stato per il serpente. Cfr. Relazione BI sul 1978, pag. 41-44. È questo il senso del famoso - ma all'epoca riservato - scambio di lettere tra il ministro delle finanze tedesco e il presidente della Bundesbank, con cui si circoscriveva l'obbligo di intervento da parte di quest'ultima (cfr. Eichengreen 1996, pag. 162-163, e Eich e Tooze 2015, pag. 20).

Sul versante opposto si schieravano quanti pensavano che solo l'imposizione di un vincolo esterno potesse disciplinare i riottosi attori politici e sociali italiani[314]. Ma ciò che fece premio nella decisione finale fu l'esigenza politica di non rimanere fuori da un'intesa che - con l'eccezione del Regno Unito - riguardava tutti i maggiori paesi europei[315].

Com'è noto, Baffi ottenne che all'Italia fosse concessa una fascia di oscillazione del cambio della lira più ampia di quella prevista per le altre valute; inoltre, nei mesi precedenti all'avvio del nuovo sistema, assecondò una moderata discesa del cambio della nostra moneta, in modo da fissarne la parità su un livello relativamente basso[316].

7.2 Il parziale riequilibrio dell'economia italiana

Un'importante novità del biennio che stiamo esaminando fu la maggiore costanza degli obiettivi della politica economica, che evitò le repentine inversioni di rotta degli anni precedenti; inoltre, l'azione di governo dell'economia si fece più organica, utilizzando in modo più sistematico la politica di bilancio, oltre alla politica monetaria, e intervenendo in via legislativa su alcuni aspetti del mercato del lavoro e dei meccanismi di indicizzazione. Questo cambiamento fu facilitato dalla maggiore stabilità del quadro politico[317]. Come osservò Baffi, la classe politica mostrava maggiore consapevolezza dell'esigenza di affrontare i problemi di fondo dell'economia italiana e non solo i sintomi attraverso cui questi si manifestavano[318].

Abbiamo già accennato alla manovra di politica fiscale avviata nell'ultima parte del 1976 e proseguita nei primi mesi dell'anno successivo. L'obiettivo era duplice: conseguire un moderato avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, necessario per procedere al graduale rimborso del debito estero, e rilanciare lo sviluppo dando maggiore spazio agli investimenti nella composizione della domanda interna. A questo scopo, si mirava innanzitutto a ridurre il disavanzo corrente del settore pubblico, che ormai assorbiva una quota notevole del risparmio nazionale; questa era considerata una condizione necessaria, anche se non

---

314 Cfr. Piluso 2022.

315 Lo scontro politico sulla partecipazione italiana allo SME è ricostruito in Craveri 2016., pag. 328 e seg. Comunisti e socialisti erano contrari, i repubblicani favorevoli, la democrazia cristiana incerta (ma una parte non piccola decisamente a favore), Andreotti titubante. L'ordine del giorno favorevole alla partecipazione fu discusso dal parlamento nel dicembre 1978; esso passò con il voto contrario dei comunisti e l'astensione dei socialisti, determinando una spaccatura della maggioranza che sfociò, di lì a pochi mesi, nello scioglimento delle camere e in elezioni anticipate.

316 Nella *Cronaca breve di una vicenda giudiziaria*, Baffi ricorda che nel dicembre 1978 - mentre era alle prese con l'attacco portatogli da una parte della magistratura romana e da ambienti giornalistici, affaristici e politici - il Movimento federalista europeo chiese al presidente del consiglio Andreotti di destituirlo dalla carica di governatore, a causa delle posizioni prese nel negoziato sullo SME. Cfr. Baffi 2013, pag. 209. Nello stesso testo Baffi accenna al fatto che, nel corso del negoziato, dovette a volte sostituire non solo il ministro del Tesoro, ma lo stesso presidente del consiglio, il che da un lato probabilmente rifletteva l'incertezza regnante nel governo, dall'altro non contribuiva a rafforzare il peso negoziale dell'Italia.

317 La solidarietà nazionale durò dalla metà del 1976 all'inizio del 1979. Pur passando attraverso momenti critici (la caduta del governo della "non sfiducia" nel gennaio 1978) e prove drammatiche come il sequestro e l'assassinio di Aldo Moro, essa assicurò un periodo di relativa stabilità politica.

318 "Dopo la crisi di settembre [1976], il ricorso agli strumenti creditizi e valutari assunse un più preciso carattere di temporaneità, nell'ambito del nuovo indirizzo che il Governo era in procinto di imprimere alla politica economica, finalizzandola con maggiore impegno ad eliminare gli squilibri reali anziché ad arginare le loro conseguenze monetarie", CF sul 1976, pag. 19.

sufficiente, per conciliare l'aumento degli investimenti con il riequilibrio dei conti con l'estero.

Il programma era ambizioso e fu realizzato solo in piccola parte. Tuttavia, esso fornì un quadro di riferimento per la politica economica italiana che, se fu lungi dal raggiungere tutti gli obiettivi indicati, permise almeno di bloccare il degrado del quadro macroeconomico e di effettuare un parziale aggiustamento. Il tentativo di riequilibrio della finanza pubblica - malgrado il forte aumento del fabbisogno nel 1978 - si manifestò con la crescita delle entrate tributarie e il contenimento del disavanzo primario, passato dal 4,5% del PIL nel sessennio 1971-1976 al 3,4% del quadriennio 1977-1980[319].

All'inizio del 1977 furono prese ulteriori misure fiscali e di politica del lavoro: fu anticipato il pagamento di alcune imposte dirette; fu fiscalizzata una parte degli oneri sociali pagati dalle imprese industriali; d'accordo con sindacati e Confindustria, furono apportate alcune modifiche all'indennità di contingenza, riducendone gli effetti sul trattamento di quiescenza e abbassandone l'elasticità attraverso la ristrutturazione dell'indice sulla cui base essa veniva calcolata[320]. Furono inoltre adottati provvedimenti per combattere l'assenteismo e accrescere la mobilità.

Per quanto riguarda la politica monetaria, essa proseguì nell'orientamento restrittivo avviato nel 1976, attenuandolo però nel corso dell'anno in parallelo con il calo dell'inflazione, il riequilibrio - più rapido del previsto - della bilancia dei pagamenti e l'indebolimento della crescita. Il momento di maggiore restrizione fu raggiunto nei primi mesi del 1977, quando giunse al culmine la tendenza ascendente dei tassi d'interesse iniziata nell'anno precedente. Da aprile cominciò una fase di moderata discesa, assecondata con le riduzioni dei tassi ufficiali a giugno (due punti) e ad agosto (un punto e mezzo). Da settembre la Banca d'Italia iniziò a frenare la discesa dei tassi a lungo termine, con vendite nette sul mercato secondario; nella seconda metà dell'anno, la curva per scadenze tornò ad assumere un'inclinazione positiva[321].

Nonostante la forte spinta esercitata dai fattori autonomi di creazione, il controllo della base monetaria avvenne senza particolari difficoltà, grazie soprattutto al grande sviluppo dei collocamenti di BOT. Le operazioni di mercato aperto - le cui regole, come abbiamo visto, erano state modificate alla fine del 1976 - divennero lo strumento principale del controllo monetario. Le ingenti vendite di BOT e di altri titoli pubblici (a giungo 1977 fu fatta la prima emissione di CCT) più che compensarono il fabbisogno, rendendo negativo, per la prima volta in un decennio, il contributo del Tesoro alla creazione di base monetaria.

Nel 1978 la politica monetaria si fece più permissiva, pur mantenendo un atteggiamento di cautela. Ciò derivava anche dalla logica del controllo del credito totale

---

319 Va segnalata anche la riforma delle procedure decisionali in materia di bilancio pubblico, con l'introduzione, nel 1978, della legge finanziaria.

320 Questi provvedimenti si iscrivevano anche nel quadro delle trattative con il FMI per la concessione di un secondo prestito *stand-by*, per il quale, come abbiamo visto, erano stati avviati colloqui esplorativi nel gennaio del 1976. Il Fondo riteneva necessaria una incisiva riforma della scala mobile, ma si accontentò, come soluzione di compromesso, delle misure descritte nel testo. Il prestito fu concesso nell'aprile del 1977, per un importo di 450 milioni di DSP e una durata di diciotto mesi. Esso fu utilizzato solo limitatamente alla prima rata di 90 milioni di DSP, acquistati nel maggio del 1977 e restituiti anticipatamente, nel luglio del 1978.

321 Il grado di restrizione monetaria seguito nel 1977 e previsto per il 1978 fu oggetto di una disputa tra gli uffici del FMI e *Tendenze monetarie*, una pubblicazione della Banca Commerciale Italiana diretta da Mario Monti. Il Fondo contestava che il limite all'espansione del credito totale interno previsto negli accordi implicasse un eccessivo grado di restrizione, superiore ai picchi del 1974 e del 1976. Si veda la lettera di Monti a Baffi, in ASBI, Direttorio-Baffi, pratt., n. 12, fasc. 52.

interno: allo stesso modo in cui questo provocava automaticamente una stretta delle condizioni monetarie in caso di disavanzo esterno, altrettanto automaticamente tendeva ad allentarle in caso di avanzo superiore al previsto; ma l'allentamento rispondeva pure all'intento di sostenere gli investimenti e l'attività produttiva[322]. Il quadro macroeconomico era caratterizzato da un moderato aumento della crescita, da un ulteriore, sensibile miglioramento della bilancia dei pagamenti e da un limitato calo dell'inflazione. I fattori autonomi - fabbisogno pubblico e bilancia dei pagamenti - continuavano a premere sulla creazione di base monetaria, rendendo necessario intensificare i collocamenti di titoli sul mercato.

Per stimolare l'allungamento della durata media delle emissioni, la Banca d'Italia assecondò la riduzione dei tassi sui BOT e, in generale, di quelli di mercato monetario (a settembre il tasso di sconto fu abbassato di un altro punto) e nello stesso tempo continuò a frenare la discesa di quelli a medio e a lungo termine. Gli investitori risposero a questi stimoli, anche per il miglioramento del clima di fiducia e in particolare delle aspettative sull'inflazione: ricomparve la domanda di obbligazioni da parte del pubblico, quasi sparita nel 1976 e tornata in misura molto modesta nel 1977[323]; la quota dei BOT sulle emissioni del settore pubblico registrò una notevole diminuzione, in favore dei titoli a media scadenza (non solo CCT ma anche buoni poliennali a tasso fisso[324]).

La ripresa del mercato obbligazionario permise di abbassare fortemente l'aliquota del vincolo di portafoglio, che fu praticamente ridotto a un obbligo di rinnovo dei titoli in scadenza[325]; anche la struttura del bilancio della Banca d'Italia, profondamente alterata negli anni precedenti, tornò a una condizione di maggiore normalità, con l'aumento, nella composizione dell'attivo, del peso delle riserve ufficiali nette e il ridimensionamento di quello dei crediti verso il Tesoro[326]. A febbraio del 1979, per la prima volta dal maggio 1974, fu sospesa l'emissione dei BOT a tre mesi. Anche se rimanevano gravi problemi, si chiudeva la fase di emergenza che aveva dominato la parte centrale del decennio.

---

322 Cfr. il documento di sintesi della politica monetaria seguita nel biennio 1977-1978 - non datato, ma dell'autunno 1978 - conservato in ASBI, Carte Baffi, Governatore onorario, pratt., n. 93, fasc. 2, sfasc. 3. Il forte e imprevisto aumento del fabbisogno pubblico e la lentezza della ripresa produttiva condussero "alla decisione di compensare attraverso una riduzione del flusso di credito al settore privato dell'economia soltanto una parte dell'eccesso di espansione derivante dal settore pubblico", accettando lo sforamento degli obiettivi di crescita del credito totale interno (pag. 7). Uno dei fattori dell'aumento del fabbisogno era la crescita dei trasferimenti pubblici alle imprese; secondo la Relazione BI sul 1978, questi erano arrivati a coprire il 30% dei flussi finanziari in loro favore.

323 Il pubblico ("economia ed estero") fece investimenti netti per 231 miliardi nel 1976, per 641 nel 1977 e per 5632 nel 1978. Nel 1977 furono gli investimenti delle banche ad avere un forte aumento (da 6.114 a 12.598 miliardi). Tra il 1977 e il 1978 la quota delle banche nei collocamenti netti di titoli a reddito fisso diminuì dal 70,1 al 55% per i BOT, dal 94,3 al 67,8% per i titoli a medio e a lungo termine (Relazione BI sul 1978, pag. 220).

324 Nell'ultimo trimestre del 1978 le emissioni di buoni poliennali coprirono il 54% dei collocamenti sul mercato, i CCT il 39% e i BOT il 7%. Relazione BI sul 1978, pag. 204. Un fenomeno che vale la pena segnalare è che le banche manifestarono una preferenza a effettuare gli investimenti in BOT in contropartita della Banca d'Italia piuttosto che in asta, a cui partecipavano fondamentalmente per i rinnovi. Ciò avveniva non per considerazioni di carattere economico (in media i prezzi in asta erano più bassi di quelli praticati dalla Banca d'Italia) ma per la possibilità di graduare gli acquisti invece di concentrarli nelle date delle emissioni e per l'eliminazione dell'elemento di incertezza sul prezzo di aggiudicazione insito nel meccanismo dell'asta marginale. Cfr. Relazione BI sul 1977, pag. 246.

325 A giugno 1978, l'aliquota fu abbassata al 6,5% dell'incremento dei depositi e l'obbligo di investimento fu limitato ai titoli degli istituti di credito agrario e fondiario.

326 Cfr. Relazione BI sul 1978, pag. 206.

Il riequilibrio dei conti con l'estero fu notevole. La bilancia dei pagamenti tornò in attivo nel 1977, permettendo di abolire o di lasciar scadere, senza grosse difficoltà, molti dei provvedimenti valutari presi nell'anno precedente[327]. Per eliminare il disavanzo fu necessario un massiccio aumento delle esportazioni, a fronte di importazioni pressoché invariate: secondo una stima della Banca d'Italia, il trasferimento di risorse reali all'estero fu pari al 4,4% del PIL. Oltre alla debolezza della domanda interna, giocò un ruolo importante il guadagno di competitività reso possibile dalla svalutazione del cambio reale della lira avvenuta nel 1976. Il clima di fiducia nei confronti degli operatori italiani migliorò notevolmente, permettendo un significativo aumento della raccolta estera delle banche, stimolato dall'ampio differenziale tra tassi italiani ed esteri e dalle aspettative di maggiore stabilità del cambio della lira.

L'avanzo della bilancia dei pagamenti aumentò sensibilmente nel 1978, sia nella componente corrente che in quella dei movimenti di capitale, consentendo di rimborsare buona parte dei debiti contratti negli anni precedenti e di aumentare le riserve valutarie[328]. A differenza del 1975, l'avanzo corrente migliorò per lo sviluppo particolarmente forte delle esportazioni. L'aumento della produzione a livello globale e la relativa lentezza della ripresa italiana favorirono questo risultato; vi contribuì anche la congiuntura valutaria internazionale che abbiamo descritto prima: la lira si incuneò tra il dollaro in calo e il marco in ascesa, permettendo di migliorare le ragioni di scambio senza compromettere la competitività delle esportazioni (il grosso delle importazioni era pagato in dollari, mentre una quota assai rilevante delle esportazioni andava verso l'area del marco). Ma fu determinante la gestione prudente della domanda interna. L'attività produttiva fu spinta quasi esclusivamente dalle esportazioni, mentre i consumi e gli investimenti rimanevano deboli.

I risultati furono molto più limitati in materia di inflazione. Questa calò, soprattutto nel 1978, rimanendo però a doppia cifra. L'Italia continuava ad essere un paese ad alta inflazione, ma la divergenza con la media dei paesi industrializzati si era ridotta. Gli aumenti delle retribuzioni, in particolare, erano fuori linea con quelli della media dei paesi sviluppati, nonostante qualche segno di maggiore moderazione[329].

Il costo della gestione prudente della domanda fu il rallentamento del tasso di sviluppo: dopo l'impetuosa crescita del 1976, il PIL aumentò dell'2,2% nel 1977 e del 2,9% nel 1978. I contemporanei, che continuavano ad avere in mente i tassi di crescita del ventennio precedente, probabilmente sovrastimavano il sacrificio[330]; ma, nella misura in cui vi fu, esso rappresentò un costo inevitabile per allentare la spirale cambi-salari-prezzi che stava travolgendo l'economia italiana. Gli investimenti, in particolare, erano come sempre al centro

---

327 A marzo vi fu una limitata turbolenza, che indusse a far salire di circa un punto i tassi a breve (BOT e interbancario); essa fu peraltro di breve durata. Cfr. Relazione BI sul 1977, pag. 232.

328 Furono interamente rimborsati i prestiti *stand-by* con il FMI (sia quello del 1974 che quello del 1977), il prestito della Bundesbank e quello a medio termine della CEE; furono inoltre restituite alcune quote della *oil facility*, sempre del FMI. La posizione netta sull'estero dell'Italia, negativa per il 5,4% del PIL alla fine del 1976, si avvicinò al pareggio nel triennio successivo (cfr. Onida 1995). Le riserve valutarie aumentarono di circa 4,7 miliardi di dollari nel 1977 e di 2,5 miliardi nel 1978, portandosi a 10,5 miliardi (come abbiamo visto, erano 1,2 miliardi a fine 1975).

329 Nel 1977 le retribuzioni lorde pro-capite aumentarono in Italia del 25% in termini nominali e del 6% reali, contro un aumento del prodotto lordo per occupato dell'1,3%; in Germania gli aumenti retributivi furono rispettivamente del 6,9 e del 2,9% (C.F. sul 1977, pag. 18).

330 Cfr. ad esempio Fazio, che, per valutare il costo della gestione non cooperativa della crisi, fa riferimento un tasso di crescita normale del 4-5% (1979, pag. 316). Si veda anche un'analisi dell'aggiustamento compiuto dall'economia italiana nel quadriennio 1974-1978 fatta dal Servizio Studi della Banca d'Italia, in ASBI, Carte Baffi, Governatore onorario, pratt., n. 93, fasc. 2, sfasc. 3.

dell'attenzione delle autorità; la loro incidenza sul prodotto diminuì ulteriormente, raggiungendo nel 1978 il livello più basso dalla metà degli anni Cinquanta[331].

A differenza che in passato, la politica di Baffi fu criticata soprattutto "da destra", da coloro cioè che accusavano le autorità monetarie di non essere state abbastanza dure: di aver preferito aumentare le riserve invece di far rivalutare il cambio della lira, di aver comprato troppi titoli pubblici e, in generale, di avere un approccio troppo flessibile alla politica monetaria[332]. La risposta di Baffi a queste critiche - del tutto coerente con il suo credo genuinamente liberale - può considerarsi il manifesto della politica monetaria di quegli anni. Dopo aver premesso che l'inflazione degli anni Settanta "non trova esauriente spiegazione in un'improvvisa, diffusa, persistente fiacchezza delle banche centrali o nella dissipazione dei governi", egli affermò che essa dipendeva da modifiche più profonde dei rapporti sociali, che avevano trasformato i meccanismi di determinazione dei prezzi estendendo condizioni prossime al monopolio a settori in cui prima esse erano assenti (lavoro e materie prime, oltre ai prodotti industriali). "Contrapporre a più concentrati e rigidi processi di formazione dei prezzi un più duro esercizio del monopolio monetario, indipendentemente dall'adesione e dalla convinzione di chi opera nell'economia, significherebbe, come in alcuni paesi ha significato, perseguire la stabilità monetaria con l'imposizione, con un metodo che porterebbe sprechi e distorsioni di risorse non dissimili da quelle che si accompagnano a un blocco dei prezzi"[333].

Il "più duro esercizio del monopolio monetario" sarebbe stata la strada seguita negli anni successivi; ma il non averlo accompagnato a un insieme organico di misure capaci di affrontare le molteplici cause da cui dipendeva l'aumento dei prezzi - disavanzo pubblico, affievolimento della concorrenza, inefficienze produttive, oltre all'aumento eccessivo del costo del lavoro[334] - contribuì non poco a porre l'economia italiana su una traiettoria di progressivo indebolimento che ne minava le prospettive di sviluppo.

Con l'avvio del Sistema monetario europeo, nel marzo del 1979, la politica monetaria italiana entrava in una nuova fase, diversa da quella degli anni precedenti. Gli anni Settanta volgevano al termine, non solo sul piano cronologico: nel 1979 il partito comunista uscì dalla maggioranza e, dopo elezioni politiche anticipate, cominciò una nuova fase politica, sfociata di lì a pochi anni nei governi di pentapartito; nel 1980 il fallimento dell'occupazione della Fiat e la marcia dei quarantamila - la prima manifestazione di massa che contestava da destra le organizzazioni sindacali - sancirono una svolta nel clima sociale; nel giro di pochi anni le ondate di scioperi e la conflittualità permanente divennero un ricordo; l'inflazione ebbe una recrudescenza violenta con la seconda crisi petrolifera, destinata però a spegnersi rapidamente. I turbolenti anni Settanta erano finiti.

---

331 Cfr. Relazione BI sul 1978, pag. 64.

332 Cfr. l'articolo-intervista di Cesare Zappulli su *il Giornale nuovo* del 29 agosto 1978, intitolato *Baffi non è d'accordo sulla rivalutazione della lira*.

333 CF sul 1978, p. 27-28.

334 L'elenco è di Baffi: cfr. CF sul 1978, pag. 14

8. Conclusioni

La crisi dell'ordine economico sottostante all'*età dell'oro* è stata un fenomeno globale, che ha interessato l'intero Occidente sviluppato. In Italia, essa fece riemergere - in forme nuove - fragilità storiche della società, delle istituzioni e dello Stato, parzialmente occultate dallo straordinario sviluppo del periodo precedente.

Il rinnovamento della classe dirigente seguito al crollo del fascismo e all'avvento della Repubblica, sebbene incompleto, aveva permesso alcune innovazioni (in primo luogo l'apertura verso l'estero e l'integrazione in Europa) che avevano scosso il sistema economico e stimolato investimenti e produttività. Ciò consentì all'Italia di partecipare in pieno - naturalmente con le sue specificità - al modello economico dell'età dell'oro: importazione dei metodi produttivi fordisti, crescita della produttività e aumento dei salari reali, investimenti elevati e tassi di profitto stabili, ampliamento dei mercati e consumi che aumentavano grosso modo in linea con l'attività produttiva. Ne risultò un sostanziale miglioramento delle condizioni di vita di gran parte della popolazione della penisola.

La crisi di questo modello ebbe in Italia manifestazioni più acute che altrove. Ciò non riguardò tanto gli andamenti economici reali, che, malgrado una maggiore variabilità, continuarono a disporsi lungo una traiettoria di chiusura del divario rispetto ai paesi più sviluppati. Se si guarda a indicatori quali la produttività e il reddito pro-capite, il culmine della lunga rincorsa iniziata nell'ultima parte del diciannovesimo secolo si situa intorno alla fine degli anni Ottanta[335]. In questo senso Toniolo, con riferimento al periodo tra il 1973 e il 1992, parla di "età dell'argento" dell'economia italiana.

Il quadro, come si è visto, è molto meno soddisfacente se si guarda ai fenomeni monetari e all'equilibrio dei conti con l'estero, e se si tiene conto che la scissione tra questi e gli andamenti reali non può che essere temporanea. Il "miracolo" del ventennio precedente - un lungo periodo di sviluppo elevato in un contesto di stabilità interna ed esterna - finisce e viene sostituito da una fase di ripetute crisi inflazionistiche e valutarie e di deterioramento della finanza pubblica, con primi, rilevanti segni di indebolimento dell'apparato produttivo.

Al di là di errori e debolezze, che pure ci furono e che abbiamo descritto (il ritardo nell'interrompere la politica di stabilizzazione dei tassi d'interesse, l'incoerenza tra l'adesione al "serpente" e la politica economica seguita dalle autorità italiane, le incertezze e le oscillazioni con cui fu gestita la crisi petrolifera), emerse la scarsa coesione della società italiana e in particolare l'incapacità di trovare una soluzione cooperativa al conflitto distributivo.

La virulenza dell'inflazione in Italia fu dovuta soprattutto a ciò[336] e al fatto che la formazione di una "coalizione antinflazionistica" sufficientemente ampia fu più lenta che altrove[337]. Le ragioni di questa lentezza furono varie: poiché l'Italia era ancora un paese in ritardo, la priorità assegnata allo sviluppo e l'ostracismo alle politiche recessive, tipiche dell'età dell'oro, persistettero più a lungo; la maggiore diffusione dei meccanismi di indicizzazione probabilmente attenuò l'opposizione all'inflazione; e ovviamente l'instabilità politica giocò un ruolo fondamentale.

---

[335] Cfr. Capussela 2019, pag. 51-58; Toniolo 2013, pag. 34-37.

[336] Un giudizio sostanzialmente analogo è dato da Sarcinelli (1999, pag. 437).

[337] L'importanza del formarsi di questa coalizione nel rendere possibili le politiche di disinflazione a cavallo tra gli anni Settanta e Ottanta è sottolineata da Eich e Tooze (2015, pag. 15 e seg.).

Ma anche in molti altri paesi - Regno Unito, Francia, Stati Uniti - le condizioni per la svolta antinflazionistica richiesero un tempo abbastanza lungo per maturare. Diverso fu, com'è noto, il caso della Germania, dove la svolta avvenne nel 1973, e di alcuni altri paesi (Svizzera, Olanda, in parte Giappone). Le valutazioni sulla politica monetaria italiana negli anni Settanta spesso risentono di un confronto, esplicito o implicito, con quella tedesca[338]: sarebbe stato possibile fare come in Germania? Come si è visto, per quanto riguarda l'inflazione le strade dei due paesi cominciarono a divaricarsi sul serio a partire dal 1973, con il passaggio ai cambi fluttuanti e la crisi petrolifera; fu soprattutto nella parte centrale degli anni Settanta che si consolidò la divergenza tra l'inflazione italiana (e di altri paesi) e quella della Germania Federale e delle economie ad essa più strettamente legate. Tuttavia, la reazione tedesca alla crisi petrolifera non era generalizzabile. Essa fu basata su un aggressivo contenimento della domanda interna, che fece sia aumentare l'avanzo corrente, accentuando il ruolo delle esportazioni nel trainare l'intero sistema economico[339], sia salire il cambio del marco sul dollaro, attenuando il peggioramento delle ragioni di scambio provocato dall'aumento del prezzo del petrolio. Inoltre, il modello di "corporativismo monetarista" adottato dai tedeschi[340] non era esportabile nell'Italia degli anni Settanta, mancandone le condizioni sociali e politiche.

Ciò non significa negare le insufficienze e gli errori, già ricordati, della politica monetaria italiana, né le debolezze della situazione socio-economica del paese e della sua struttura istituzionale. Come abbiamo visto, in Italia il conflitto sociale fu più lungo e più aspro che altrove, e condizionò più gravemente il controllo monetario e la politica economica. Alcuni hanno indicato il motivo di questa maggiore asprezza nella frattura politico-ideologica che attraversava il paese[341]. Peraltro, gli anni Settanta furono il decennio in cui più si cercò di superarla; e anche il decennio in cui, almeno sulle questioni di fondo, essa fu effettivamente avviata al superamento, se non del tutto superata. Benché il blocco del sistema politico sopravvivesse al tentativo di forzarlo con la politica della solidarietà nazionale[342], sulle questioni essenziali - regime democratico, economia di mercato, collocazione internazionale dell'Italia - si era formato un sostanziale consenso tra i maggiori partiti, che invece mancava (o era molto più incerto) negli anni Cinquanta e Sessanta. Restava però la relativa ristrettezza delle basi sociali dello Stato, che si manifestava nel suo scarso prestigio e nella misura limitata

---

338 L'influenza dei diversi assetti istituzionali sulla durata e l'intensità dell'inflazione in Italia, Germania e Stati Uniti dopo la crisi petrolifera della metà degli anni Settanta è analizzato in Corsello, Gomellini e Pellegrino 2023.

339 Il ruolo di traino delle esportazioni nel modello economico tedesco fu notato da P.J. Katzenstein nella sua analisi dei tipi di capitalismo operanti nei principali paesi, uscita nel 1977. Katzenstein indicò inoltre nella presenza di un ampio numero di "lavoratori ospiti" privi della cittadinanza tedesca una delle cause del minor livello dell'inflazione in Germania rispetto a quella di altri paesi.

340 L'espressione *monetarist cortoratism* è usata da S. Eich e A. Tooze, i quali osservano che, a differenza di quanto accadde alcuni anni dopo negli Stati Uniti e nel Regno Unito, in Germania la svolta del 1973 - adozione di obiettivi riferiti alla quantità di moneta, oltre al cambio fluttuante col dollaro - era indirizzata non a sconfiggere i sindacati ma a indurli alla moderazione salariale. "There was even talk of appointing a trade-unionist in the Bundesbank board, which was in any case full of Social Democrats" (2015., pag. 16).

341 Si veda ad esempio M. Salvati (Salvati 2000).

342 Sul tentativo di "riconoscimento consensuale" della metà degli anni Settanta, cfr. Soddu 2017.

in cui le principali classi produttive - imprenditori e lavoro organizzato - si riconoscevano in esso[343].

L'inflazione è un fatto complesso, che può avere cause diverse. Quella degli anni Settanta fu soprattutto un fenomeno sociale, oltre che economico, nel senso che fu alimentata essenzialmente dal conflitto distributivo e dal rifiuto delle principali parti sociali di accettare la propria quota del costo dell'aggiustamento all'aumento dei prezzi del petrolio. Sarebbe ozioso chiedersi cosa sarebbe successo se la politica monetaria avesse cercato di porre un limite invalicabile all'aumento dei prezzi: non esistevano le condizioni di una politica del genere. Come si è detto, riuscire ad evitare il tracollo della lira fu un'impresa di importanza fondamentale, di cui va reso merito a chi ne fu protagonista. Ma il disordine monetario di quegli anni e la difficoltà della società italiana nel superarlo erano sintomi di problemi più profondi, la cui mancata soluzione avrebbe continuato a gravare sulle prospettive economiche e sociali del paese.

[343] Cfr. la lucida analisi di Carli in *Intervista sul capitalismo italiano,* 1977. Sulla debolezza dello Stato e dell'identità nazionale in Italia, cfr. Gentile 2011. Che il problema principale non fosse la spaccatura politico-ideologica del paese è mostrato dal fatto che il suo superamento non sembra aver migliorato le cose: il limitato grado in cui i cittadini e buona parte della stessa classe dirigente si riconoscono nello Stato ha preso forme diverse, aggravate dal declino degli ultimi decenni. E la tendenza di molti a cercare una soluzione rifugiandosi nella dimensione europea o in quella locale delle "piccole patrie" sembra un modo di eludere il problema piuttosto che di risolverlo.

Bibliografia

Baccaro, L. e Pontusson, J. (2018), *Comparative Political Economy and Varieties of Macroeconomics*, MPIfG Discussion Paper 18/10, Max Planck Institute for the Study of Societies, Colonia.

Baffi, P. (1973), *Nuovi studi sulla moneta*, Giuffrè, Milano.

———— (1979), "Il risparmio in Italia, oggi", in Cotula, F. e de' Stefani, P. (a cura di), *La politica monetaria in Italia*, il Mulino, Bologna.

———— (1983), "Il sistema monetario europeo e la partecipazione dell'Italia, in *La moneta e l'economia, Il ruolo delle banche centrali*, a cura di P. Ciocca, il Mulino, Bologna.

———— (1989), *Da Einaudi a Delors, con giudizio*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, Roma.

———— (2013), *Parola di governatore*, Nino Aragno Editore, Torino.

Baffigi, A. (2016), "L'integrazione europea come questione di social choice nel pensiero di Federico Caffè", *Ricerche di storia economica e sociale*, n. 1-2, Edizioni CROMA, Roma, pp. 183-208.

Balassone, F., Franco, D., Momigliano S. e Monacelli, D. (2002), *Italy: Fiscal Consolidation and its Legacy*, Banca d'Italia, Roma.

Banca d'Italia, *Relazioni*, anni dal 1965 al 1979.

————, *Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia*, anni dal 1965 al 1979.

———— (2013), *Tavole storiche, Indicatori monetari e finanziari*, Banca d'Italia, Roma.

Banca dei regolamenti internazionali, *Relazioni*, anni dal 1965 al 1979

Barbagallo, F. (2019), *L'Italia nel mondo contemporaneo*, Laterza, Bari-Roma.

Barbiellini Amidei, F. e Impenna, C. (1999), "Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni Cinquanta", in Cotula, F. (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta, 3. Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Collana storica della Banca d'Italia, Serie Contributi, VII.3, Laterza, Bari-Roma.

Basevi, G. e Onofri, P. (1997), *Uno sguardo retrospettivo alla politica economica italiana negli anni '70*, Working Papers 280, Dipartimento Scienze Economiche, Università di Bologna, Bologna.

Becchi, A. (1997), "La legge Sullo sui suoli", *Meridiana*, n. 29, Viella SRL, Roma.

Bergeaud, A., Cette G. e Lecat, R. (2014), *Productivity Trends from 1890 to 2012 in Advanced Countries*, Rue de la Banque, Banque de France, Parigi.

Bhaduri, A. e Marglin, S. (1990), "Unemployment and the Real Wage: the Economic Basis for Contesting Political Ideologies", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 14, n. 4, Oxford University Press, Oxford.

Biagioli, A. (1995), "La posizione finanziaria dell'Italia verso l'estero dal 1945 al 1994: una ricostruzione", in Ufficio Italiano dei Cambi (a cura di), *Studi per il cinquantenario*, Laterza, Bari-Roma.

Bordo, M.D. e Eichengreen, B. (1993), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, University of Chicago Press, Chicago.

Bortolani, S. (1977), *L'evoluzione del sistema monetario internazionale*, il Mulino, Bologna.

Capomassi, L., Cervone, E., Cotula, F. e Sacerdoti, E. (1979), "Le operazioni di mercato aperto", in Cotula, F. e de' Stefani, P. (a cura di), *La politica monetaria in Italia*, il Mulino, Bologna.

Capussela A. (2019), *Declino*, LUISS University Press, Roma.

Caranza, C. e Fazio, A. (1983), "L'evoluzione dei metodi di controllo monetario in Italia: 1974-1983", *Bancaria*, n. 9, Bancaria editrice, Roma.

Carli, G. (1977), *Intervista sul capitalismo italiano*, Laterza, Bari-Roma.

———— (1993), *Cinquant'anni di vita italiana*, Laterza Bari-Roma.

Carosio, G. e Visco, I. (1977), *Nota sulla costruzione di un tasso d'interesse reale*, Bollettino Banca d'Italia, 32, 4, pp. 797-823.

Ciocca, P. e Ulizzi, A. (1990), "I tassi di cambio nominale e reali dell'Italia dall'unità nazionale al Sistema monetario europeo (1861-1979)", in Cardarelli, S., Ciocca, P., Gigliobianco, A., Hertner, P., Roccas, M., Sannucci, V., Tuccimei, E. e Adalberto Ulizzi (a cura di), *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, Collana storica della Banca d'Italia, Serie Contributi, I, Laterza, Bari-Roma.

Conte, L. (2008), "L'azione della Banca d'Italia (1948-93)", in Cova, A., La Francesca, S., Moioli, A. e Bermond, C. (a cura di), *La Banca, Storia d'Italia, Annali 23*, Einaudi, Torino.

Corsello, F., Gomellini, M. e Pellegrino, D. (2023), *Inflation and Energy Price Shocks: Lessons from the 1970s*, Questioni di economia e finanza, n. 790, Banca d'Italia, Roma.

Cotula, F. (1989), "L'attuazione della politica monetaria in Italia", in Cotula, F. (a cura di), *La politica monetaria in Italia, Volume II: Obiettivi e strumenti*, il Mulino, Bologna.

———— (2000), "Introduzione", in Cotula, F. (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta, 1. L'Italia nel contesto internazionale*, Collana storica della Banca d'Italia, Serie Contributi, VII, Laterza, Bari-Roma.

———— (2003), "Momenti dell'evoluzione dell'assetto istituzionale e dell'azione della Banca d'Italia dal 1960 al 1993", in Cotula, F., de Cecco, M., e Toniolo, G., (a cura di), *La Banca d'Italia Sintesi della ricerca storica 1893-1960*, Collana storica della Banca d'Italia, Serie Saggi e ricerche, IV, Laterza, Bari-Roma.

Crafts, N.F.R. (1994), *The Golden Age of Economic Growth in Western Europe, 1950-73*, Warwick Economic Research Papers, n. 427, University of Warwick, Coventry.

Crainz, G. (2003), *Il paese mancato. Dal miracolo economico agli anni Ottanta*, Donzelli Editore, Roma.

Craveri, P. (2016), *L'arte del non governo*, Marsilio, Padova.

de Cecco, M. (1995), "Il controllo dei cambi: un tentativo di bilancio dell'esperienza storica", in Ufficio Italiano dei Cambi (a cura di), *Studi per il cinquantenario*, Laterza, Bari-Roma.

De Long, J.B. e Summers, L.H. (1991), "Equipment Investment and Economic Growth: How Strong is the Nexus", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n. 2, The MIT Press, Cambridge, pp. 445-502.

Di Nino, V., Eichengreen, B. e Sbracia, M. (2013), "Tassi di cambio reale, commercio internazionale e crescita, in Toniolo, G. (a cura di), *L'Italia e l'economia mondiale dall'Unità a oggi*, Collana storica della Banca d'Italia, Serie Contributi XII, Marsilio, Padova.

Eich, S. e Tooze, A. (2015), "The Great Inflation", in Doering-Manteuffel, A., Raphael, L. e Schlemmer, T. (a cura di), *Vorgeschichte der Gegenwart. Dimensionen des Strukturbruchs nach dem Boom*, Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen.

Eichengreen, B. (1996), *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton.

Echengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R. e Mitchener, K. (2019), *Public Debt Through the Ages*, International Monetary Fund Working Paper 2019/006, IMF, Washington.

Eichengreen, B. e Vasquez, P. (2000), "Institutions and Economic Growth in Postwar Europe: Evidence and Conjectures", in van Ark, B., Kuipers, S.K. e Kuper, G.H. (a cura di), *Productivity, Technology, and Economic Growth*, Springer, Boston.

Fazio, A. (1979), "La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978", *Moneta e credito*, vol. 32, n. 127, Associazione Economia Civile, Roma, pp. 269-320.

————— (1989), "Debito pubblico, ricchezza, sviluppo dell'economia", in Cotula, F. (a cura di), *La politica monetaria in Italia, Volume II: Obiettivi e strumenti*, il Mulino, Bologna.

Fodor, G. (2000), "I prestiti internazionali all'Italia del 1964", in Cotula, F. (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta, 1. L'Italia nel contesto internazionale*, Collana storica della Banca d'Italia, Serie Contributi, VII, Laterza, Bari-Roma.

Fopack, H. (2024), *The Eclipse of the Petrodollar*, in Project Sindacate, https://www.project-syndicate.org/commentary/fate-of-the-petrodollar-future-of-currency-diversification-by-hippolyte-fofack-2024-06.

Gaiotti, E. e Secchi, A. (2012), *Monetary Policy and Fiscal Dominance in Italy from the Early 1970s to the Adoption of the Euro: a Review*, Questioni di economia e finanza, n. 141, Banca d'Italia, Roma.

Gelsomino, C.O. (1988), "L'intervento della banca centrale nella gestione delle crisi bancarie", *Bancaria*, n. 6, Bancaria editrice, Roma.

——————— (1998), "Moneta e sviluppo nel dopoguerra. La politica monetaria italiana negli anni Cinquanta (1946-1964)", in Cotula, F. (a cura di), *Stabilità e viluppo negli anni Cinquanta, 1. L'Italia nel contesto internazionale*, Collana storica della Banca d'Italia, Serie Contributi, VII, Laterza, Bari-Roma.

Gentile, E. (2011), *Né Stato né nazione, Italiani senza meta*, Laterza, Bari-Roma.

Giannini, C. (2004), *L'età delle banche centrali*, il Mulino, Bologna.

Giavazzi, F. e Spaventa, L. (1989), "Italy: the Real Effects of Inflation and Disinflation", *Economic Policy*, vol. 4, n. 8, Oxford University Press, Oxford, pp. 133-171.

Gigliobianco, A. (2006), *Via Nazionale. Banca d'Italia e classe dirigente. Cento anni di storia*, Donzelli, Roma.

Ginsborg, P. (1990), *A History of Contemporary Italy, Society and Politics 1943-1988*, Penguin Books, London.

Glyn, A., Hughes, A., Lipietz, A. e Singh, A. (1988), *The Rise and Fall of the Golden Age*, World Institute for Development Economics Research Working Papers, n. 1988/043, UNU-WIDER, Helsinki.

Gordon, R.J. (2012), *Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confront the Six Headwinds*, National Bureau of Economic Research Working Paper, n. 18315, NBER, Massachusetts.

——————— (2016), *The Rise and Fall of American Growth*, Princeton University Press, Princeton e Oxford.

Gotor, M. (2011), *Il memoriale della Repubblica*, Einaudi, Torino.

Graziani, A. (1972), "Introduzione", in Graziani, A. (a cura di), *L'economia italiana: 1945-1970*, il Mulino, Bologna.

——————— (1998), *Lo sviluppo dell'economia italiana. Dalla ricostruzione alla moneta europea*, Bollati Boringhieri, Torino.

Hicks, J. (1967), "Monetary Theory and History: an Attempt at Perspective", in Hicks, J. (a cura di), *Critical essays in monetary theory*, Clarendon Press, Oxford.

Höpner, M. (2019), *The German Undervaluation Regime under Bretton Woods: How Germany Became the Nightmare of the World Economy*, Max Planck Institute for the Study of Societies Discussion Paper, n. 19/1, MPIfG, Cologne.

International Monetary Fund (1974), *Stand-by Arrangements with an Industrial Member: Italy,* International Monetary Fund, Washington.

Kalecki, M. (1943), "Political Aspects of Full Employment", *The Political Quaterly*, vol. 14, n. 4, pp. 322-330, https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-923X.1943.tb01016.x.

Katzenstein, P.J. (1977), "Domestic Structures and Strategies of Foreign Economic Policy", *International Organization*, vol. 31 n. 4, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 879-920.

Lepre, A. (2004), *Storia della prima Repubblica. L'Italia dal 1943 al 2003*, il Mulino, Bologna.

Levy, F. e Temin, P. (2007), *Inequality and Institutions in 20th Century America*, National Bureau of Economic Research Working Paper, n. 13106, NBER, Massachusetts.

Lombard (pseudonimo di Romano Gattoni) (1980), *I soldi truccati, I misteri del sistema Sindona*, Feltrinelli, Milano.

Magnani, M. (2016), *Sindona. Biografia degli anni Settanta*, Einaudi, Torino.

Maier, C.S. (1977), "The Politics of Productivity: Foundations of American International Economic Policy after World War II", *International Organization*, vol. 31, no. 4, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 607-633.

————— (1981), "The Two Post-War Eras and the Conditions for Stability in Twentieth-Century Western Europe", *The American Historical Review*, vol. 86, n. 2, Oxford University Press, Oxford, pp. 327-352.

————— (2011), "The World Economy and the Cold War in the Middle of the Twentieth Century", in Leffler. M. e Westad, O.A. (a cura di), *The Cambridge History of the Cold War*, vol. 1, Cambridge University Press, Cambridge.

Menand, L. e Younger, J. (2023), "Money and the Public Debt: Treasury Market Liquidity as a Legal Phenomenon", *Colum.Bus.L.Rev.*, n. 224, https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5111&context=faculty_scholarship.

Ministero del Tesoro (1988), *Il debito pubblico in Italia 1861-1987. Relazione del direttore generale alla commissione parlamentare di vigilanza*, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, Roma.

Morcaldo, G. e Salvemini, G. (1984), "Il debito pubblico: analisi dell'evoluzione nel periodo 1960-83 e prospettive", *Rivista di Politica Economica*, n. XI, SIPI Spa, Roma, pp. 1407-1445.

Nayar, K. (2023), *Liberal Capitalist Democracy*, Hurst & Company, London.

Onida, F. (1995), "Integrazione internazionale e vincolo esterno alla crescita dell'economia italiana: una riconsiderazione", in Ufficio Italiano dei Cambi (a cura di), *Studi per il cinquantenario*, Laterza, Bari-Roma.

Paganetto, L. (1995), "Tassi di cambio, investimenti e sistema industriale italiano", in Ufficio Italiano dei Cambi (a cura di), *Studi per il cinquantenario*, Laterza, Bari-Roma.

Piluso, G. (2022), "Una scelta per l'Europa, una scelta per lo sviluppo? La Banca d'Italia, il Piano Pandolfi e lo SME (1977-1979)", *Italia Contemporanea*, *https://doi.org/10.3280/ic298-oa2*.

Reviglio, F. (1977), *Spesa pubblica e stagnazione dell'economia italiana*, il Mulino, Bologna.

Roccas, M. e Santini, C. (1979), "La bilancia dei pagamenti", in Cotula, F. e de' Stefani, P. (a cura di) *La politica monetaria in Italia*, il Mulino, Bologna.

Rodrik, D. (2008), "The Real Exchange Rate and Economic Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 39, n. 2, Economic Studies Program, The Brookings Institution, Washington, pp. 365-439.

—————— (2015), *Premature Deindustrialization*, National Bureau of Economic Research Working Paper, n. 20935, NBER, Massachusetts.

Ruggie, J. G. (1982), "International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order", *International Organization*, vol. 36, n. 2, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 379-415.

Saccomanni, F. (1979), "Il sistema monetario internazionale", in Cotula, F. e de' Stefani, P. (a cura di), *La politica monetaria in Italia*, il Mulino, Bologna.

Sacerdoti, E. (1975), "La riserva obbligatoria delle aziende di credito", in Cotula, F. e de' Stefani, P. (a cura di), *Elementi per la politica monetaria*, Bulzoni Editore, Roma.

Sachs, J. (1979), "Wages, Profits and Macroeconomic Adjustment: A Comparative Study", *Brooking Papers on Economic Activity*, vol. 10, n. 2, Economic Studies Program, The Brookings Institution, Washington, pp. 269-332.

Salvati, M. (2000), *Occasioni mancate*, Laterza, Bari-Roma.

Sarcinelli, M. (1991), "Sui caratteri della politica monetaria del Governatore Baffi", *Moneta e credito*, n. 176, Associazione Economia Civile, Roma, pp. 431-454.

—————— (1999), "La tutela del risparmio nel pensiero e nell'azione del Governatore Baffi", *Moneta e credito*, n. 206, Associazione Economia Civile, Roma, pp. 225-240.

Signorini, L.F. (2021), *Le "considerazioni finali" di Luigi Einaudi*, Università IULM, Roma.

Silva, F. e Ninna, A. (2019), *Un miracolo non basta,* Donzelli Editore, Roma.

Soddu, P. (2017), *La via italiana alla democrazia. Storia della Repubblica 1946-2013*, Laterza, Bari-Roma.

Soskice, D. (1978), "Strike Waves and Wage Explosions, 1968-70: an Economic Interpretation", in Crouch, C. e Pizzorno, A. (a cura di), *The resurgence of class conflict in Western Europe since 1968*, Palgrave Macmillan, London.

Spaventa, L. (1984), "La crescita del debito pubblico in Italia: evoluzione, prospettive e problemi di politica economica", *Moneta e credito*, n. 14, Associazione Economia Civile, Roma, pp. 251-284.

Spinelli, F. e Fratianni, M. (1994), *Storia monetaria d'Italia*, Mondadori, Milano.

Sylos Labini, P. (1967), *Prezzi, distribuzione e investimenti in Italia dal 1951 al 1966: uno schema interpretativo*, Moneta e credito, n. 79, Associazione Economia Civile, Roma, pp. 265-344.

—————— (1972), *Sindacati, inflazione e produttività*, Laterza, Bari-Roma.

—————— (1996), "Qualche riflessione sul centro sinistra degli anni Sessanta", in Carbone, G. (a cura di), *La virtù del politico*, Marsilio, Padova.

Tedoldi L. e Volpi, A. (2021), *Storia del debito pubblico in Italia*, Laterza, Bari-Roma.

Temin, P. (2002), "The Golden Age of European Growth Reconsidered", *European Review of Economic History*, n. 6, Oxford University Press, Oxford, pp. 3-22.

Tobin, J. (1981), "Diagnosing Inflation: A Taxonomy", in Flanders, M.J. e Razin, A. (a cura di), *Development in an Inflationary World,* Academic Press, Cambridge.

Toniolo, G. (2013), "La crescita economica italiana, 1861-2011", in Toniolo, G. (a cura di), *L'Italia e l'economia mondiale,* Marsilio, Padova.

Triffin, R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven, CT.

—————— (1973), "The Collapse of the International Monetary System: Structural Causes and Remedies", *De Economist*, n. 121, Springer, Berlino, pp. 362-374.

—————— (1974), *Crisi del petrolio e problemi monetari internazionali e comunitari*, Moneta e credito, n. 106, Associazione Economia Civile, Roma, pp. 148-161.

Ufficio Italiano Cambi (1995), *Cinquant'anni di storia, Parte terza, Appendice 3, La storia dei bilanci dell'UIC*, Laterza, Bari-Roma.

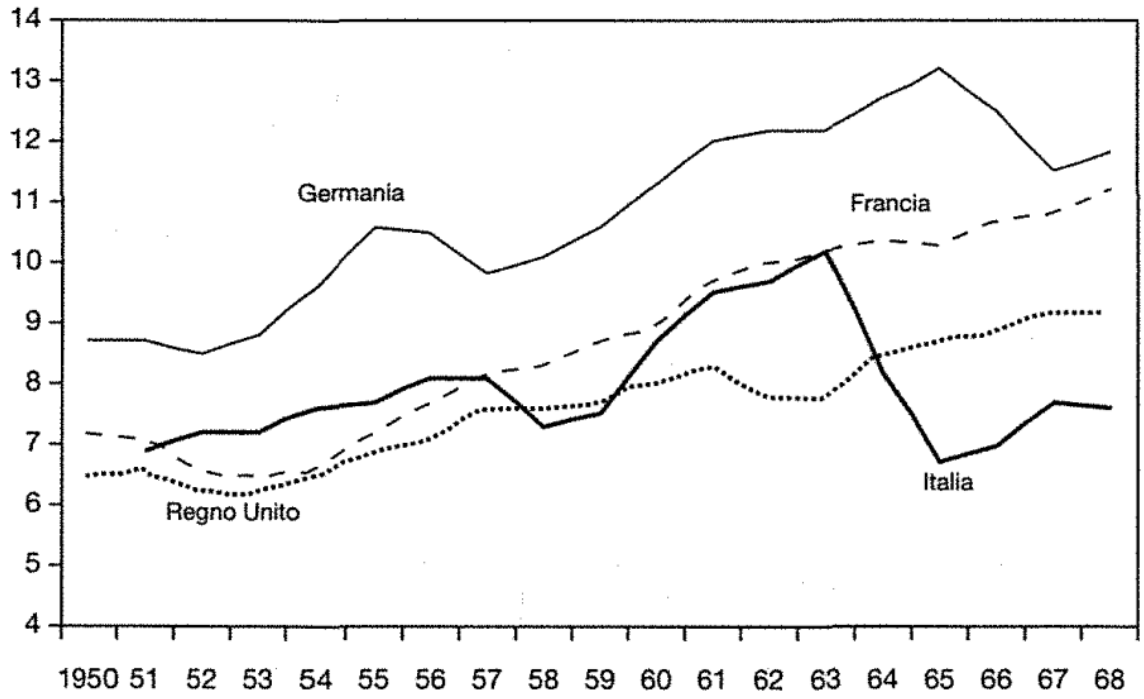
Vaciago, G. (1978), *Teoria e politica monetaria*, il Mulino, Bologna.

Visco, I. (2022), *Inflazione e politica monetaria*, Laterza, Roma.

Williamson, J. (2009), *Undestanding Special Drawing Rights (SDRs)*, Policy Briefs PB09-11, Peterson Institute for International Economics, Massachusetts.

Figure e tabelle

Figura 1: Investimenti in impianti e macchinari (rapporti percentuali sul prodotto nazionale lordo; prezzi 1963)



Fonte: Cotula 2000, pag. 63.

Figura 2: Tasso sui *Federal Funds* 1960-1970

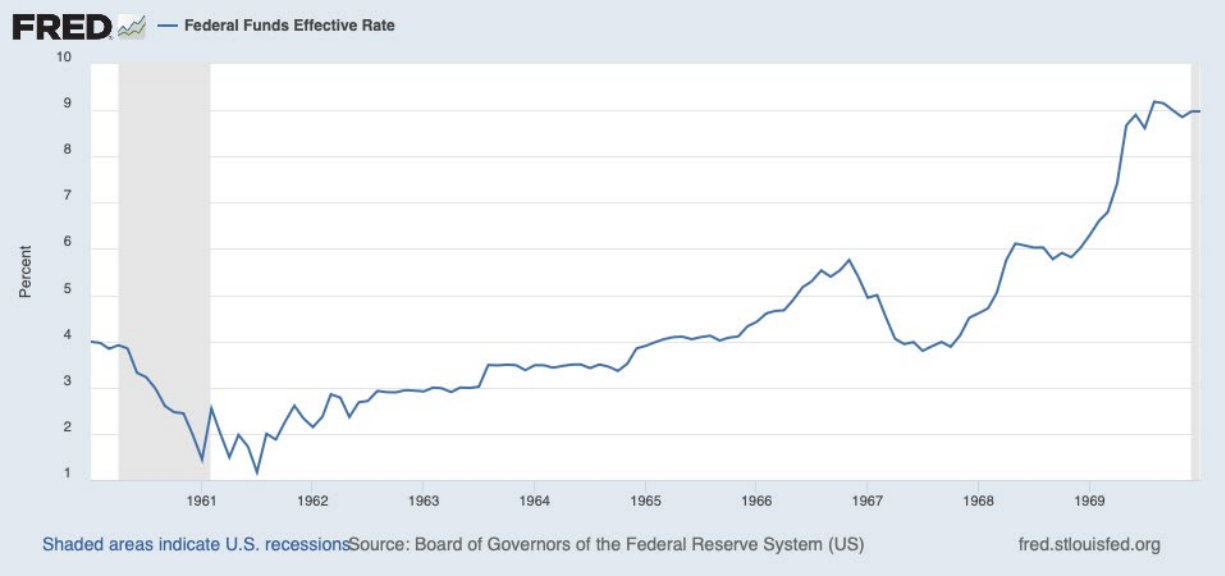
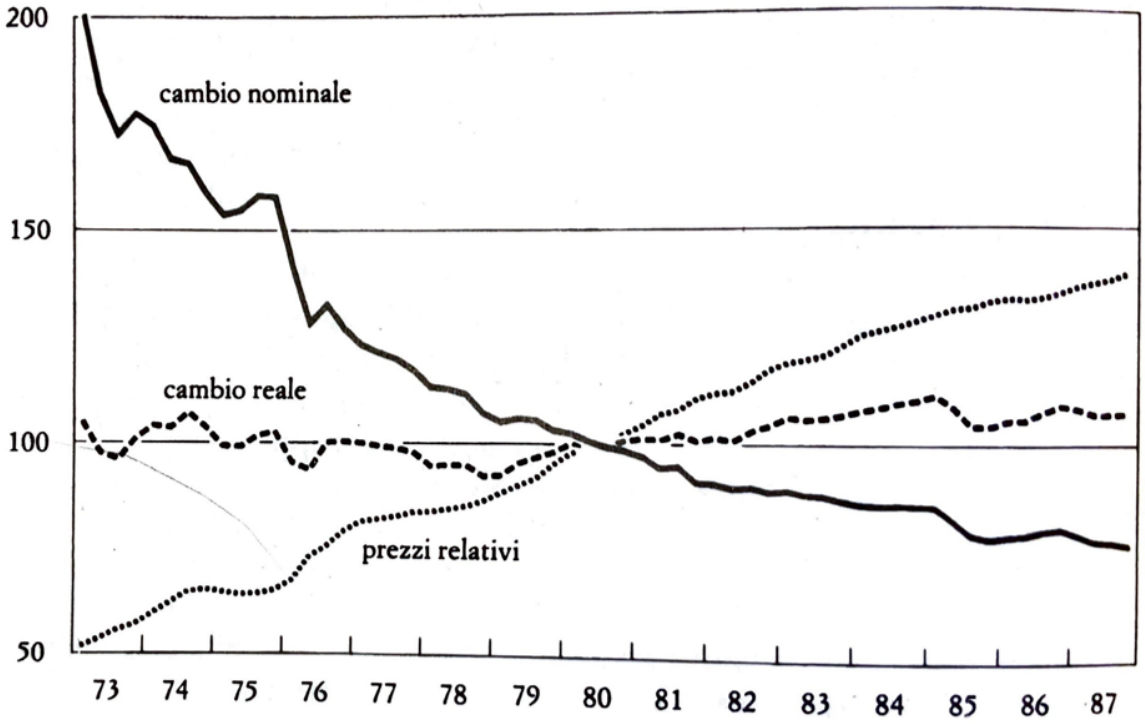
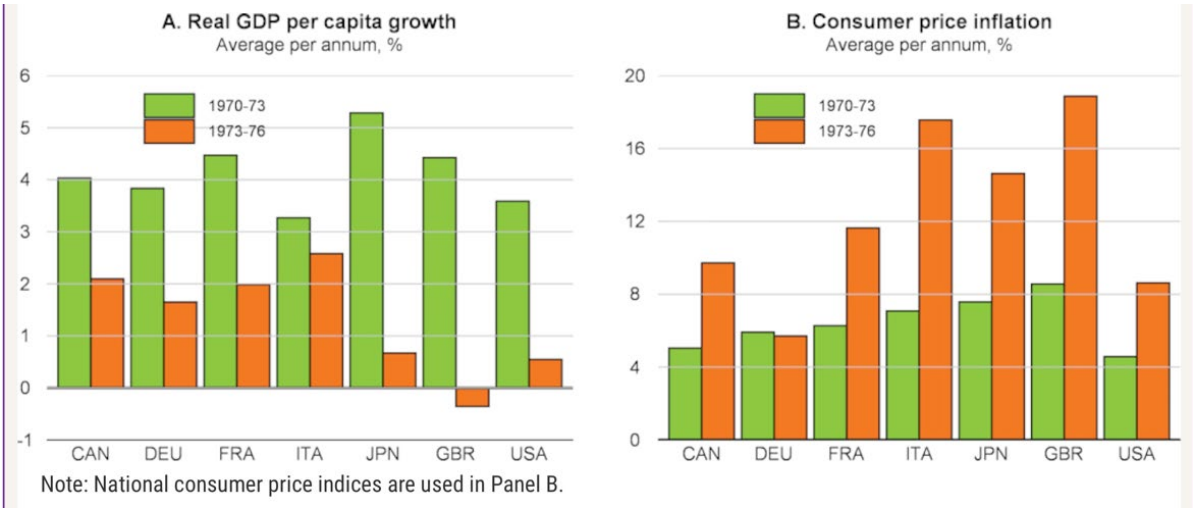


Figura 3: Cambio nominale e reale della lira



Fonte: Cotula 1989, pag. 476.

Figura 4: Tassi di crescita e tassi d'inflazione (1970-73 e 1973-76)



Fonte: OECD, Economic Outlook 111 database; OECD Database on Consumer Price Indices; OECD calculations.

Figura 5: Tassi ufficiali 1960-1979

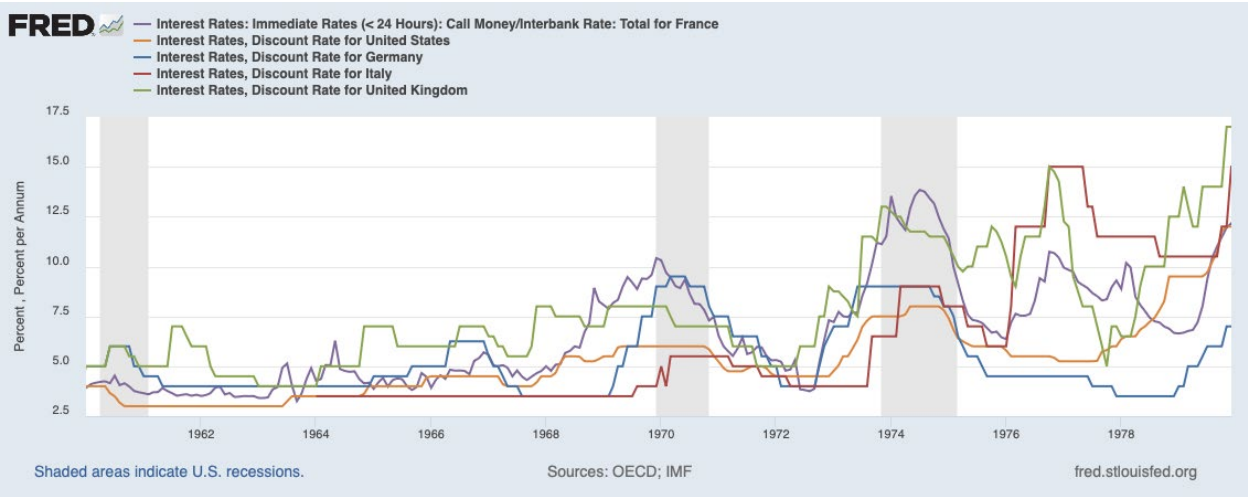
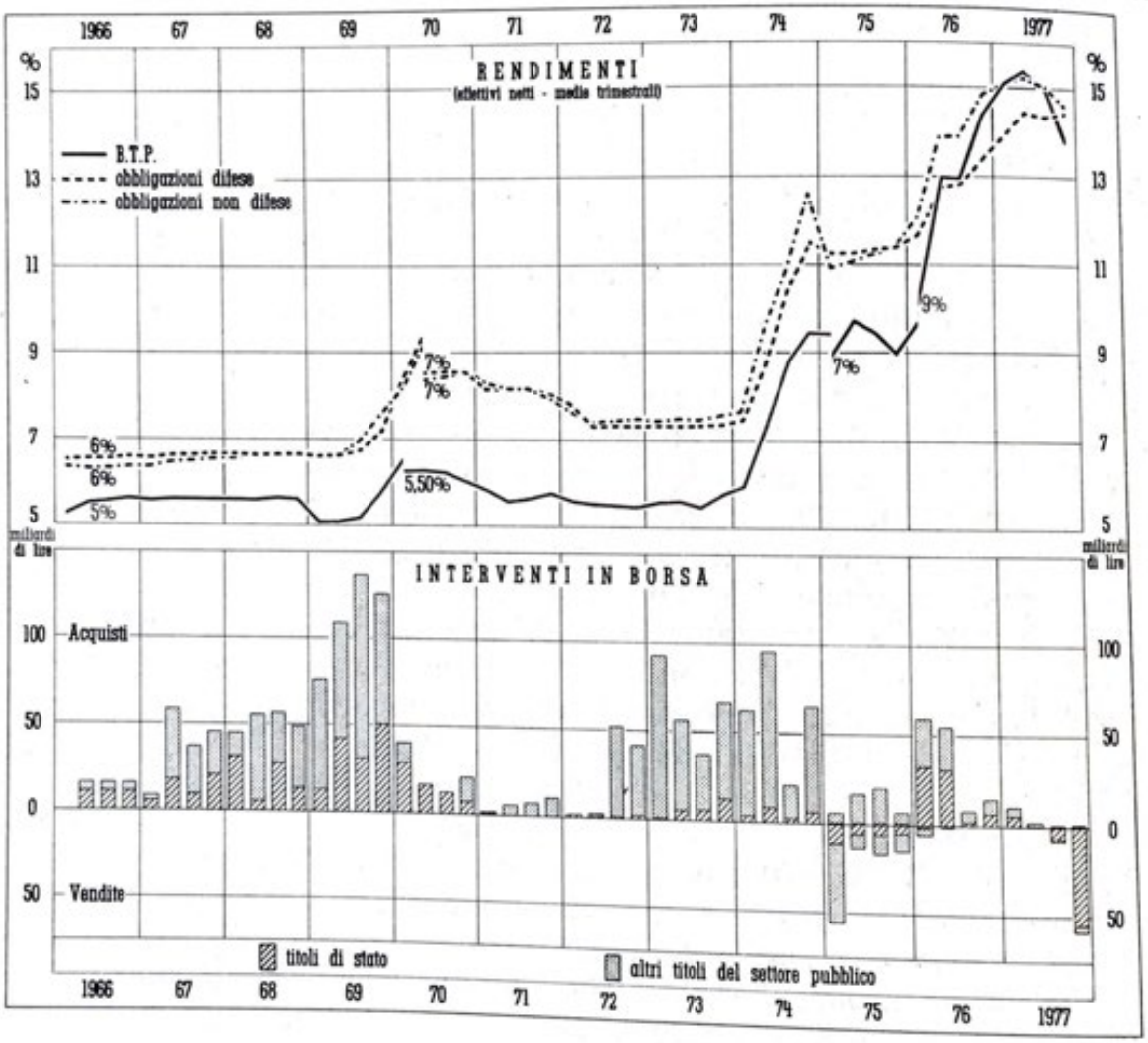


Figura 6: Interventi e andamento dei redditi nel periodo 1966-1977



Fonte: Capomassi et al. 1979, pag 514.

Figura 7: Sottoscrizioni di titoli a reddito fisso (ripartizione percentuale)

Investitori	gen. 1962 giu. 1964	lug. 1964 dic. 1965	gen. 1966 giu. 1969	lug. 1969 dic. 1970	1971
Banca d'Italia e UIC	*5,4*	*3,9*	*6,4*	*51,1*	*18,3*
Aziende di credito	*31,8*	*55,2*	*43,9*	*33,3*	*46,2*
Altri intermediari finanziari	*34,1*	*10,4*	*2,3*	*1,6*	*2,2*
Economia e estero	*28,7*	*30,5*	*47,4*	*14,0*	*33,3*
Totale . . .	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*
Media su base annua (miliardi di lire)	1.190	1.866	2.827	2.958	5.040

Fonte: Relazione annuale della Banca d'Italia sul 1971, pag. 275.

Figura 8: Tassi d'inflazione (1960-1979)

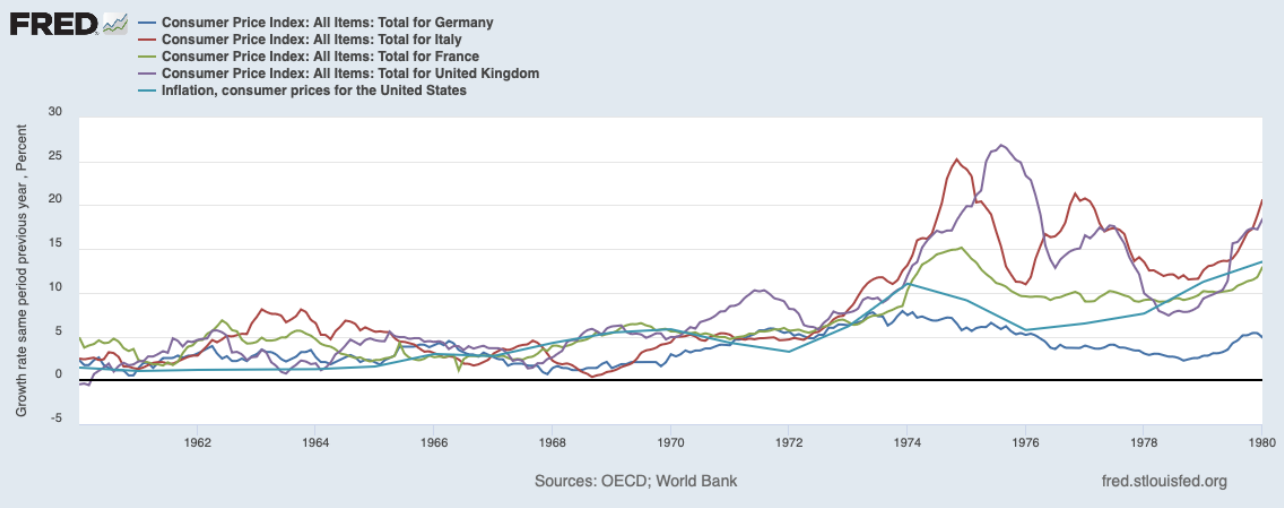


Tabella 1 **Dati macroeconomici**

Anno	Crescita del PIL	Crescita PIL pc	Investimenti totali/PIL	Crescita produttività del lavoro	Inflazione (CPI)
1950			20,3		
1951	8,7	8,0	22,1	6,7	
1952	4,3	3,8	22,7	2,3	
1953	6,2	5,5	23,8	4,1	
1954	4,1	3,4	24,6	2,1	
1955	5,3	4,6	27,0	3,3	
1956	4,1	3,5	27,8	2,1	3,4
1957	3,8	3,2	28,9	3,1	1,3
1958	4,7	4,1	28,5	4,2	2,9
1959	6,5	5,8	29,2	5,3	-0,5
1960	8,2	7,4	30,6	8,0	2,3
1961	8,3	7,6	30,3	8,5	2,0
1962	6,1	5,5	29,8	8,9	4,7
1963	5,5	4,8	30,3	8,1	7,4
1964	2,7	1,9	27,3	3,4	5,9
1965	3,3	2,6	24,6	8,9	4,5
1966	6,0	5,3	24,3	6,8	2,3
1967	7,1	6,4	25,1	4,5	3,7
1968	6,6	6,0	24,6	7,0	1,3
1969	6,0	5,4	26,1	6,9	2,7
1970	12,6	11,8	31,5	13,2	5,0
1971	1,8	1,1	28,6	4,4	4,8
1972	3,7	3,0	28,1	4,9	5,7
1973	7,1	6,4	30,2	6,6	10,8
1974	5,5	4,8	31,9	5,7	19,2

Tabella 1 **Dati macroeconomici**

Anno	Crescita del PIL	Crescita PIL pc	Investimenti totali/PIL	Crescita produttività del lavoro	Inflazione (CPI)
1975	-2,1	-2,6	25,4	-1,3	16,9
1976	7,1	6,6	27,6	6,2	16,6
1977	2,6	2,1	25,0	4,1	17,1
1978	3,2	2,9	24,3	3,4	12,1
1979	6,0	5,6	25,0	5,0	14,8

Nota: continua da pagina precedente.

Tabella 2 **Bilancia dei pagamenti**

Anno	Saldo corrente	Saldo movimenti di capitale	Saldo complessivo
1950	111,5	-104,9	-24,8
1953	-135,9	77,1	-49,4
1954	-47,5	66,6	-4,5
1955	-47,3	104,5	44,9
1956	-59,3	139,4	53,8
1957	22,8	134,9	128,6
1958	347,1	106,6	495,9
1959	465,7	124,5	531,3
1960	176,9	45,1	273,9
1961	296,4	106,0	358,7
1962	147,2	-193,1	31,5
1963	-465,9	-303,4	-728,4
1964	387,3	68,9	483,7
1965	1380,7	-284,2	996,4
1966	1323,2	-797,8	434,8
1967	999,4	-639,6	202,5
1968	1643,1	-1056,7	392,1
1969	1462,3	-2264,9	-869,5
1970	476	-148	222
1971	981	-374	489
1972	1169	-1571	-724
1973	-1471	1737	-257
1974	-5213	1559	-3716
1975	-379	-527	-1438

Tabella 2 **Bilancia dei pagamenti**

Anno	Saldo corrente	Saldo movimenti di capitale	Saldo complessivo
1976	-2343	1484	-1531
1977	2173	-54	1730
1978	5261	1319	6990
1979	4553	-2404	1824

Nota: continua da pagina precedente.

Tabella 3 **Finanza pubblica**

Anno	Deficit/surplus	Saldo primario	Spesa per interessi	Debito
1950	-2,30	-1,3	1,0	31,8
1951	-3,67	-2,6	1,0	31,6
1952	-3,88	-2,8	1,0	33,6
1953	-2,22	-1,2	1,1	34,4
1954	-1,76	-0,8	0,9	36,1
1955	-1,93	-0,6	1,4	36,0
1956	-1,40	-0,2	1,2	34,9
1957	-1,05	0,0	1,1	34,2
1958	-0,94	0,2	1,1	33,9
1959	-0,96	0,1	1,1	35,0
1960	-0,27	0,8	1,0	33,2
1961	-0,55	0,4	1,0	31,3
1962	-0,91	0,0	0,9	30,2
1963	-0,29	0,5	0,8	28,2
1964	-2,23	-1,9	0,3	28,0
1965	-2,54	-1,9	0,6	29,0
1966	-1,51	-0,8	0,7	33,7
1967	-0,93	-0,2	0,7	33,3
1968	-2,43	-1,3	1,2	35,6
1969	-2,72	-1,5	1,2	36,2
1970	-3,07	-1,8	1,3	36,8
1971	-4,48	-3,0	1,5	41,3
1972	-6,50	-4,9	1,6	46,8

Tabella 3 **Finanza pubblica**

Anno	Deficit/surplus	Saldo primario	Spesa per interessi	Debito
1973	-6,05	-4,2	1,8	49,8
1974	-5,94	-3,8	2,1	49,4
1975	-9,77	-7,0	2,7	55,8
1976	-7,50	-4,4	3,1	55,5
1977	-6,63	-3,3	3,4	54,7
1978	-8,07	-4,1	4,0	58,9
1979	-7,84	-3,9	3,9	57,8

Nota: continua da pagina precedente.

Tabella 4 **Tassi d'interesse**

Anno	Tasso ufficiale di sconto	Depositi cc	Impieghi bancari	Bot per investimento libero	BTP
1950	4,00				
1951	4,00				6,06
1952	4,00				5,93
1953	4,00				6,13
1954	4,00				6,22
1955	4,00				6,40
1956	4,00				6,93
1957	4,00				7,27
1958	3,50				6,19
1959	3,50				5,42
1960	3,50				5,26
1961	3,50				4,97
1962	3,50	3,02	6,38	3,47	5,05
1963	3,50	3,03	7,05	3,59	5,19
1964	3,50	3,19	7,58	3,63	5,74
1965	3,50	3,44	7,75	3,63	5,39
1966	3,50	3,63	7,55	3,58	5,49
1967	3,50	3,79	7,29	3,58	5,59
1968	3,50	3,99	7,27	3,56	5,61
1969	4,00	4,15	7,51	3,77	5,80
1970	5,50	4,98	9,15	6,95	7,73
1971	4,50	4,66	9,03	5,93	7,00
1972	4,00	4,20	7,88	4,97	6,59
1973	6,50	4,48	8,31	9,02	6,92
1974	8,00	8,10	14,22	15,32	9,61

Tabella 4 **Tassi d'interesse**

Anno	Tasso ufficiale di sconto	Depositi cc	Impieghi bancari	Bot per investimento libero	BTP
1975	6,00	7,53	15,08	12,04	10,03
1976	15,00	10,68	17,33	17,81	12,66
1977	11,50	12,00	18,58	14,83	14,71
1978	10,50				
1979	15,00				

Nota: continua da pagina precedente.

Appendice

La crisi del sistema monetario di Bretton Woods

Alla fine degli anni Cinquanta l'ammontare dei dollari in circolazione al di fuori degli Stati Uniti superò per la prima volta il valore delle riserve auree americane. Cominciarono a manifestarsi le conseguenze di quello che è diventato noto come *il dilemma di Triffin*: la maggiore domanda di liquidità internazionale provocata dalla crescita degli scambi veniva soddisfatta soprattutto da un aumento della circolazione di dollari al di fuori degli Stati Uniti, che tendeva però a metterne in dubbio la convertibilità[344]. Ma gli eventi presero una piega molto diversa da quella temuta da Triffin, che paventava una nuova deflazione simile a quella degli anni Trenta[345].

L'indebolimento delle fondamenta del sistema divenne palese nell'ottobre del 1960, a meno di due anni dalla sua entrata a regime (alla fine del 1958 le valute europee erano diventate convertibili per le transazioni correnti): l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali americane e la prospettiva di una vittoria dei democratici, che propugnavano una politica economica molto espansiva, provocò una massiccia corsa all'oro, che portò il prezzo di mercato sensibilmente al di sopra di quello ufficiale. La crisi fu superata con una serie di provvedimenti: l'istituzione del *pool* dell'oro, con cui le banche centrali del Gruppo dei dieci si impegnavano a stabilizzarne il prezzo di mercato sul livello ufficiale; la creazione di una rete di *swap* tra la Federal Reserve e le principali banche centrali, che rendeva disponibili le valute con cui la stessa Fed poteva eventualmente intervenire a sostegno del dollaro[346]; l'ampliamento della possibile assistenza finanziaria da parte del Fondo monetario internazionale.

Le elezioni, com'è noto, furono vinte da Kennedy, la cui amministrazione promosse una politica monetaria espansiva che fece calare i tassi d'interesse (grafico 2), provocando ingenti uscite di capitali. I problemi del dollaro e del sistema monetario che da esso dipendeva non solo rimasero irrisolti, ma si aggravarono; il modesto aggiustamento dei cambi, con la rivalutazione del marco tedesco e del fiorino olandese nel 1961, ebbe un valore poco più che simbolico.

Si è già parlato delle discussioni per la riforma del sistema monetario internazionale e del clima non sempre sereno in cui si svolsero. Nel 1965 la Banca di Francia cominciò a convertire in oro tutti i dollari di cui veniva in possesso; nel giugno del 1967 si ritirò dal *pool* dell'oro. Nello stesso anno, dopo lunghe discussioni, si raggiunse l'accordo per l'istituzione da parte del Fondo monetario internazionale dei diritti speciali di prelievo (DSP), cioè dello

---

344 "The most fundamental deficiency of the present system, and the main danger to its future stability, lies on the fact that it leaves the satisfactory development of world monetary liquidity primarily dependent upon an admittedly insufficient supply of new gold and an admittedly dangerous and haphazard expansion in the short-term indebtedness of the key currencies countries" (Triffin 1960). In teoria il dilemma poteva essere evitato se la liquidità internazionale, in tutte le sue componenti - dollaro compreso, quindi -, fosse aumentata in linea con la domanda. In pratica, il governo americano voleva essere libero di perseguire i suoi obiettivi di politica economica, senza sacrificarli più di tanto alla difesa della parità del dollaro (come invece succedeva nel *gold standard* classico, quando la difesa della parità prevaleva su ogni altro obiettivo).

345 Cfr. Eichengreen 1996, pag.116-117.

346 La Fed rimborsava il credito ottenuto tramite lo *swap* con fondi forniti dal Tesoro americano, che a sua volta se li procurava con l'emissione di *Roosa bond*, cioè di titoli in valuta a lungo termine. In sostanza, gli Stati Uniti consolidavano parte della loro esposizione verso l'estero, sostituendo passività a breve - i dollari in mano estera - con passività a lungo termine. Cfr. Bordo e Eichengreen 1993.

strumento che avrebbe dovuto affiancare e, in prospettiva, sostituire il dollaro nel ruolo di principale attività monetaria internazionale. L'emissione dei DSP - che richiedeva una modifica dello statuto del FMI, approvata nel 1969 - fu subordinata, soprattutto per insistenza francese, al riequilibrio della bilancia dei pagamenti americana[347]. Nel frattempo, lo sviluppo dei mercati finanziari internazionali, in particolare dell'eurodollaro, e la crescita dei movimenti di capitale - benché non del tutto liberalizzati[348] - rendeva più difficile la gestione degli squilibri.

La tappa successiva della crisi fu la svalutazione della sterlina nel novembre del 1967. La sterlina fungeva anch'essa da valuta di riserva per molti paesi legati al Regno Unito, ma era sempre meno in grado di svolgere questo ruolo. Già nel 1964 era stata sottoposta a forti tensioni, superate con l'assistenza finanziaria delle banche centrali del Gruppo dei dieci e del FMI. Il problema si ripropose nel 1967 e questa volta, malgrado gli strenui sforzi americani, non si riuscì ad evitare la svalutazione. Avvenuta questa, la pressione speculativa si spostò sul dollaro, manifestandosi attraverso una poderosa corsa all'oro che nel giro di alcuni mesi mise alle corde le banche centrali del *pool*: di fronte alla prospettiva di trasferire al mercato larga parte delle loro riserve auree, esse decisero di cessare gli interventi e di sciogliere il *pool* (marzo 1968)[349]. Come abbiamo visto, la Fed cercò di contrastare la marea inasprendo la politica monetaria: i tassi americani salirono, facendo rientrare molti capitali e riportando per breve tempo in equilibrio la bilancia dei pagamenti. Tuttavia, sul piano strutturale la posizione valutaria americana continuò a deteriorarsi: la progressiva riduzione dell'avanzo delle partite correnti fece venir meno quello che per lungo tempo era stato il principale fattore di forza della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

Come prima si è detto, oltre a sciogliere il *pool*, nel marzo del 1968 si istituì il doppio mercato dell'oro: uno tra i privati, in cui il prezzo poteva fluttuare liberamente, e uno tra le banche centrali, che nelle transazioni reciproche continuavano ad essere vincolate al prezzo ufficiale. Il prezzo del mercato libero salì immediatamente al di sopra di quello ufficiale, facendo venir meno la convertibilità a prezzo fisso del dollaro in oro per i privati, di fatto assicurata dal *pool* negli anni precedenti[350]. La convertibilità fu mantenuta per le banche centrali, ma gli Stati Uniti esercitarono forti pressioni perché esse non se ne valessero. Si passò

---

347 Come si è accennato, la prima emissione di DSP, dell'importo di 3 miliardi, avvenne all'inizio del 1970; essa fu seguita da altre due, rispettivamente di 2,9 e 3,4 miliardi, nel 1971 e nel 1972. Al termine di questa fase, i DSP rappresentavano circa il 9,5% delle riserve globali diverse dall'oro. Ulteriori emissioni vi furono nel 1978, in una fase di forte debolezza del dollaro, e nei due anni successivi; nel frattempo, dopo il passaggio alla fluttuazione generalizzata dei cambi, si era modificata la definizione del DSP, basandola non più sull'oro ma su un paniere di valute. Cfr. Williamson 2009.

348 I vincoli riguardavano soprattutto i movimenti di capitale a breve termine; tuttavia, la convertibilità delle valute per le transazioni correnti rendeva difficile applicarli in modo rigoroso.

349 In realtà, il grosso dell'oro impiegato nelle operazioni di stabilizzazione era fornito dalla Fed, dato che le altre banche centrali convertivano in oro i dollari che ricevevano in cambio delle vendite. Cfr. Bordo e Eichengreen 1993.

350 Gli accordi di Bretton Woods limitavano la convertibilità in oro solo ai dollari presentati dalle banche centrali. E' chiaro però che un prezzo di mercato superiore al prezzo ufficiale avrebbe compromesso la credibilità e l'operatività del sistema. Con il *pool*, la convertibilità del dollaro era di fatto estesa ai privati: l'oro necessario per gli interventi, come si è visto, era in definitiva fornito dagli Stati Uniti.

in pratica a un regime non formalizzato di *dollar standard*, ma senza che gli Stati Uniti volessero subordinare a ciò la loro politica monetaria[351].

La decisione di istituire il doppio mercato dell'oro fu importante, tanto che si può far risalire ad essa l'inizio della fine del sistema di Bretton Woods. Le altre due tappe dell'agonia furono la dichiarazione dell'inconvertibilità del dollaro, nell'agosto del 1971, e la fine del sistema dei cambi fissi, nel marzo del 1973.

Tra il marzo del 1968 e l'agosto del 1971 ci fu una fase di crescenti turbolenze valutarie. Come sappiamo, nell'agosto del 1969 il franco francese fu svalutato; a breve distanza di tempo (ottobre 1969), dopo elezioni politiche che portarono alla formazione del primo governo a guida socialdemocratica, seguì la rivalutazione del marco tedesco, che nei mesi precedenti la Germania aveva ripetutamente cercato di evitare. Nel frattempo il governo americano, sempre più insofferente dei vincoli posti dal ruolo del dollaro nel sistema di Bretton Woods e alle prese con un calo dell'attività produttiva nell'ultima parte del 1969, impresse un orientamento decisamente espansivo alla sua politica economica.

Nella seconda parte del 1970, anche i paesi europei passarono a una politica monetaria espansiva, diretta a sostenere la domanda e gli investimenti. Il ciclo americano precedette però quello europeo. Il rallentamento congiunturale era stato più forte negli Stati Uniti, con una leggera contrazione del prodotto nell'ultima parte del 1969. Oltre a essere realizzata prima, l'inversione della politica monetaria americana portò i tassi d'interesse a breve termine su livelli più bassi di quelli europei[352]. La Fed allentò ulteriormente la politica monetaria nell'estate del 1970, quando il fallimento di un'impresa ferroviaria, la Penn Central - la sesta società americana per dimensioni, emittente di un cospicuo ammontare di carta commerciale -, rese necessario evitare una crisi di fiducia nella stabilità del sistema finanziario.

Il dislivello nei tassi tra le due sponde dell'Atlantico e l'incertezza sul futuro del dollaro ribaltarono la direzione dei movimenti di capitale: secondo la BRI, nel 1969 - l'anno di maggiore restrizione della politica monetaria americana - i flussi di capitali dall'Europa verso gli Stati Uniti erano stati pari a 9 miliardi di dollari; nel 1970 e nei primi mesi del 1971 il movimento in direzione opposta, dagli Stati Uniti verso l'Europa, ammontò a oltre 13 miliardi di dollari[353]. A ciò si aggiunse un pesante disavanzo delle partite correnti americane, che, per la prima volta dagli anni Trenta, riguardava anche la bilancia commerciale. A maggio del 1971 la Germania, principale destinataria dei capitali in fuga dal dollaro, e altri paesi europei chiusero i mercati dei cambi e fecero fluttuare le loro valute. Di fronte al rischio che alcune banche centrali riprendessero a convertire i loro dollari in oro[354], il 15 agosto il governo americano sospese la convertibilità del dollaro, imponendo inoltre una tassa del 10% sulle importazioni e il blocco dei prezzi e dei salari.

Con la fine della convertibilità del dollaro venne meno uno dei pilastri di Bretton Woods; rimase ancora in piedi l'altro pilastro, i cambi fissi, ripristinati dopo il riallineamento generale concordato a dicembre del 1971 allo Smithsonian Institute di Washington. Si passò in tal modo anche formalmente a un regime di *dollar standard*, dato che la convertibilità del dollaro non fu ripristinata; tuttavia, gli Stati Uniti continuavano a non avere nessuna intenzione

---

351 Nel 1968 venne abrogata anche la disposizione di legge che obbligava la Fed ad avere riserve auree pari almeno al 25% del valore delle banconote in circolazione. L'oro fu di fatto demonetizzato. Cfr. Bordo e Eichengreen 1993.

352 Cfr. Relazione BRI del 1971, pag. 8-9.

353 Relazione del 1971, pag. 11.

354 Cfr. Bordo e Eichengreen 1993, pag. 79-80.

di subordinare la loro politica economica alla funzione di àncora che il dollaro si supponeva svolgesse. Le tensioni ripartirono pressoché immediatamente, già all'inizio del 1972. Dopo poco più di un anno, nel febbraio del 1973, il dollaro fu nuovamente svalutato, senza che ciò arrestasse la crisi; un mese dopo, a marzo, si abbandonarono anche i cambi fissi e si passò a un regime di fluttuazione generalizzata. Il sistema di Bretton Woods era finito e a nulla valsero i tentativi di risuscitarlo.

"QUADERNI" PUBBLICATI (*)

N. 1 – *Luigi Einaudi: Teoria economica e legislazione sociale nel testo delle* Lezioni, di Alberto Baffigi (Settembre 2009).

N. 2 – *European Acquisitions in the United States: Re-examining Olivetti-Underwood Fifty Years Later*, di Federico Barbiellini Amidei, Andrea Goldstein e Marcella Spadoni (Marzo 2010).

N. 3 – *La politica dei poli di sviluppo nel Mezzogiorno. Elementi per una prospettiva storica*, di Elio Cerrito (Giugno 2010).

N. 4 – *Through the Magnifying Glass: Provincial Aspects of Industrial Grouth in Post-Unification Italy*, di Carlo Ciccarelli e Stefano Fenoaltea (Luglio 2010).

N. 5 – *Economic Theory and Banking Regulation: The Italian Case (1861-1930s)*, di Alfredo Gigliobianco e Claire Giordano (Novembre 2010).

N. 6 – *A Comparative Perspective on Italy's Human Capital Accumulation*, di Giuseppe Bertola e Paolo Sestito (Ottobre 2011).

N. 7 – *Innovation and Foreign Technology in Italy, 1861-2011*, di Federico Barbiellini Amidei, John Cantwell e Anna Spadavecchia (Ottobre 2011).

N. 8 – *Outward and Inward Migrations in Italy: A Historical Perspective*, di Matteo Gomellini e Cormac Ó Gráda (Ottobre 2011).

N. 9 – *Comparative Advantages in Italy: A Long-run Perspective*, di Giovanni Federico e Nikolaus Wolf (Ottobre 2011).

N. 10 – *Real Exchange Rates, Trade, and Growth: Italy 1861-2011*, di Virginia Di Nino, Barry Eichengreen e Massimo Sbracia (Ottobre 2011).

N. 11 – *Public Debt and Economic Growth in Italy*, di Fabrizio Balassone, Maura Francese e Angelo Pace (Ottobre 2011).

N. 12 – *Internal Geography and External Trade: Regional Disparities in Italy, 1861-2011*, di Brian A'Hearn e Anthony J. Venables (Ottobre 2011).

N. 13 – *Italian Firms in History: Size, Technology and Entrepreneurship*, di Franco Amatori, Matteo Bugamelli e Andrea Colli (Ottobre 2011).

N. 14 – *Italy, Germany, Japan: From Economic Miracles to Virtual Stagnation*, di Andrea Boltho (Ottobre 2011).

N. 15 – *Old and New Italian Multinational Firms*, di Giuseppe Berta e Fabrizio Onida (Ottobre 2011).

N. 16 – *Italy and the First Age of Globalization, 1861-1940*, di Harold James e Kevin O'Rourke (Ottobre 2011).

N. 17 – *The Golden Age and the Second Globalization in Italy*, di Nicholas Crafts e Marco Magnani (Ottobre 2011).

N. 18 – *Italian National Accounts, 1861-2011*, di Alberto Baffigi (Ottobre 2011).

N. 19 – *The Well-Being of Italians: A Comparative Historical Approach*, di Andrea Brandolini e Giovanni Vecchi (Ottobre 2011).

N. 20 – *A Sectoral Analysis of Italy's Development, 1861-2011*, di Stephen Broadberry, Claire Giordano e Francesco Zollino (Ottobre 2011).

N. 21 – *The Italian Economy Seen from Abroad over 150 Years*, di Marcello de Cecco (Ottobre 2011).

N. 22 – *Convergence among Italian Regions, 1861-2011*, di Giovanni Iuzzolino, Guido Pellegrini e Gianfranco Viesti (Ottobre 2011).

N. 23 – *Democratization and Civic Capital in Italy*, di Luigi Guiso e Paolo Pinotti (Ottobre 2011).

N. 24 – *The Italian Administrative System since 1861*, di Magda Bianco e Giulio Napolitano (Ottobre 2011).

N. 25 – *The Allocative Efficiency of the Italian Banking System, 1936-2011*, di Stefano Battilossi, Alfredo Gigliobianco e Giuseppe Marinelli (Ottobre 2011).

N. 26 – *Nuove serie storiche sull'attività di banche e altre istituzioni finanziarie dal 1861 al 2011: che cosa ci dicono?*, di Riccardo De Bonis, Fabio Farabullini, Miria Rocchelli e Alessandra Salvio (Giugno 2012).

N. 27 – *Una revisione dei conti nazionali dell'Italia (1951-1970)*, di Guido M. Rey, Luisa Picozzi, Paolo Piselli e Sandro Clementi (Luglio 2012).

N. 28 – *A Tale of Two Fascisms: Labour Productivity Growth and Competition Policy in Italy, 1911-1951*, di Claire Giordano e Ferdinando Giugliano (Dicembre 2012).

N. 29 – *Output potenziale, gap e inflazione in Italia nel lungo periodo (1861-2010): un'analisi econometrica*, di Alberto Baffigi, Maria Elena Bontempi e Roberto Golinelli (Febbraio 2013).

N. 30 – *Is There a Long-Term Effect of Africa's Slave Trades?,* di Margherita Bottero e Björn Wallace (Aprile 2013).

N. 31 – *The Demand for Tobacco in Post-Unification Italy,* di Carlo Ciccarelli e Gianni De Fraja (Gennaio 2014).

N. 32 – *Civic Capital and Development: Italy 1951-2001*, di Giuseppe Albanese e Guido de Blasio (Marzo 2014).

N. 33 – *Il valore aggiunto dei servizi 1861-1951: la nuova serie a prezzi correnti e prime interpretazioni*, di Patrizia Battilani, Emanuele Felice e Vera Zamagni (Dicembre 2014).

N. 34 – *Brain Gain in the Age of Mass Migration,* di Francesco Giffoni e Matteo Gomellini (Aprile 2015).

N. 35 – *Regional Growth with Spatial Dependence: a Case Study on Early Italian Industrialization,* di Carlo Ciccarelli e Stefano Fachin (Gennaio 2016).

N. 36 – *Historical Archive of Credit in Italy,* di Sandra Natoli, Paolo Piselli, Ivan Triglia e Francesco Vercelli (Gennaio 2016).

N. 37 – *A Historical Reconstruction of Capital and Labour in Italy, 1861-2013,* di Claire Giordano e Francesco Zollino (Novembre 2016).

N. 38 – *Technical Change, Non-Tariff Barriers, and the Development of the Italian Locomotive Industry, 1850-1913,* di Carlo Ciccarelli e Alessandro Nuvolari (Novembre 2016).

N. 39 – *Macroeconomic Estimates of Italy's Mark-ups in the Long-run, 1861-2012*, di Claire Giordano e Francesco Zollino (Febbraio 2017).

N. 40 – *The Roots of a Dual Equilibrium: GDP, Productivity and Structural Change in the Italian Regions in the Long-run (1871-2011)*, di Emanuele Felice (Agosto 2017).

N. 41 – *The Fruits of Disaggregation: the Engineering Industry, Tariff Protection, and the Industrial Investment Cycle in Italy, 1861-1913*, di Stefano Fenoaltea (Agosto 2017).

N. 42 – *The Age Distribution of the Labour Force as Evidence of Prior Events: The Italian Data for 1911 and the Long Swing in Investment from Unification to the Great War*, di Roberto Pezzuto (Novembre 2017).

N. 43 – *Business Cycles, Credit Cycles, and Bank Holdings of Sovereign Bonds: Historical Evidence for Italy 1861-2013*, di Silvana Bartoletto, Bruno Chiarini, Elisabetta Marzano e Paolo Piselli (Novembre 2017).

N. 44 – *Spleen: The Failures of the Cliometric School*, di Stefano Fenoaltea (Marzo 2019).

N. 45 – *Migrazioni, demografia e lavoro in un paese diviso,* di Asher Colombo e Gianpiero Dalla Zuanna (Settembre 2019).

N. 46 – *Breve storia delle barriere agli scambi in Italia*, di Matteo Gomellini (Dicembre 2020).

N. 47 – *Southern and Northern Italy in the Great Divergence: New Perspectives from the Occupational Structure*, di David Chilosi e Carlo Ciccarelli (Marzo 2021).

N. 48 – *Lessons from the Early Establishment of Banking Supervision in Italy (1926-1936)*, di Marco Molteni e Dario Pellegrino (Ottobre 2021).

N. 49 – *The Italian Banking System During the 1907 Financial Crisis and the Role of the Bank of Italy*, di Francesco Vercelli (Giugno 2022).

N. 50 – *Le banche e l'acquisto di titoli pubblici: l'esperienza italiana dal 1890 a oggi*, di Paolo Piselli e Francesco Vercelli (Ottobre 2022).

N. 51 – *Financial Development, Overbanking, and Bank Failures During the Great Depression: New Evidence from Italy*, di Marco Molteni (Gennaio 2024).

N. 52 – *Land Inequality and Long-Run Growth: Evidence from Italy*, di Pablo Martinelli Lasheras e Dario Pellegrino (Marzo 2024).

N. 53 – *A Country for Incumbent Firms? Evidence on Manufacturing Investments in Italy in the 20th Century,* di Dario Pellegrino (Ottobre 2024).

N. 54 – *Napoleonic Administrative Reforms and Development in the Italian Mezzogiorno,* di Giulio Cainelli, Carlo Ciccarelli e Roberto Ganau (Aprile 2025).

(*) I *Quaderni* sono disponibili su internet all'indirizzo:
www.bancaditalia.it