



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Quaderni di Storia Economica

(Economic History Working Papers)

Luigi Einaudi Governatore (1945-1948).
Dopoguerra, ricostruzione, stabilizzazione

di Pier Francesco Asso e Marcello Messori

settembre 2026

numero

58



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Quaderni di Storia Economica

(Economic History Working Papers)

Luigi Einaudi Governatore (1945-1948).
Dopoguerra, ricostruzione, stabilizzazione

di Pier Francesco Asso e Marcello Messori

Numero 58 – settembre 2026

La serie Quaderni di Storia Economica intende promuovere la circolazione di studi storici, in versione preliminare, sui temi della crescita, della finanza, della moneta, delle istituzioni, prodotti da studiosi interni o presentati da relatori esterni in seminari organizzati dalla 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

Luigi Einaudi Governatore (1945-1948).

Dopoguerra, ricostruzione, stabilizzazione

Pier Francesco Asso* e Marcello Messori**

Sintesi

Questo lavoro ricostruisce la storia della Banca d'Italia negli anni del governorato di Luigi Einaudi. Nominato nel gennaio 1945, Einaudi perseguì un mandato molto ampio: ristabilire l'autonomia della Banca nei diversi ambiti della politica monetaria, della politica valutaria e della vigilanza; collaborare al reinserimento dell'economia italiana nel nuovo ordine economico internazionale; ripristinare il ruolo di "banca delle banche", contenendo l'impegno di "banca del Tesoro"; rafforzare la reputazione tecnica per contribuire alla definizione delle grandi scelte di politica economica. Ben presto, l'obiettivo principale divenne quello di porre sotto controllo l'eccessiva dinamica inflazionistica. Einaudi scelse di rinviare al 1947 l'avvio della manovra di stabilizzazione, ritenendo prioritario il sostegno alla ripresa economica tramite l'espansione del credito bancario. Una volta attuata, l'azione monetaria si rivelò efficace nel conseguire la stabilizzazione. Il quadro da noi ricostruito ci mostra come il governorato Einaudi predispose la Banca a svolgere un ruolo cruciale nella successiva evoluzione dell'economia italiana.

Abstract

This paper analyzes the history of the Bank of Italy during the governorship of Luigi Einaudi. Appointed in January 1945, Einaudi pursued a broad mandate: to re-build the Bank's autonomy in the different fields of monetary, exchange rate and supervisory policies; to support the integration of the Italian economy into the new international order; to reaffirm its role as "the bank of banks" while limiting its duties associated with the "the bank of the Treasury"; and to strengthen the central bank's technical reputation in order to contribute more effectively to major economic policy decisions. Before long, the crucial objective became the control of the inflation dynamics. However, Einaudi postponed stabilization measures until early 1947, prioritising monetary support for economic recovery through bank financing. The subsequent implementation of monetary stabilization proved highly effective. This paper argues that Einaudi's governorship equipped the Bank of Italy with key institutional and policy tools, enabling it to play a crucial role in the subsequent development of the Italian economy.

Classificazione JEL: B31, E58, N14, N24

Parole chiave: Luigi Einaudi; Storia della Banca d'Italia; Ricostruzione postbellica dell'economia italiana; Storia della politica monetaria

* Professore ordinario di Storia del pensiero economico presso l'Università di Palermo.
E-mail: francesco.asso@unipa.it.

** Professore presso l'Istituto Universitario Europeo di Firenze - Cattedra 'Poste italiane'.
E-mail: marcello.messori@eui.eu.

Indice

1. Premessa: il mandato, gli obiettivi	5
2. Il percorso: l'evoluzione della cornice istituzionale	11
3. Gli strumenti: l'autonomia dal Tesoro	19
4. Gli strumenti: i due prestiti straordinari	28
5. L'organizzazione: uomini nuovi a via Nazionale	36
6. La riorganizzazione della vigilanza	45
6.1 La politica degli sportelli	45
6.2 Le trasformazioni del credito mobiliare	49
6.3 Le iniziative della Banca d'Italia	52
7. I difficili negoziati economici internazionali dopo l'8 settembre	56
8. Successi e insuccessi internazionali: il Trattato di Pace e l'ingresso negli accordi di Bretton Woods	63
9. L'inflazione postbellica: analisi delle cause, obsolescenza degli strumenti	72
10. La costruzione della manovra	81
11. I contenuti della manovra	90
12. L'impatto della manovra	98
13. Conclusioni	107
Riferimenti bibliografici	110

1. Premessa: il mandato, gli obiettivi¹

Luigi Einaudi è stato il terzo governatore della Banca d'Italia ma il primo proveniente dall'esterno, ossia senza aver ricoperto alcun precedente ruolo stabile nell'ambito di via Nazionale. Rientrato in Italia (Roma) nel dicembre del 1944 dopo un faticoso esilio svizzero², egli fu nominato alla carica il 5 gennaio 1945 ricevendo poteri straordinari, maggiori di quelli propri ai governatori che lo avevano preceduto e che gli sarebbero succeduti. Il nuovo governatore esercitò il suo ruolo in assenza del Consiglio Superiore della Banca d'Italia, ricostituito soltanto a fine luglio 1948 quando Einaudi sedeva ormai al Quirinale, e del vicedirettore generale, nominato nel giugno del 1947 con l'ingresso di Einaudi stesso nel quarto governo De Gasperi (cfr. *infra*). Pertanto, il nuovo governatore riunì nelle sue mani i compiti tradizionalmente attribuiti al Consiglio e parte di quelli abitualmente delegati al vicedirettore. Inoltre, chiudendo la precedente fase commissariale (guidata da Niccolò Introna), Einaudi dovette fronteggiare i molteplici e complessi problemi posti dalla rottura bellica.

Pur se con la collaborazione di un nuovo direttore generale (lo stesso Introna) che aveva maturato un'esperienza interna alla Banca d'Italia di oltre mezzo secolo prima di svolgere la funzione di commissario e che aveva garantito continuità istituzionale specie dopo la traumatica uscita del precedente governatore – Vincenzo Azzolini (in carcere dal giugno 1944) – Einaudi dovette procedere alla complessa riorganizzazione della banca centrale. Oltre a denunciare carenze di organico (dovute ai dipendenti ancora impegnati nel conflitto bellico o coinvolti nei processi di epurazione), la Banca d'Italia aveva l'esigenza di ripristinare compiti tradizionali e di affrontarne di nuovi. Einaudi fu, quindi, una sorta di “super commissario” che operò senza l'ausilio di importanti organi statutari e in presenza dei gravi problemi di un Paese ancora drammaticamente diviso dalla linea del fronte³.

Riguardo alla riorganizzazione della Banca d'Italia, vanno ricordati quattro aspetti.

¹ Il presente scritto è il primo risultato di una più ampia ricerca dedicata alla storia della Banca d'Italia dal 1943 al 1998. Una prima stesura del lavoro ha beneficiato dei significativi commenti di Paolo Baratta, Federico Barbiellini Amidei, Andrea Brandolini, Eugenio Gaiotti, Sebastiano Nerozzi, Sergio Nicoletti Altinari, Massimo Omiccioli, Fabio Panetta e Ignazio Visco che ringraziamo molto. La ricerca è stata condotta presso la Divisione Storia Economica della Banca d'Italia. Abbiamo apprezzato gli stimoli e l'accoglienza ricevuti dai membri della Divisione e, in particolare, da: Paolo Croce, Matteo Gomellini, e Paolo Piselli, con cui ci siamo confrontati su aspetti specifici del lavoro. Eleonora Costantino, Renata Martano e Alessandra Pasquini sono state attivamente coinvolte su vari temi e hanno fornito utili contributi. Vogliamo anche ringraziare: Giuseppe Antonino Borrello (Archivio storico della Presidenza della Repubblica), Maria Letizia Cairo (Archivio storico di Banca Intesa), Taddeo Molino Lova (Archivio storico di Mediobanca) e Guido Mones (Archivio storico della Fondazione Luigi Einaudi) per il loro valido supporto alle nostre ricerche archivistiche. Infine, un ringraziamento particolare a Giuseppina Baffi per la disponibilità a mostrarci alcuni faldoni di carte private del padre conservate presso l'abitazione di Fregene. Rimane nostra la responsabilità esclusiva per eventuali errori o omissioni. Gli autori si sono anche avvalsi delle discussioni svoltesi in un Seminario presso la Banca d'Italia (gennaio 2025) e in due Conferenze presso la Fondazione Einaudi di Torino (novembre 2024) e l'Associazione Italiana per la Storia del pensiero economico (Università di Macerata, ottobre 2025).

² Pellegrini, 1964; D'Aroma, 1975.

³ Barucci, 2008, p. 12.

Primo: anche a seguito dello scioglimento dell’“Ispettorato per il credito e il risparmio” (settembre 1944), Einaudi dovette riaffermare e riacquisire i poteri di vigilanza della Banca d’Italia sul settore bancario sin dai mesi iniziali del suo governatorato. Questi poteri si stabilizzarono solo nel luglio del 1947, grazie alla costituzione del nuovo “Comitato interministeriale del credito e risparmio” (CICR). Secondo: la Banca d’Italia fu chiamata a svolgere un ruolo cruciale, formale e informale, nel ripristino dei rapporti economici internazionali. Le sue competenze furono ritenute essenziali per favorire l’inserimento del Paese nel nuovo ordinamento internazionale uscito dagli accordi di Bretton Woods. La Banca ebbe, inoltre, un ruolo importante nel riattivare fonti esterne di aiuti e di prestiti e nel fornire contributi tecnici a sostegno delle trattative governative relative alla definizione delle clausole del Trattato di Pace.

Terzo: la Banca d’Italia dovette assumere una piena responsabilità nella gestione della politica valutaria, vincolata dalla presenza di sistemi di scambi commerciali ancora rigidamente regolamentati e dalla coesistenza di tassi di cambio multipli e di mercati informali. Tale assunzione di responsabilità, che si poneva inevitabilmente al crocevia di problemi di politica economica e di politica estera, si sostanziò nella presidenza e nella direzione effettiva del nuovo “Ufficio Italiano dei Cambi” (UIC) e si saldò con l’attiva partecipazione dei suoi esponenti più rappresentativi alle delegazioni italiane per la definizione dei rapporti internazionali post-bellici. Quarto: in previsione delle esigenze di ricostruzione degli impianti produttivi, la Banca d’Italia dovette ridefinire il ruolo che, fin dallo scoppio della Prima guerra mondiale, essa aveva esercitato nell’erogazione del credito industriale. Quest’ultimo aspetto si sostanziò nel fatto che la Banca: riacquisì la presidenza del “Consorzio sovvenzioni su valori industriali” (CSVI); giunse alla risoluzione dell’ingente debito accumulato nei suoi confronti dall’Istituto per la ricostruzione industriale (IRI); si batté per stabilire una nuova disciplina che regolasse le attività degli Istituti abilitati all’esercizio del credito speciale e mobiliare (ICM)⁴. Di conseguenza, la Banca si impegnò ai fini di una migliore regolamentazione dell’intervento pubblico a sostegno delle attività produttive e del proprio ruolo nel governo del credito industriale.

Questi nuovi o straordinari impegni della Banca d’Italia si combinarono con il più tradizionale ma fondamentale compito proprio a una banca centrale: definire le modalità di immissione della liquidità attraverso i canali monetari e bancari. Si trattava di un compito difficile perché il periodo economico era caratterizzato da forti tensioni inflazionistiche, da molteplici vincoli alla ripresa produttiva e da condizioni di povertà diffusa per parti significative della popolazione. Inoltre, l’eredità del ventennio fascista e l’emergenza bellica ponevano limiti all’indipendenza della Banca d’Italia, sollecitando sostegni monetari alle scelte politiche di spesa pubblica.

⁴ In quanto segue si utilizzerà l’espressione “istituti di credito mobiliare” (ICM) per riferirsi a quell’insieme di intermediari finanziari che, prima del recepimento in Italia della seconda direttiva europea in materia bancaria (1992) e del varo del Testo unico bancario (TUB, 1993), raccoglievano risorse liquide con scadenze a medio-lungo termine ed erano specializzati in finanziamenti di medio-lungo termine alle imprese specie per la sottoscrizione di azioni e obbligazioni. Includiamo in questo insieme anche gli istituti di credito speciale che erano definiti tali perché i loro finanziamenti di medio-lungo termine si concentravano nel sostegno di specifici settori o di specifiche tipologie di investimento.

Può quindi sorprendere che, a fronte di una situazione così complessa e di compiti così gravosi e – almeno in parte – inediti, il governatore abbia associato al suo nuovo ruolo molte altre attività. Durante l’incarico in Banca d’Italia che si concluse formalmente l’11 maggio 1948 in concomitanza con la sua elezione a Presidente della Repubblica, Einaudi profuse un intenso impegno politico e istituzionale. Soltanto per ricordare alcune fra le attività più stringenti, dal settembre 1945 egli fu membro della Consulta nazionale e, dal giugno 1946, ricoprì la carica di deputato dell’Assemblea costituente in rappresentanza dell’Unione democratica nazionale. Dal 31 maggio 1947, Einaudi rivestì l’incarico di vicepresidente del Consiglio dei ministri e di ministro del Bilancio nel quarto governo De Gasperi, delegando i compiti di governatore al nuovo direttore generale della Banca d’Italia – Donato Menichella – ma non rinunciando alla relativa carica⁵. Infine, egli non interruppe l’attività pubblicistica che svolse con continuità e particolare intensità, soprattutto quale editorialista del principale quotidiano italiano (il *Corriere della sera*).

Sarebbe storicamente inappropriato applicare agli anni dell’immediato secondo dopoguerra i principi oggi vigenti rispetto ai potenziali conflitti di interesse. Va, tuttavia, notato che alcuni incarichi ricoperti da Einaudi durante il suo governorato furono così rilevanti da richiedere deroghe normative *ad hoc* o specifiche valutazioni istituzionali e da suscitare perplessità e obiezioni che provenivano anche da autorevoli esponenti della stessa Banca d’Italia⁶. Qui non vogliamo esprimere un giudizio di merito che andrebbe fondato su una complessa analisi di

⁵ Va ricordato che Einaudi concordò con il presidente del Consiglio lo smembramento fra ministero del Tesoro e ministero del Bilancio, che si realizzò pochi giorni dopo la formazione del governo attribuendo al ministro del Bilancio anche un compito di coordinamento dei dicasteri economici. Per il breve intervallo di tempo intercorso tra l’avvio del nuovo governo e la sua riorganizzazione, Einaudi ricoprì dunque la carica di ministro del Tesoro che lasciò per spostarsi, come previsto, al ministero del Bilancio.

⁶ Come ricorda Introna in un appunto manoscritto, redatto quando aveva ormai lasciato i suoi incarichi presso la Banca d’Italia, sia la legge bancaria del 1893 sia lo Statuto della Banca non avrebbero consentito al neoministro di mantenere la carica di governatore dalla fine di maggio 1947 (Archivio Storico della Banca d’Italia – d’ora in avanti ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 11, “Appunto”, 15 maggio 1948). L’avvocatura della Banca sostenne però che tali norme non si applicassero al caso di Einaudi, data la straordinarietà della sua precedente nomina a governatore (ASBI, Banca d’Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 56, fasc. n. 1, sfasc. n. 1, “Appunto per il Governatore”, 24 luglio 1945). Già in quell’occasione, il Decreto luogotenenziale del 4 gennaio 1945 aveva aggirato l’art. 132 del Regio Decreto del 1910 che sanciva l’incompatibilità tra la carica in Banca d’Italia e quella di senatore del Regno ricoperta dallo stesso Einaudi (Soddu, 1993, p. 9). Inoltre, a Einaudi erano stati attribuiti poteri pressoché commissariali che si sommarono a quelli dei commissari Giovanni Orgera (dal giugno 1944 all’aprile 1945 per le sedi della Banca nella Repubblica Sociale Italiana) e Francesco Sforza (dall’aprile al giugno 1945 per le filiali dell’Alta Italia). Pertanto, se anche una sola di queste sostanziali forzature dello statuto della Banca fosse stata riproposta per la nomina di un nuovo governatore, la procedura straordinaria – applicata a Einaudi e giustificata dall’eccezionalità dei tempi – si sarebbe trasformata in ordinaria. La conclusione dell’avvocatura della Banca fu quindi che, permanendo l’assenza di un organo statutario fondamentale (il Consiglio Superiore), sarebbe stato inopportuno procedere a una sostituzione del governatore nel 1947; per giunta, in assenza di quell’organo, era previsto che un impedimento del governatore portasse all’attribuzione dei suoi poteri e funzioni al direttore generale. Introna ribadì la preoccupazione che le argomentazioni giuridiche, adottate per far sì che Einaudi mantenesse il ruolo di governatore, avrebbero indebolito la futura autonomia della Banca d’Italia rispetto al potere politico (cfr. ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 11, “Appunto” non datato ma databile giugno 1947).

*governance*⁷. Abbiamo elencato i molteplici incarichi detenuti da Einaudi durante il suo governatorato, solo per rimarcare l'atipico attivismo. Come è già stato documentato⁸, fra il 1945 e i primi mesi del 1948, il governatore intervenne pubblicamente in almeno 350 occasioni. Oltre a coprire gli appuntamenti istituzionali della Banca d'Italia, egli pronunciò 40 discorsi alla Consulta nazionale (prima riunione il 25 settembre 1945 e ultima riunione il 2 giugno 1946), svolse più di 90 interventi all'Assemblea costituente (prima riunione il 25 giugno 1946 e ultima riunione il 31 gennaio 1948), tenne 33 comizi durante la campagna elettorale per la Costituente, scrisse quasi 150 articoli su quotidiani e periodici. Infine, non si sottrasse a interviste radiofoniche, mantenendo collaborazioni non occasionali con la neocostituita "Radio Audizioni Italiane" (RAI).

In termini di comunicazione, Einaudi optò dunque per una forte esposizione mediatica. Combinando tale attivismo con l'alta reputazione di cui il governatore godeva da tempo quale accademico e noto economista di impronta liberale, si può avanzare la tesi che ne sia scaturito un ambizioso – e, presumibilmente, intenzionale – disegno: attuare non solo il rilancio della Banca d'Italia dopo le difficoltà belliche e il sostanziale isolamento sofferto negli anni Trenta⁹, ma gettare anche le basi per un più ampio ruolo che la stessa Banca avrebbe dovuto ricoprire nel sistema economico italiano durante la seconda metà del Novecento.

Il nuovo governatore aveva posizioni teoriche di netto favore per le economie di mercato, in cui i principi della concorrenza fungevano da fattori propulsivi per lo sviluppo delle attività produttive e del benessere sociale¹⁰. Tuttavia, la sua variegata formazione culturale e la continua evoluzione delle sue riflessioni sui sistemi economici contemporanei lo avevano dotato di una concretezza che riconosceva i limiti di politiche incentrate sulla sola rimozione degli ostacoli al funzionamento dei mercati¹¹. Ciò consentì a Einaudi di cogliere i molti vincoli e *trade-off* che incombevano sulla realtà italiana del 1945. L'arretratezza dell'economia e della società del Paese, che era stata aggravata dall'autarchia fascista e dalle fratture interne determinate da una guerra drammatica, rendeva necessario combinare l'apertura ai mercati con un'efficace ma fitta rete di regole e protezioni. Nonostante il relativo contenimento dei danni bellici subiti dall'Italia, gran parte delle imprese industriali sarebbe stata messa in grave crisi da rigorose politiche di aggiustamento economico e da selezioni competitive nei propri comparti tradizionali di attività¹². Anche il sistema bancario e finanziario, pur rafforzato dalla

⁷ Ci limitiamo a ricordare che, per attestare la compatibilità fra le due cariche ricoperte da Einaudi, fu comunque necessario un Decreto legislativo del Capo provvisorio dello Stato (4 giugno 1947, n. 408). Cfr. anche Gigliobianco, 2006, pp. 27 e 203.

⁸ Barucci, 2008, pp. 11-13; Nerozzi, 2021.

⁹ Toniolo, 2022, capitoli 9 e 10.

¹⁰ Cfr., per esempio: Einaudi, 1931.

¹¹ Cfr. Einaudi, 1944, 1947c e 1949. Si vedano anche: Baffigi, 2010; Visco, 2025, pp. 6-9.

¹² Sul tema dei danni di guerra furono prodotte rendicontazioni diverse anche all'interno della Banca d'Italia. Nel maggio del 1945, Einaudi incaricò alcuni esponenti di punta del Servizio studi e della Vigilanza (Paolo Ambrogio, Paolo Baffi, Antonino Occhiuto e Giannino Parravicini) di recarsi nel nord del Paese per ripristinare i contatti con le filiali della Banca. Alla missione partecipò anche Luigi Capodanno, già rappresentante della Banca d'Italia a Londra e Lisbona e, poi, distaccato presso la sezione economica della Commissione alleata. Quel viaggio, avventuroso ma operativamente proficuo, consentì a Baffi di definire una prima stima dei danni che erano stati subiti dalla struttura organizzativa della Banca in termini di riserve auree e di beni materiali. Eccezion fatta per

legge bancaria del 1936 e dalla copertura dell'IRI, sarebbe stato incapace di gestire politiche monetarie finalizzate al solo controllo delle pressioni inflazionistiche e, dunque, fortemente restrittive. Infine, per quanto il bilancio pubblico italiano fosse gravato da pesanti inefficienze allocative e da preoccupanti disavanzi, drastici interventi per la riduzione della spesa pubblica nel breve termine avrebbero reso insostenibile lo stato di povertà e di indigenza, in cui già versavano ampi strati della popolazione italiana.

In questo quadro, Einaudi ritenne inevitabile aprire una complessa partita sul piano istituzionale e politico a sostegno delle prospettive di sviluppo dell'economia italiana. Si spiegano così le sue scelte di attuare iniziative pragmatiche per un graduale ripristino della centralità del mercato e della concorrenza e il suo insistito ottimismo in merito alla possibilità di superare le difficoltà del Paese sfruttando le opportunità di crescita¹³; e si spiegano così anche i gradualisti ma decisi sforzi, dedicati all'articolazione e all'ispessimento degli assetti organizzativi della Banca d'Italia in modo da adeguarli a impegni che includessero l'esame dei principali problemi dell'economia reale e la possibile partecipazione alla definizione di rilevanti decisioni politiche. Tali iniziative sancirono che un'efficace politica monetaria di

l'ingente perdita delle riserve (cfr. *infra*), i rimanenti danni apparvero moderati tanto da consentire un celere ripristino del sistema dei pagamenti in tutto il Paese. Si vedano: Fondazione Luigi Einaudi (da qui in avanti FLE), Archivio Luigi Einaudi (da qui in avanti ALE), Corrispondenza "Paolo Baffi", Baffi a Einaudi, 16 e 23 maggio 1945; ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Introna, Pratt. n. 20, fasc. n. 5, sfasc. n. 5, Capodanno a Einaudi, 20 aprile, 4 e 11 maggio 1945; FLE, ALE, sez. III, 1947, "Banca d'Italia, Servizio Studi Economici, Attività industriali"). Nel luglio successivo, Baffi e Federico Caffè (anch'egli economista presso il Servizio studi) ebbero l'incarico di estendere l'esame dei danni di guerra all'economia italiana nel suo complesso; e, un anno più tardi, Baffi fu invitato da Menichella a riesaminare le sue stime a sostegno delle analisi prodotte dalla delegazione italiana per la Conferenza di Parigi sul Trattato di Pace. Le valutazioni, elaborate da Baffi, furono più pessimistiche rispetto a quelle di Caffè (ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 336, fasc. n. 20 e la nota di Caffè a Baffi, 20 agosto 1945 in ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 336, fasc. n. 21). Esse stimarono – in ambedue i casi – un ammontare di 3.000 miliardi di lire riguardo ai danni diretti (patrimonio edilizio, attività produttive, infrastrutture e trasporti); nella seconda valutazione si stimarono, poi, i costi sopportati dall'Italia per sostenere lo sforzo bellico degli alleati e per pagare le loro truppe e i crediti italiani nei confronti della Germania (nel complesso oltre 2.000 miliardi). Fra l'estate del 1945 e quella del 1946, le valutazioni relative alla composizione dei danni diretti subirono qualche aggiustamento che trovò riscontro anche nel rapporto sulla situazione economica italiana dell'immediato dopoguerra redatto da Per Jacobsson (allora capo economista della Banca dei regolamenti internazionali: cfr. Toniolo, 2005, pp. 287-288 e 297) e dallo stesso Baffi (cfr. ASBI, Carte Baffi, Governatore onorario, Pratt. n. 51, fasc. n. 17; cfr. anche: Baffi 1985, pp. 14-15). A seguito della sua visita in Italia di inizio 1947, Jacobsson effettuò una stesura provvisoria del rapporto (a circolazione interna della BRI) che insisteva con preoccupazione sulle vulnerabilità dell'economia italiana; la seconda e definitiva stesura del rapporto, meno negativa, fu completata nella successiva estate da Baffi con la supervisione dello stesso Jacobsson. Nelle due stesure del "rapporto Jacobsson", si sosteneva che i danni bellici dell'Italia avevano riguardato il 75% del potenziale industriale e avevano fortemente ridimensionato le infrastrutture ferroviarie e marittime (per esempio, si stimava che, a metà del 1945, la marina mercantile italiana disponesse solo di un ottavo del tonnellaggio precedente la guerra). Peraltro, il rapporto sottolineava che il recupero nella produzione industriale e nei trasporti era stato rapido ancorché squilibrato. A fine 1946 la produzione industriale dell'Italia aveva raggiunto in media il 70% del picco prebellico con settori (per esempio, il tessile) ormai al 100%, la ricostruzione delle ferrovie era stata avviata con successo e la stessa marina mercantile (pur se ancora inadeguata rispetto alle esigenze commerciali) aveva recuperato i due terzi della sua precedente capacità. Anche Hirschman (1947a) produsse stime positive e non distanti da quelle della BRI riguardo alla capacità di ripresa dell'economia italiana. La stima dei danni di guerra, subiti dall'Italia, è stata oggetto di ulteriori lavori. Si vedano, per esempio: Saraceno, 1947; De Cecco, 1974; Zamagni, 1998 e 2003.

¹³ Cfr. anche Ciocca, 2018, pp. 23-26.

stabilizzazione non poteva essere avulsa dal resto della politica economica e dal rafforzamento del quadro istituzionale¹⁴.

Il nuovo governatore mirò innanzitutto a garantire la solidità e a rinverdire il prestigio della Banca d'Italia, nel solco di quanto attuato da Bonaldo Stringher in età giolittiana. All'inizio del secolo, Stringher aveva risanato con efficacia e tempestività il bilancio della Banca d'Italia, che era stato gravato dalle perdite e dagli immobilizzi originati dagli scandali e dal salvataggio della Banca Romana; egli si era inoltre adoperato per rafforzare il ruolo tecnico, consultivo e propositivo dell'istituto di emissione nei principali consessi nazionali e internazionali, dove si elaboravano le scelte fondamentali della politica economica e monetaria¹⁵. Similmente, alla fine della Seconda guerra mondiale, Einaudi agì su numerosi fronti. Egli si preoccupò di: rafforzare il bilancio della Banca fortemente appesantito dalla pressoché totale perdita delle riserve auree e dal caos nella circolazione monetaria per la presenza di tre diversi canali di emissione (lire, am-lire, marchi di occupazione); fronteggiare la difficile fase economica seguita all'armistizio; difendere la credibilità dell'istituzione indebolita dall'arresto di Azzolini e dal clamore delle sue vicende giudiziarie¹⁶; ridisegnare l'organizzazione interna della Bancaper dotarla di elevate competenze e professionalità e di adeguati livelli di efficienza; porre, di conseguenza, la Banca stessa al centro delle decisioni di politica economica nazionale, rendendola insostituibile nelle trattative diplomatiche internazionali fra l'Italia e le potenze vincitrici della guerra.

Einaudi compì rapidamente numerose scelte. Egli si avvalse, dapprima, dell'esperienza del passato commissario e direttore generale Introna. Tuttavia, la probabilità di successo del disegno economico-istituzionale del nuovo governatore dipendeva dal soddisfacimento di due condizioni. Primo: il sostegno dell'apparato produttivo del Paese emerso dalla guerra, che era imperniato su un importante pilastro pubblico, su un nucleo di grandi imprese private operanti in settori di buon livello tecnologico (quali, ad esempio, Fiat, Pirelli, Edison, Montecatini) e su un più ampio insieme di imprese attive nei settori tradizionali dell'industria manifatturiera. Secondo: la capacità di ricucire le lacerazioni interne alla Banca d'Italia e instaurare rapporti cooperativi con quelle forze politiche che non si erano compromesse con la dittatura, ma che erano ostili sia alle posizioni comuniste e socialiste sia al radicalismo riformista degli esponenti del Partito d'azione¹⁷.

Introna rappresentava un freno rispetto al perseguimento di queste due condizioni. Avendo assunto un ruolo attivo anche se circoscritto nella condanna di primo grado del passato

¹⁴ Nel maggio del 1945, su richiesta di Einaudi, il primo ministro Bonomi dispose che i ministri inviassero le bozze di tutti i provvedimenti legislativi di carattere economico al governatore della Banca d'Italia (vedi anche *infra*).

¹⁵ I principali eventi nazionali riguardarono l'operazione di conversione della rendita pubblica e i salvataggi industriali dopo la crisi del 1907. Si veda, in proposito: Toniolo, 2022, pp. 206-270. Più in generale, va ricordata la grande stima nutrita da Einaudi nei confronti di Stringher anche in caso di non condivisione di alcune sue scelte (cfr. al riguardo: Nerozzi, 2021, pp. 60-69 e 136-156).

¹⁶ Cfr. Roselli, 2000; Fubini, 2024.

¹⁷ Cfr. Soddu, 1993, pp. 18-29.

governatore Azzolini¹⁸, Introna era percepito come una figura divisiva da membri emergenti della Banca¹⁹; inoltre, pur non possedendo specifiche competenze di economia reale, egli assimilava la salvaguardia delle imprese pubbliche a una scelta di continuità rispetto al passato regime fascista. Con la nomina di Menichella al posto di Introna (aprile 1946, vedi *infra*), Einaudi mise al proprio fianco una figura più funzionale al suo disegno di rafforzamento della compresenza di imprese pubbliche e private (economia mista), in quanto il nuovo direttore generale era forte di una solida esperienza tanto nel settore bancario quanto nel settore delle imprese pubbliche.

Nei prossimi sette paragrafi (par. 2 - 8), cercheremo di fornire e approfondire gli elementi fattuali a sostegno della tesi che la strategia di rinnovamento e di ampliamento del ruolo della Banca d'Italia, attuata negli anni del governatorato di Einaudi, seguì le linee sopra indicate. Tale analisi ci permetterà, nei successivi quattro paragrafi (par. 9 – 12), di concentrare la nostra attenzione sul tema della politica monetaria, gettando luce sul controverso e impegnativo percorso intrapreso dalla banca centrale dalla liberazione del Paese all'approvazione della manovra di stabilizzazione (agosto 1947).

2. Il percorso: l'evoluzione della cornice istituzionale

Per perseguire gli obiettivi specificati alla fine del precedente paragrafo, la Banca d'Italia doveva ottenere un pieno recupero della propria autonomia. Un passo fondamentale riguardò la definizione di nuovi assetti istituzionali che contribuissero al superamento delle passate fragilità ma che, al contempo, non introducessero vincoli troppo stringenti alle prerogative di una banca centrale. In questo quadro, fu fondamentale l'esito della discussione sulla possibile "costituzionalizzazione" della Banca d'Italia che attraversò una parte significativa del governatorato di Einaudi e che coinvolse voci autorevoli della politica e del dibattito scientifico. In sintonia con quanto stava avvenendo in altri paesi europei, l'inserimento di norme sugli obiettivi fondamentali della Banca d'Italia nella nuova Carta costituzionale fu condiviso da posizioni politico-ideologiche anche contrapposte e venne proposto con il fine di accentuare la configurazione pubblicistica della banca centrale mediante la nazionalizzazione delle relative quote proprietarie²⁰. La stessa Commissione economica dell'Assemblea costituente, presieduta dall'economista della Bocconi Giovanni Demaria, non escluse l'ipotesi di una Banca d'Italia trasformata in ente pubblico. Perseguendo – *ante litteram* – una maggiore indipendenza della banca centrale dal potere politico (cfr. anche *infra*, n. 25), Einaudi non

¹⁸ Cfr. Fubini, 2024, pp. 95-131.

¹⁹ Cfr. Gigliobianco, 2006, pp.163-166; cfr. anche *infra*.

²⁰ Andava in questo senso la proposta del Partito comunista italiano (PCI), che era stata avanzata in termini generali dal suo stesso leader, Palmiro Togliatti, in un intervento all'Assemblea costituente del 20 giugno 1947 e poi articolata da Antonio Pesenti. Tale proposta prevedeva, fra l'altro, l'abolizione della carica di governatore e l'attribuzione delle massime responsabilità decisionali a un direttorio allargato, in cui avrebbe dovuto entrare di diritto una rappresentanza sindacale dei lavoratori e una rappresentanza delle cooperative. Nella stessa occasione il segretario del PCI criticò il fatto che Einaudi avesse mantenuto la carica di governatore dopo la nomina a ministro: la decisione "suscita un'impressione singolare [...] perché noi parliamo spesso di controllo del governo sulle Banche e sul credito e quindi anche sulla Banca d'Italia; ma invece qui si crea una situazione particolare nella quale sembra che sia la Banca d'Italia che controlli il governo [...] e questo non è giusto". Il resoconto dei lavori è reperibile nel sito "Come nasce la Costituzione", a cura di Banca Intesa (<https://comenascelacostituzione.it/>).

condivise tali soluzioni. Egli sottolineò che i principi anche rilevanti, che stavano alla base di un sistema economico, erano destinati a evolvere nel tempo; la Costituzione doveva dunque limitarsi a includere norme generali, relative ai diritti fondamentali dei cittadini, senza imporre istituti troppo vincolanti²¹.

Dopo un intenso dibattito in seno all'Assemblea costituente, la decisione fu di non procedere ad alcuna riforma ordinamentale della Banca d'Italia che ne irrigidisse gli obiettivi e le funzioni in cambio di un rango costituzionale. Il governatore e i suoi più stretti collaboratori interpretarono questo risultato come un rafforzamento dell'identità e dei poteri della Banca anziché come un declassamento. Come scrisse Carli, si trattò di una decisione "sapiente" che fu assunta da De Gasperi e condivisa da Saragat dopo la scissione di palazzo Barberini e che contribuì ad affermare l'autonomia della Banca nella gestione della politica monetaria. La scelta fu, dunque, di basare "la costituzione monetaria del Paese su provvedimenti che non dovessero essere contrattati in sede di Assemblea costituente"²².

In continuità con tale decisione, anche il processo di riforma dello Statuto della Banca d'Italia si concluse (aprile 1948) con l'introduzione di poche modifiche che si limitarono a recepire i cambiamenti nel frattempo intervenuti nel più generale quadro politico-istituzionale. Così, si procedette a ricomporre il Consiglio superiore della Banca, per escludere la presenza di membri precedentemente indicati dalle corporazioni, e ad attribuire le nomine all'assemblea generale dei partecipanti; inoltre, la procedura di nomina del governatore e dei due membri del direttorio codificò il coinvolgimento, ben ordinato, delle massime cariche della nuova Repubblica²³.

Naturalmente, l'autonomia della Banca d'Italia non poteva restare confinata al problema, pur fondamentale, dei suoi assetti istituzionali. In parallelo, era necessario disporre di una Banca che operasse a favore di una ripresa delle attività produttive e di un reinserimento della nostra economia in quella dei paesi dell'Europa occidentale. Questa evoluzione avrebbe dovuto anche tenere sotto controllo le tensioni fra le diverse componenti sociali e ricucire le profonde

²¹ Einaudi non percepì contraddizioni tra questa sua enunciazione generale e il forte sostegno all'inserimento in Costituzione della tutela del risparmio, pur se compatibile con l'iniziativa privata (art. 47), e della copertura fiscale delle spese pubbliche (art. 81). Il governatore manifestò comunque un'eccessiva reattività rispetto a potenziali condizionamenti esterni nelle scelte della Banca, rifiutandosi di rispondere al questionario predisposto dalla Commissione Demaria che intendeva raccogliere autorevoli pareri in merito alla possibile definizione dei futuri assetti economici del Paese. Egli si spinse fino a ricordare che il suo rifiuto di contribuire al questionario implicava l'impossibilità per la Banca d'Italia di esprimersi in merito (a prescindere dal fatto che altri esponenti del vertice della Banca decidessero di partecipare alla consultazione a titolo personale). La Banca d'Italia poteva, infatti, parlare come entità "morale" solo mediante il suo governatore (ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 8, fasc. n. 8, sfasc. n. 9, 23 febbraio 1946, Einaudi a Demaria). Nella sua risposta (ivi, 27 febbraio 1946), Demaria accusò Einaudi di "rilievi pregiudiziali non pienamente in accordo con le esigenze del Paese". Anche attraverso la ricostruzione di tale episodio, Fubini (2024, pp. 153-163) ha duramente criticato la posizione di Einaudi, interpretata come una scelta di continuità con il passato.

²² Carli, 1993, p. 80. Il tema fu ripreso, nel corso degli anni Settanta e Ottanta, da una parte importante della dottrina giuridica (cfr. Puccini, 1978, pp. 100 e ss.; Elia, 1986, p. 132).

²³ Secondo il nuovo articolo 19, la nomina del governatore era proposta dal Consiglio superiore ma doveva essere approvata con un "decreto del Presidente della Repubblica, promosso dal presidente del Consiglio dei ministri, di concerto con il Ministro del Tesoro, sentito il Consiglio dei ministri". Lo Statuto venne approvato con il Decreto del Presidente della Repubblica, 19 aprile 1948, n. 482. Si veda in proposito: Croce, 2020, pp. 11 e ss.

lacerazioni di interessi. Dal punto di vista della Banca d'Italia, si trattava di ottenere un autonomo presidio in tre ambiti fondamentali della propria attività: la politica monetaria, la politica valutaria, la vigilanza sul sistema creditizio. Per espletare tali impegni con sufficienti gradi di indipendenza rispetto alle intromissioni della politica, occorreva peraltro che la banca centrale accettasse di operare entro perimetri delimitati: per esempio, nel campo della vigilanza, entro il quadro fissato da un organismo politico, come accadde dal luglio 1947 a seguito dell'istituzione del CICR. Occorreva, inoltre, che la Banca fosse in grado di garantire elevati contenuti tecnici in tutti i suoi campi di intervento.

Il primo dei presidi elencati può apparire scontato. Oggi è, infatti, assodato che una banca centrale abbia la responsabilità di decidere e attuare la politica monetaria dell'area economica, in cui si trova inserita, per perseguire la stabilità dei prezzi e altri eventuali obiettivi macroeconomici²⁴. Tuttavia, fra le due guerre mondiali e per vari anni del secondo dopoguerra, realizzare un assetto del genere era tutt'altro che banale; le competenze per la definizione della politica monetaria erano spesso contese fra i ministeri del Tesoro e le banche centrali e, a volte, anche fra i diversi ministeri economici all'interno del governo²⁵. Per giunta, nell'Italia della seconda metà degli anni Quaranta, i rappresentanti politici convergevano nel ritenere che le decisioni monetarie avessero un impatto rilevante non solo sull'andamento economico di breve termine, come è stato ammesso dalla teoria ortodossa²⁶, ma anche sulle prospettive di sviluppo di lungo termine, come avrebbero poi sostenuto i seguaci più radicali della *Teoria generale* di Keynes²⁷. La politica monetaria non soltanto era considerata come una componente della politica economica, ma veniva anche percepita come inseparabile dalla politica di bilancio. Ecco perché l'esame della politica monetaria verrà dapprima limitato agli aspetti che si intrecciano con la vigilanza e con la politica valutaria.

Il processo, che consentì alla Banca d'Italia di affermare e – poi – di rafforzare il proprio presidio rispetto alle funzioni di controllo e vigilanza sul settore bancario, fu piuttosto complesso in quanto venne distorto e reso urgente proprio da fattori di instabilità monetaria.

Dalla fine del 1942, era diventato inefficace il ricorso a forme dirette del cosiddetto “circuito dei capitali”. Il circuito era parte di un processo finalizzato a minimizzare gli squilibri fra la diminuita offerta aggregata di beni, dovuta all'inevitabile riallocazione delle risorse verso le

²⁴ Si vedano, per esempio: Cukierman, 1992; Goodhart, 1994. Va, peraltro, notato che una branca della letteratura economica ha continuato a sostenere che la politica monetaria e la politica di bilancio sono strettamente legate tanto da dare luogo a forme diverse di ‘dominanza fiscale’. Una prima definizione di ‘dominanza fiscale’ è offerta da: Sargent e Wallace, 1981. Una più recente analisi degli intrecci fra le due politiche è elaborata da: Bassetto e Sargent, 2020. Pur se con un approccio diverso, Benigno *et al.* (2023) esamina un caso di ‘dominanza fiscale’ nell'area dell'euro.

²⁵ Per un'analisi dell'indipendenza delle banche centrali in prospettiva storica, si veda: Toniolo (a cura di), 1988. Per giunta, gli stessi obiettivi delle banche centrali non erano ben definiti. Secondo Panetta (2025, p. 2), addirittura agli inizi degli anni Settanta del Novecento “la stabilità dei prezzi non era ancora [...] l'obiettivo primario” delle banche centrali. Nel prosieguo del presente lavoro, si assume che la Banca d'Italia abbia percorso i tempi e si sia posta l'obiettivo della stabilità dei prezzi fin dal governatorato di Einaudi (cfr. al riguardo: Panetta, 2024, p. 4).

²⁶ Friedman, 1968.

²⁷ Minsky, 1982.

produzioni militari, e la domanda aggregata²⁸. Esso introduceva vincoli alla spesa privata mediante forzose allocazioni delle disponibilità liquide nel mercato dei titoli e restrizioni amministrative imposte agli intermediari finanziari, così da evitare che l'aggiustamento degli squilibri si scaricasse per intero sull'aumento dei prezzi²⁹. Il circuito poggiava, quindi, su forme di "risparmio forzato" che non furono però in grado di contenere l'impennata nella domanda di banconote. Questa domanda venne facilmente soddisfatta a causa dei massicci aumenti nell'ammontare di liquidità immessa da svariate fonti nel sistema economico italiano. Il fenomeno, innescato dalle crescenti esigenze del bilancio pubblico nazionale, si aggravò ulteriormente dopo l'armistizio a causa dell'ingente quantità di moneta che era stata immessa in circolazione nel territorio nazionale sotto la gestione delle truppe alleate nel Mezzogiorno e dei nazisti nel Centro-nord. Fatto è che, fra il 1942 e il 1945, la circolazione monetaria crebbe di 4,9 volte e i depositi bancari di 3,2 volte. Negli stessi anni, l'incremento dei prezzi all'ingrosso (pari a 13,5 volte) e quello del costo della vita (pari a 14,7 volte) superarono di gran lunga i corrispondenti incrementi avvenuti in altri paesi coinvolti nella guerra³⁰.

L'esplosione dell'inflazione ebbe l'effetto di prosciugare una parte dell'eccesso di liquidità rispetto al reddito. Tuttavia, il moltiplicarsi delle attività più liquide sul territorio nazionale contribuì a minare l'efficacia anche delle forme più indirette del circuito dei capitali, finalizzate a trattenere una parte della liquidità al di fuori della circolazione monetaria mediante incentivi alla sottoscrizione di titoli del debito pubblico o alla costituzione di depositi volontari presso il Tesoro o la Banca d'Italia³¹. Tali forme indirette del circuito generarono la formazione di importi ingenti di liquidità presso il settore bancario italiano che furono temporaneamente accantonati in larga parte sotto forma di depositi presso la banca centrale, restando tuttavia pronti a essere reimmessi in circolazione a fronte dell'emergere di impieghi profittevoli. Con l'insediamento del governatore Einaudi, la dinamica inflazionistica già in essere e l'incombente minaccia di ulteriori impennate nella liquidità in circolazione resero evidente l'urgenza, ai fini della stabilità, di ripristinare l'efficacia dei controlli delle autorità monetarie sugli impieghi della liquidità gestita dal settore bancario³².

²⁸ Caracciolo e Gelsomino, 2003, pp. 381-388.

²⁹ Mancini, 1948a, pp. 14-15.

³⁰ Cfr. al riguardo anche: ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 20, "Nota" redatta da Introna, agosto 1944, pp. 380-381.

³¹ Mancini, 1948a, p. 15; Gelsomino, 1998, pp. 263-265; Gigliobianco, 2006, pp. 148-149.

³² Fin dalla seconda metà del 1944, il Servizio studi della Banca d'Italia aveva segnalato che il settore bancario deteneva un eccesso di depositi pronto a essere immesso in circolazione al primo manifestarsi di una ripresa delle attività industriali e commerciali (ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Baffi, Pratt. n. 85, fasc. n. 3, M. Mancini, "Nota sull'andamento dei depositi in Italia e cenni sulla situazione determinatasi a Roma dopo il 4 giugno 1944", non datata, ma presumibilmente di fine 1944). Baffi (1948, pp. 209 e 211-16) aggiunse due elementi: pur tenendo conto della già menzionata erosione subita dal valore reale dei depositi bancari a seguito dei rialzi nei prezzi fra l'armistizio e la fine del 1944, a inizio 1945 il tasso corrente di inflazione era "molto al di sotto dell'inflazione *potenziale*"; inoltre, le prospettive inflazionistiche erano destinate a peggiorare, dato lo straordinario incremento di depositi bancari che si stava registrando nelle aree dove si era allentata "l'onda della guerra". Subito dopo la liberazione, sia Cesare Merzagora che l'economista Ferdinando Di Fenizio, entrambi al vertice del CNLAI, insistettero con Einaudi sui rischi di una forte ripresa dell'inflazione indotta da un'eccessiva espansione creditizia, suggerendo di organizzare incontri con "i grandi banchieri" per acquisire i dati sullo stato di liquidità delle banche e conoscere i loro orientamenti. Cfr., in proposito, Archivio Storico della Presidenza della Repubblica (d'ora in avanti ASPR), Archivio Cesare Merzagora, fasc. n. 3, b. n. 18 "Commissione Centrale

L'obiettivo della stabilità fu reso ancora più pressante dalle trasformazioni attraversate dal sistema finanziario italiano nell'immediato dopoguerra. Anche a seguito dei fenomeni appena ricordati, fra le banche si registrò un forte aumento nel peso delle casse di risparmio e, in minor misura, delle banche popolari con operatività prevalentemente locale o regionale. Inoltre, al di fuori del settore bancario in senso stretto, si assistette a un significativo aumento nel numero degli ICM rispetto a quello, assai limitato, che aveva già operato durante gli anni precedenti la Seconda guerra mondiale nel segmento dei finanziamenti a lungo termine³³. Pertanto, oltre alla necessità di porre sotto controllo il canale bancario di trasmissione della liquidità, la Banca d'Italia ebbe l'esigenza di riaffermare funzioni di controllo e vigilanza rispetto al verificarsi dei rapidi cambiamenti strutturali che interessavano gli intermediari bancari e non bancari. Questo compito era arduo perché richiedeva, in primo luogo, di intensificare i controlli e le ispezioni. Ciò in parte avvenne subito dopo la fine della guerra; infatti, fra il 1946 e il 1948, le ispezioni più che raddoppiarono di numero superando la soglia annua delle 240. Era però anche necessario intervenire nella riorganizzazione del servizio ispettivo che, pur se caratterizzato da un'inattesa efficacia nella complessa opera di gestire le comunicazioni fra via Nazionale, le filiali della Banca nei diversi territori e i singoli istituti di credito, necessitava di massicci inserimenti di ispettori sul campo e di una più funzionale organizzazione degli uffici³⁴.

Nell'ambito della vigilanza, l'obiettivo fu quello di creare le condizioni per il superamento dei limiti normativi legati all'eredità prebellica e bellica. Specie a seguito della legge bancaria del 1936, la Banca d'Italia non deteneva competenze esclusive sulla vigilanza del settore bancario tradizionale ma doveva condividere tale funzione con l'"Ispettorato per il credito e il risparmio" e con il ministero del Tesoro. Prima della guerra, la cooperazione con l'Ispettorato non aveva posto problemi sostanziali in quanto si trattava di un organismo riducibile, con qualche approssimazione, a un'appendice della Banca d'Italia. La direzione dell'Ispettorato era infatti sotto il controllo, diretto o indiretto, del governatore mentre circa il 70% del suo personale era stato distaccato da via Nazionale³⁵. Inoltre, la stessa superfetazione politica, rappresentata dall'organismo di coordinamento dell'Ispettorato, non aveva inciso in modo sostanziale sulle decisioni della Banca rispetto alle attività di vigilanza. Si era, invece, rivelato assai più problematico il rapporto fra la Banca d'Italia e il Tesoro, perché la presenza di questo ministero nel campo della vigilanza apriva la porta a condizionamenti politici in attività che avrebbero dovuto rispondere a criteri esclusivamente tecnici e perseguire obiettivi di stabilità

Economica", "Promemoria di Cesare Merzagora per il Commissario della Banca d'Italia", 27 aprile 1945; ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 38, fasc. n. 1, sfasc. n. 1, 7 maggio 1945, Di Fenizio a Einaudi). Il tema rimase al centro delle analisi del Servizio studi della Banca d'Italia fino alla manovra di stabilizzazione del 1947 (cfr. Mancini, 1948a e 1948b; e *infra*).

³³ Asso e Raitano, 1999.

³⁴ Si veda in proposito la relazione che il responsabile della Vigilanza, Paolo Ambrogio, redasse nell'aprile del 1946 su esplicita richiesta del governatore (ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 16, fasc. n. 2, "Appunto" e, *ivi*, la lettera di Paolo Ambrogio a Einaudi, Vigilanza sulle aziende di credito, 9 aprile 1946). Cfr. Anche, Einaudi, 1993, p. 253.

³⁵ Cfr. Toniolo 2022, pp. 599 e 636-637. Si vedano anche: la nota, redatta da Baffi verso la fine del 1936 e consegnata al governatore Azzolini alla metà di dicembre di quell'anno (ASBI, Direttorio Azzolini, Pratt. n. 72, fasc. n. 1); e Polsi, 2002.

ed efficienza finanziaria. Tali distorsioni divennero ancora più rilevanti dopo il settembre 1944 quando, a seguito della sua dislocazione nel Nord-Italia occupato dai nazisti (settembre 1943), l'Ispettorato fu abolito e gran parte delle sue competenze vennero trasferite al ministero del Tesoro³⁶. Il risultato fu che, proprio nella fase in cui Einaudi cercava di affermare l'autonomia della Banca d'Italia, quest'ultima non aveva solidi presidi sulla vigilanza bancaria perché direttamente subordinata al ministero del Tesoro.

Fra il 1944 e il 1947, la Banca d'Italia rischiò dunque di perdere la propria presa anche sul controllo della liquidità veicolata dai canali bancari. A fronte di funzionari del ministero del Tesoro che svolgevano compiti di vigilanza utilizzando modalità burocratiche e privilegiando i contatti diretti con gli istituti bancari senza il coinvolgimento degli ispettori della banca centrale, divenne più difficile per la Banca salvaguardare la propria autorevolezza nei confronti del settore e introdurre vincoli ai bilanci delle banche in sintonia con gli indirizzi e le esigenze della politica monetaria³⁷. A ciò si aggiunga l'inerzia della politica rispetto alla predisposizione di strumenti legislativi adatti a una situazione economico-finanziaria in rapida evoluzione. Fu emblematico, al riguardo, il mancato varo da parte del ministro del Tesoro (Pietro Campilli) di un decreto sui depositi bancari che era stato proposto dalla Banca d'Italia fra il dicembre 1946 e il febbraio 1947 con il diretto coinvolgimento di Einaudi e del direttore generale Menichella (v. *infra*). Qui non è possibile valutare se tale inazione politica fosse dipesa dalle insufficienti pressioni della Banca d'Italia, dalla debolezza di Campilli e – più in generale – del terzo governo De Gasperi oppure da un più complesso disegno di potere. Fatto

³⁶ Il trasferimento delle attività della Banca d'Italia e di altri organismi di controllo e di vigilanza finanziaria nella parte del Paese sotto l'occupazione nazista rappresenta un capitolo complesso, che si intreccia con l'asportazione delle riserve auree (si vedano al riguardo: ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 20, "Nota" redatta da Introna, agosto 1944, pp. 377-379; Cardarelli e Martano, 2000; Fubini, 2024) e con le vicende giudiziarie del governatore Azzolini (cfr. ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 20, Memoriale non firmato, 10 giugno 1944, pp. 486-489; e ASBI, Pratt. n. 19, pp. 83-103; cfr. anche: Osio, 2022). Qui basti ricordare che, a differenza dell'Ispettorato, fra l'ottobre del 1943 e la fine della guerra, la Banca d'Italia trasferì un numero molto esiguo di dipendenti dal centro al nord Italia mantenendo sempre a Roma l'unità operativa della direzione (Tuccimei, 1993, p. 244 e ss.; si vedano anche i "Memoriali" di Azzolini, in Caracciolo, a cura di, 1992, docc. 68 a, b e c). Anziché ottemperare all'imposizione repubblicana di trasferire al Nord il direttorio e tutti i capi servizio, Azzolini vi istituì una "delegazione temporanea" presso cui egli stesso si insediò per pochi mesi. Peraltro, avvalendosi dell'efficienza della sede di Milano e dell'autorevolezza del suo vecchio direttore (Francesco Sforza), Azzolini garantì al nord un organismo direttivo autonomo sotto la responsabilità dello stesso Sforza, in grado di soddisfare le esigenze degli intermediari bancari lì operanti pur senza attivare significativi spostamenti di uomini e servizi dalla sede di Roma.

³⁷ Il punto emerse con nettezza nella già ricordata relazione del responsabile della Vigilanza, Paolo Ambrogio (cfr. n. 34). La tesi di Ambrogio fu che il passaggio di competenze fra l'abolito Ispettorato e il ministero del Tesoro, dove era stata istituita una Divisione Ispettorato Aziende che manteneva contatti solo sporadici con la vigilanza della Banca, avesse compromesso l'esercizio dei controlli sulle banche e minato la credibilità della Banca d'Italia nei confronti del settore bancario (ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 16, fasc. n. 2, "Appunto" di Paolo Ambrogio per Einaudi, 9 aprile 1946). Risultava quindi urgente pervenire a una più chiara divisione fra i compiti di regolamentazione (definizione degli indirizzi e dei vari livelli normativi), che potevano rimanere di competenza del ministero del Tesoro, e quelli di vigilanza in senso proprio, che avrebbero dovuto essere esclusivamente svolti dalla Banca d'Italia anche con riguardo agli intermediari finanziari non bancari (quali gli ICM).

è che ogni iniziativa legislativa fu subordinata all'approvazione del CICR, che avvenne dopo un processo lungo e tormentato che si perfezionò fra il marzo e il luglio del 1947³⁸.

In questo quadro, diventa chiaro perché la Banca d'Italia salutasse con particolare favore la costituzione del CICR. Infatti, pur senza eliminare il ruolo della politica nel controllo e nella vigilanza del settore bancario, il CICR aveva il vantaggio di ridimensionare il peso del ministero del Tesoro e – soprattutto – di definire una più netta e ragionevole divisione del lavoro con la Banca d'Italia. Pur se in forme tutt'altro che lineari e trasparenti³⁹, l'istituzione del CICR attribuiva alla politica il compito di intervenire sul quadro normativo e sugli indirizzi strategici, mentre la Banca d'Italia riacquisiva la responsabilità di svolgere in modo autonomo e discrezionale l'attività di vigilanza, di ispezione e di attuazione (*enforcement*) delle regole e delle sanzioni sul settore bancario. Per giunta, tale riassetto istituzionale creava i presupposti per consolidare quell'estensione dei compiti di vigilanza della banca centrale nei confronti degli ICM, che era già stata avviata nell'autunno del 1946. Il punto era di particolare rilievo data l'espansione, già sopra notata, di questi intermediari finanziari.

Va, comunque, ricordato che l'istituzione del CICR non risanò tutte le lesioni che erano state recate all'autonomia della Banca d'Italia e al suo ruolo di “banca delle banche”, come sancito dalla legge bancaria del 1936 e rafforzato dai provvedimenti normativi del biennio successivo. Al riguardo un aspetto, che avrebbe condizionato a lungo il peso effettivo dei governatori all'interno del CICR, riguardò lo spinoso tema delle nomine degli istituti di credito. Infatti, con la soppressione dell'Ispettorato nel 1944, era stata abrogata la norma che riservava a quell'istituto (di fatto, al governatore) il potere di proporre al Presidente del consiglio i nomi per i vertici delle casse di risparmio. Dopo il 1944, tale potere e le funzioni connesse furono poste nelle mani del ministro del Tesoro. All'atto della sua costituzione, il CICR ottenne il controllo sull'intero processo decisionale relativo alle nomine; tuttavia, non essendo stato esplicitamente previsto dal suo statuto, esso non ripristinò il precedente potere di “proposta” riservato al governatore. Questa lesione dell'autonomia della banca centrale fu rilevata da Menichella che, poco dopo la sua nomina a governatore, sollecitò il parere dell'Avvocatura generale della Banca circa la possibilità di riacquisire quel potere. I pareri non furono, però, confortanti⁴⁰.

A ciò va aggiunto che il percorso per la costituzione del CICR fu oltremodo tortuoso: venne scelta una “strada lunga e non necessaria” che passava dall'Assemblea costituente e che, come ha sottolineato Paolo Baffi, irritò non poco Einaudi e Menichella sostenitori di soluzioni e

³⁸ Si tornerà su questi temi esaminando le scelte di politica monetaria (si vedano, in particolare, i paragrafi 10, 11 e 12).

³⁹ Il problema della separazione dei poteri finiva per investire aspetti specifici ma importanti della vigilanza bancaria e finanziaria. Esso fu alimentato da norme farraginose, che, fino al termine degli anni Cinquanta, vennero modificate e applicate in modi discontinui e attribuirono poteri variabili ad altri ministeri (oltre a quello del Tesoro). Ciò può essere soprattutto spiegato dagli incerti confini fra vigilanza sulle banche e vigilanza sugli ICM.

⁴⁰ I testi, relativi ai quesiti di Menichella e alle risposte dell'avvocatura, si trovano in: ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Carli, Pratt. n. 86, fasc. n. 1, “Appunti” di Mario Fresi, 28 agosto 1948 e 1° settembre 1948.

interventi molto più rapidi⁴¹. Come si è accennato (ma si vedano soprattutto i successivi paragrafi 10, 11 e 12), nel corso del duro inverno 1946-'47, la Banca d'Italia si era convinta della necessità di varare una manovra di stabilizzazione degli aggregati creditizi e aveva, quindi, manifestato l'esigenza di disporre di quelle nuove norme di disciplina dei depositi bancari subordinate dal governo al varo del CICR. A inizio luglio 1947, il ruolo preminente di Einaudi nel quarto governo De Gasperi e il suo stretto rapporto con i nuovi ministri del Tesoro (Gustavo del Vecchio) e delle Finanze (Giuseppe Pella), che egli stesso aveva contribuito a designare e che aveva il compito di coordinare, resero possibile la definitiva approvazione del CICR. A tale riguardo, fu anche importante il ruolo svolto da Ugo La Malfa. Dal febbraio 1946 al febbraio 1947, La Malfa aveva collaborato con Einaudi nell'inedito incarico di "consulente" personale del governatore (cfr. paragrafo 5); poi, posto fine a quell'incarico, egli era diventato presidente dell'influente Commissione permanente per l'esame dei progetti di legge in sede Costituente, contribuendo a velocizzare l'*iter* di approvazione del CICR.

Fatto è che la creazione del CICR fu deliberata dal Consiglio dei ministri il 23 aprile del 1947. La Commissione, presieduta da La Malfa, se ne occupò nel mese di maggio e arrivò a una decisione l'11 giugno, data la necessità di ottenere la preventiva approvazione del testo definitivo dell'art. 47 della Costituzione. Il lungo processo poté dirsi concluso soltanto il 3 luglio dello stesso anno con l'approvazione definitiva del decreto; la prima riunione del CICR si tenne il successivo 2 agosto con l'approvazione della manovra di stabilizzazione.

Nel corso dei mesi spesi per il varo del CICR, la posizione di Einaudi pesò rispetto a due decisioni di dettaglio ma indicative e rilevanti: l'attribuzione della presidenza del CICR al ministro del Tesoro, anziché al Presidente del Consiglio; la riduzione del numero di ministri inclusi come componenti istituzionali del Comitato⁴². La scelta di contenere la presenza politica del CICR fu corroborata dal forte peso assunto, sin dall'inizio, dai vertici della Banca d'Italia. Il verbale della prima riunione del CICR fu ampiamente coperto da un intervento-relazione di Menichella, che espose ai ministri le scelte tecniche per definire i criteri del nuovo regime di riserva obbligatoria funzionale alla manovra di stabilizzazione monetaria, e dalla discussione sugli altri provvedimenti collegati, fra i quali la controversa decisione di costituire il Fondo per le industrie meccaniche (FIM)⁴³.

Anche l'acquisizione del presidio sulla politica valutaria fu un'operazione complessa. Sin dagli anni Trenta, la Banca d'Italia era stata di fatto estromessa dalla gestione dei problemi valutari che era stata direttamente attribuita prima a un "segretariato" e, poi, a un apposito ministero guidato da Felice Guarneri. Nel corso del 1944, il commissario della Banca, Niccolò

⁴¹ Cfr. ASBI, Banca d'Italia, Carte Baffi, Servizio studi, Pratt. n. 8, fasc. n. 10, Memoria su "Inflazione postbellica, stabilizzazione e riserve obbligatorie", non datata (ma giugno 1949) e non firmata (ma presumibilmente di Marcello Mancini). Si vedano anche Baffi, 1986, pp. 115-116 e Baffi 1963, pp. 268-269.

⁴² Venne escluso il ministro delle Poste (in quel governo, Umberto Merlin) che se ne lamentò formalmente (cfr. ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt., n. 32, fasc. n. 3, Merlin a Einaudi, 23 agosto 1947). In effetti, data la rilevanza del circuito finanziario postale, quel ministro avrebbe avuto più titolo per fungere da membro del nuovo Comitato rispetto ad altri componenti (per esempio, i ministri dell'Industria e dei Lavori pubblici, che sarebbero stati presto coinvolti in altre funzioni di vigilanza finanziaria).

⁴³ Il testo del verbale è in: Cotula, Gelsomino e Gigliobianco, a cura di, 1997, Documenti e discorsi, n. 17, pp. 246-255. Nel prosieguo, esso sarà citato come: Menichella, 1947d.

Introna, fu però in grado di varare una profonda riforma della materia con il benevolente appoggio degli Alleati. I primi provvedimenti del gennaio 1945, che coincisero con l'ingresso di Einaudi a via Nazionale, assicurarono così due importanti risultati: l'abolizione di uno specifico ministero dedicato ai problemi valutari; e la trasformazione dell'“Istituto nazionale per i cambi con l'estero” (INCE) nel neonato Ufficio Italiano dei Cambi (UIC).

Specie la costituzione dell'UIC, presieduto per legge dal governatore e posto sotto il controllo della Banca d'Italia⁴⁴, assicurò a quest'ultima la preminenza nella gestione della politica valutaria rispetto alle preesistenti competenze del ministero del Tesoro e di quello del Commercio con l'estero⁴⁵. Aspetto non irrilevante fu poi la scelta della nuova denominazione, voluta espressamente da Einaudi: “Ufficio” al posto del precedente “Istituto”. Il messaggio, implicito ma chiaro, era che la trasformazione degli assetti in materia valutaria fosse prodromica a superare il regime di monopolio dei cambi che la riforma istituzionale aveva concentrato nell'UIC e ad affermare gradualmente condizioni più favorevoli per gli scambi di mercato e per una maggiore libertà nei movimenti internazionali dei capitali sotto la guida della banca centrale. Infatti, la scelta di costituire un “Ufficio”, e non un “Ente”, stava appunto a indicare l'orizzonte temporale più limitato della nuova istituzione che avrebbe detenuto ed esercitato, *pro tempore*, il monopolio delle risorse valutarie italiane.

Di fatto, il percorso di snellimento della politica valutaria fu più complesso del previsto. Tuttavia, la Banca d'Italia governò con sapienza il processo di unificazione del mercato dei cambi, scoraggiando l'attrattività degli scambi informali e superando in tre anni la vigenza di cambi multipli nei confronti del dollaro⁴⁶. Non a caso l'Italia fu il primo, fra i paesi non appartenenti al gruppo dei vincitori bellici, a essere ammesso agli accordi di Bretton Woods, riuscendo a mantenere a lungo la stabilità della parità centrale della lira.

3. Gli strumenti: l'autonomia dal Tesoro

Per far sì che i cambiamenti della cornice istituzionale, descritti nel precedente paragrafo, si traducessero effettivamente in una sua maggiore autonomia, era necessario che la Banca d'Italia riacquisisse il controllo dei propri strumenti di intervento e li utilizzasse per incidere sulla politica economica del Paese. Prima ancora delle pur fondamentali decisioni di politica monetaria che maturarono nell'agosto del 1947, tale risultato fu raggiunto grazie a tre

⁴⁴ Secondo la dottrina più accreditata, l'UIC era un ente strumentale della Banca d'Italia. Oltre alla presidenza di diritto attribuita al governatore e alla larga rappresentanza in Consiglio di membri di sua indicazione o provenienza, la Banca aveva fornito il fondo di dotazione ed era tenuta a trasferire i mezzi in lire per l'acquisto delle valute. Si veda, in proposito, Ufficio Italiano dei Cambi, 1995.

⁴⁵ Non mancarono accese controversie politiche. A lungo Cesare Merzagora, ministro del Commercio estero nel quarto governo De Gasperi, cercò di modificare la natura istituzionale dell'Ufficio. In una lettera al presidente del Consiglio dell'ottobre 1947, Merzagora osservò che, in condizioni di diffuso protezionismo, “dove ogni direttiva in materia di scambi commerciali con l'estero e di controllo dei cambi promana dal mio ministero, l'Istituto dei Cambi non può che dipendere dal Ministero stesso. Altrimenti alla mia amministrazione verrebbe a mancare, come attualmente manca, la leva principale di comando”. Realisticamente, Merzagora propose a De Gasperi di attribuire la nomina del direttore generale dell'UIC al ministero del Commercio estero, mentre il governatore avrebbe mantenuto la carica di presidente (Merzagora a De Gasperi, 10 ottobre 1947, FLE, ALE, carte Einaudi, sez. II, Corrispondenza, fasc. “Merzagora”).

⁴⁶ Il punto suscitò controversie anche all'interno della banca centrale, che coinvolsero Einaudi, ormai Presidente della Repubblica, Baffi e Caffè. Cfr. al riguardo: Visco, 2010. Si riprenderà il tema nel successivo paragrafo 8.

passaggi: il ripristino del controllo sulla dinamica degli aggregati monetari; la gestione del conseguente impatto sul finanziamento dell'economia; la definizione dei suoi crediti verso il settore reale. Questo paragrafo affronta, dapprima, il tema della sistemazione dell'ingente credito che la Banca d'Italia aveva acquisito nei confronti dell'IRI per poi dedicarsi, in termini generali, agli altri due argomenti. Il paragrafo successivo esamina, invece, i due prestiti pubblici a medio e lungo termine concepiti e definiti dalla Banca d'Italia: il Prestito della Liberazione, lanciato nell'aprile del 1945, e il Prestito della Ricostruzione, varato fra la fine del 1946 e i primi giorni del 1947.

I complessi rapporti di debito fra l'IRI e la Banca d'Italia, che avevano permesso il salvataggio di una parte significativa del settore bancario italiano durante la grande depressione, erano già stati definiti alla fine del 1936⁴⁷. Si era allora convenuto che tali rapporti fossero riconducibili a due fonti: un debito della *holding* IRI nei confronti della banca centrale, non ancora coperto e pari a poco meno di 4 miliardi di lire (3.943 milioni); e un analogo debito pregresso ma già 'sistemato' (cfr. *infra*) e pari a 765 milioni di lire. La risoluzione della parte in essere di questo consistente debito, che nel 1936 equivaleva – grosso modo – al 3,7% del reddito nazionale, si era sostanziata in un artificio contabile molto penalizzante per la Banca d'Italia. Infatti, l'orizzonte di estinzione del debito era stato fissato al 1971, mentre la copertura della corrispondente posizione debitoria era stata articolata in due passaggi. Primo, l'IRI avrebbe proceduto all'immediato trasferimento alla Banca d'Italia di titoli di stato a lungo termine per un valore di 865 milioni di lire, pari a meno del 22% dell'ammontare del debito in essere, mantenendo peraltro la titolarità degli interessi su quei titoli. Secondo, l'IRI avrebbe estinto il rimanente 78% del debito (ossia 3.078 milioni di lire) e si sarebbe impegnata a pagare i relativi rendimenti (pari allo 0,75%), versando alla Banca d'Italia proprio gli stessi interessi – incassati dall'IRI – sui titoli di stato a essa trasferiti.

Va notato che tale procedura era completata dall'incorporazione degli effetti della precedente restituzione di una parte del debito pregresso, che aveva seguito uno schema analogo ai due passaggi appena illustrati: il trasferimento alla Banca d'Italia di titoli di stato a lungo termine per un valore di 765 milioni di lire, assicurando però all'IRI la disponibilità dei corrispondenti interessi. La rendita (3,5% annuo), che sarebbe maturata sui titoli di valore pari a 1.630 milioni (865 + 765), sarebbe stata esattamente sufficiente per coprire lo *stock* restante di debito e i relativi rendimenti (0,75%) entro la fine del 1971.

È evidente l'artificiosità e – insieme – la lungimiranza della procedura, appena descritta, per la sistemazione della posizione debitoria dell'IRI. L'artificiosità risiedeva nel fatto che la Banca d'Italia aveva dovuto accettare un contratto, in base al quale un credito della durata di trentacinque anni veniva coperto mediante un immediato trasferimento di attività poco liquide (titoli di stato non facilmente negoziabili perché gravati da una servitù sugli interessi) e la

⁴⁷ Si veda il promemoria, redatto dal direttore generale del Tesoro (Paolo Grassi) per il ministro delle Finanze Thaon di Revel e pubblicato in Guarino e Toniolo, a cura di, 1993, pp. 871-882. Si vedano anche: il "rapporto Kamark", predisposto da Menichella per la Sotto-commissione delle Finanze della Commissione alleata di controllo (2 luglio 1944, ripubblicato in Cotula, Gelsomino e Gigliobianco, a cura di, 1997; cfr. in particolare: *ivi*, pp. 168-171); e la nota di Menichella per il governatore Einaudi del 16 aprile 1946, datata due giorni prima del suo passaggio dall'IRI alla Banca d'Italia (anch'essa in Cotula, Gelsomino e Gigliobianco, a cura di, 1997, pp. 186-188).

successiva corresponsione annuale di rendimenti nominali che avrebbero dovuto essere incorporati nelle attività già trasferite. Pertanto, l'IRI stava restituendo larga parte del suo debito (poco meno dell'80%) mediante la duplicazione dello stesso trasferimento e stava pagando, nella sostanza, tassi nominali di interesse tendenti a zero. La lungimiranza della soluzione consisteva nell'aver, in questo modo, liberato l'IRI da un giogo che – altrimenti – avrebbe portato la *holding* al fallimento con gravi conseguenze per la stabilità del sistema economico italiano e per le prospettive della ricostruzione post-bellica⁴⁸. Fatto è che, nel giugno 1944, il commissario Introna scrisse al ministro del Tesoro, Soleri, per chiedere la revisione del contratto in vigenza⁴⁹; in risposta, il direttore generale dell'IRI (Menichella) sostenne presso lo stesso ministro che il contenzioso era stato sistemato in via definitiva e che tale contratto non poteva, quindi, essere ridefinito⁵⁰. Con la nomina di Menichella a direttore generale della Banca d'Italia, Einaudi archiviò il problema accettando la tesi dell'IRI⁵¹.

La Banca d'Italia aveva difficoltà ancora più impellenti da affrontare e risolvere. Si è già accennato che, durante la prima fase bellica, il circuito dei capitali era stato efficace nel mantenere sotto relativo controllo la dinamica inflazionistica; tuttavia, a cavallo dell'armistizio, il "circuito" non era più riuscito ad arginare l'impatto dell'eccesso di liquidità in circolazione anche a causa della divisione dell'Italia in due tronconi. La progressiva presenza delle truppe alleate anglo-statunitensi nel Mezzogiorno (sbarcate in Sicilia il 10 luglio e a Salerno il 9 settembre del 1943) aveva portato alla concentrazione delle truppe tedesche nel Settentrione. Nel Sud Italia, gli alleati stampavano am-lire. Nel Centro-nord, invece, i nazisti esercitavano forti pressioni sulla circolazione imponendo marchi tedeschi come mezzo di scambio e, soprattutto, richiedendo ingenti contributi mensili in lire che furono versati dalla sede di Milano della Banca d'Italia alla Repubblica Sociale Italiana (RSI). Gli importi andavano a finanziare le spese di occupazione e pesavano direttamente su un bilancio

⁴⁸ Esula dai nostri intenti esaminare il ruolo dell'IRI nell'economia italiana del secondo dopoguerra, derivante dalle vicende degli anni Trenta. Si vedano, al riguardo, i sei volumi dedicati alla storia della società e, in particolare: Castronovo, a cura di, 2012; Amatori, a cura di, 2013; Ciocca, 2015. Si veda anche: Barca, a cura di, 2010.

⁴⁹ ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 20, Introna a Soleri, 27 giugno 1944. Introna aveva redatto un promemoria su richiesta di Soleri, in cui - fra l'altro - si affermava: "sono evidenti l'assurdità di questa convenzione e la necessità che nell'interesse del Paese l'Istituto di Emissione venga sollecitamente liberato da un immobilizzo di questo genere". Si vedano anche: la "Notizia riservata" inviata da Introna, al segretario del Tesoro, Antonio Manes, il 16 giugno 1944: ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 20, pp. 367-368 e 376; e ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 16, pp. 129-150.

⁵⁰ Si rinvia alle relazioni di Menichella citate nella precedente n. 47.

⁵¹ Nonostante ciò, il governatore aveva percepito da tempo che le modalità di rimborso del debito da parte dell'IRI erano penalizzanti per la Banca d'Italia. Nelle pagine del suo *Diario* del 19 luglio 1945 (1993, p. 461), Einaudi annotò infatti che - secondo Introna - questo rimborso stava avvenendo con "i frutti di titoli" di proprietà della Banca d'Italia cosicché "in realtà" la Banca stava rimborsando "a se stessa i debiti di un altro". D'altra parte, già nel marzo 1945, Einaudi aveva chiarito al ministro Bonomi che la Banca d'Italia non avrebbe più accettato di sottoscrivere analoghi contratti di debito; e tale rifiuto era stato ribadito al ministro Corbino nel successivo novembre, escludendo tassativamente un intervento del CSVI a favore dell'IRI per mancanza di garanzie (cfr. ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Introna, Pratt. n. 44, fasc. n. 1, sfasc. n. 2, Einaudi a Corbino, 18 novembre 1945). A ciò si aggiunga che, già nel 1938, Baffi aveva chiarito i passaggi formali del rimborso e aveva avanzato dubbi sull'effettiva attuazione (cfr. "Nota sui calcoli finanziari relativi alla sistemazione del debito dell'IRI verso la Banca d'Italia", in APPB, Carte Baffi, Fregene, fald. n. 2, fasc. n. 2).

pubblico in squilibrio nonostante l'impatto dell'inflazione⁵². Inoltre, l'esercito tedesco era riuscito ad accaparrarsi, in via definitiva, sia l'oro sia altre componenti della ricchezza pubblica italiana a titolo di risarcimento per lo sforzo bellico volto a difendere il proprio alleato, ormai arroccato nella Repubblica di Salò⁵³.

La conseguenza fu che, alla fine della guerra, la Banca d'Italia si trovò nella necessità di risolvere preliminarmente numerosi problemi prima di riacquisire il controllo delle emissioni monetarie: contrastare l'impatto delle circolazioni parallele, legate alla presenza di am-lire nel Mezzogiorno e alla più limitata quantità di moneta tedesca nel nord; gestire la drammatica carenza di riserve, determinata dalla sottrazione delle riserve auree e dal lungo e incerto percorso per il loro auspicabile ma parziale recupero; porre sotto controllo l'offerta di liquidità da parte del settore bancario e i flussi monetari immessi nel sistema economico per soddisfare le esigenze delle spese in disavanzo provenienti dal ministero del Tesoro (la cosiddetta circolazione "per conto del Tesoro")⁵⁴.

Nell'agosto 1945, Einaudi elaborò un primo progetto per riconquistare spazi di autonomia della Banca d'Italia riguardo alla gestione della base monetaria, riassumendo il monopolio del signoraggio e opponendosi al ruolo di "banca del Tesoro" che era stato già stigmatizzato dalla legge bancaria del 1936. Dopo lunghi e serrati confronti con le Autorità finanziarie alleate, che sfociarono nel decisivo accordo fra De Gasperi e Stone del febbraio 1946⁵⁵, Einaudi ottenne di centralizzare nuovamente le funzioni di emissione di moneta legale presso la banca centrale. Inoltre, grazie alla qualificata partecipazione della Banca d'Italia (anche con figure apicali) nelle delegazioni nazionali per i consessi internazionali (cfr. i successivi paragrafi 7 e 8), egli contribuì in modo sostanziale al raggiungimento di accordi, alla concessione di aiuti e al conseguente, parziale, ripristino delle riserve valutarie⁵⁶. Infine, seguendo – in prima battuta

⁵² Le prime stime, relative agli effetti sulla circolazione degli accordi raggiunti fra la RSI e l'esercito tedesco, arrivarono sul tavolo di Einaudi a seguito del già menzionato viaggio di Baffi e di altri funzionari della Banca nel nord Italia (cfr. n. 12). In quell'occasione, Baffi produsse una serie di statistiche relative alle anticipazioni straordinarie della Banca d'Italia e al regolamento dei pagamenti fatti a favore del Reich. Si trattava di importi mensili che variavano mediamente fra i 10 e i 20 miliardi di lire e che venivano versati su due conti fruttiferi intestati all'ambasciatore tedesco in Italia, uno a Verona e l'altro a Milano. Si veda FLE, ALE, Corrispondenza "Paolo Baffi", Baffi a Einaudi, 23 maggio 1945.

⁵³ Cfr. il già citato: Cardarelli e Martano, 2000.

⁵⁴ Secondo alcune stime interne prodotte dal Servizio studi della Banca d'Italia, dall'8 settembre 1943 alla fine di settembre 1945, in Italia furono emessi più di 240 miliardi di lire: 138 miliardi circa (poco più del 57%) per conto della RSI nel Centro-nord, al fine prevalente di coprire il contributo mensile per le spese di occupazione riconosciuto alle forze armate tedesche dall'amministrazione fascista; 74 miliardi circa (il 31%) per conto degli Alleati operanti nel Mezzogiorno; quasi 30 miliardi (poco più del 12%) per conto del governo italiano. Si dovevano poi aggiungere le emissioni dirette di liquidità da parte degli alleati (le cosiddette am-lire), che circolavano a sud di Roma per un ammontare di poco superiore ai 66 miliardi, e i marchi di occupazione introdotti dalle truppe tedesche e in circolazione nel nord del Paese. Si vedano, in proposito, le note redatte da Marcello Mancini, in ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Baffi, Pratt. n. 85, fasc. n. 3, "Vicende della circolazione dei biglietti di Banca d'Italia dal 1942 a oggi", giugno 1944 con successivi aggiornamenti.

⁵⁵ Si veda, in proposito, ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 11, Stone a Parri ed Einaudi, 1° novembre 1945; ASBI, Banca d'Italia, Segretariato, Pratt. n. 1072, fasc. n. 5, sfasc. n. 3, De Gasperi a Einaudi, 4 gennaio 1946 e Corbino a Einaudi, 29 gennaio 1946 con cui si trasmette il testo dell'accordo. Cfr. anche *infra*.

⁵⁶ Come sarà chiarito nei paragrafi 7 e 8, i due punti sono strettamente collegati in quanto furono cruciali per stabilire la ripartizione delle spese belliche nel territorio italiano dopo l'armistizio. Peraltro, le riserve valutarie

– la propria impostazione liberale, egli concentrò lo sforzo per il controllo della circolazione monetaria sull’attenuazione dei nessi con il bilancio pubblico piuttosto che sul contenimento della liquidità del settore bancario.

Torneremo sul problema del ruolo svolto dal canale bancario in sede di discussione delle scelte di politica monetaria (cfr. i paragrafi 9-12). Qui è invece importante concentrarsi sugli sforzi di Einaudi per sottrarre la Banca d’Italia alle pressioni politico-istituzionali relative all’automatico finanziamento dei disavanzi pubblici mediante emissione di nuova moneta. Le principali iniziative per il conseguimento di questo obiettivo furono tre.

La prima si concretizzò in una ferma opposizione nei confronti dei progetti di riforma incentrati sul cambio della moneta e sui connessi provvedimenti di finanza straordinaria. Dopo che la liberazione del Nord Italia aveva reso superflua la stampigliatura dei biglietti in circolazione volta a evitare surrettizie immissioni di lire accantonate o fabbricate dalla Germania, Einaudi mostrò preoccupazione per le proposte, avanzate dal ministro delle Finanze Mauro Scoccimarro e sostenute dalla sinistra di governo, favorevoli al cambio della moneta e dei titoli al portatore e all’istituzione di un’imposta patrimoniale straordinaria⁵⁷. Il governatore ebbe ben chiaro che il fine principale del cambio della moneta consisteva nell’estensione della possibile imposta straordinaria sul patrimonio anche alla ricchezza detenuta in forme liquide. Pur non essendo – in linea di principio – contrario a imposte patrimoniali⁵⁸, Einaudi ritenne che l’attuazione dell’imposta disegnata da Scoccimarro avrebbe avuto due effetti negativi: incentrandosi sulla ricchezza liquida, sarebbe stata regressiva perché destinata a colpire soprattutto i piccoli risparmiatori⁵⁹; inoltre, aumentando la velocità di circolazione della moneta, avrebbe reso più difficile il controllo degli aggregati monetari da parte della Banca d’Italia e avrebbe finito per innalzare i consumi e alimentare l’inflazione⁶⁰. Ciononostante, il governatore adempì con rigore ai suoi doveri istituzionali per l’organizzazione del cambio della moneta e mise in atto un progetto molto accurato per definire tutti i dettagli dell’operazione⁶¹. Einaudi non nascose, però, la sua avversione al cambio della moneta e, in

raggiunsero un livello di sicurezza come effetto indiretto dell’accantonamento a bilancio pubblico su una parte dei corrispettivi in lire dei benefici erogati nella prima fase del Piano Marshall (cfr. al riguardo: Fauri, 2010, cap. 4). Nella seconda fase di quel Piano, l’Italia utilizzò invece una quota elevata degli aiuti per innescare un processo di crescita. Il ruolo del Piano Marshall per lo sviluppo economico italiano tra la fine degli anni Quaranta e il decennio Cinquanta non è affrontato nel presente lavoro. Oltre a Fauri (2010), un utile riferimento sulle conseguenze del piano per l’economia italiana è Bianchi e Giorcelli, 2023.

⁵⁷ Scoccimarro, 1956; Mori, 1987.

⁵⁸ Faucci, 1986, pp. 189-192 e 350.

⁵⁹ Non è qui possibile entrare nel merito dell’iniziativa di politica fiscale sostenuta da Scoccimarro. Basti notare che la critica, avanzata da Einaudi, si fondava sul fatto che l’incidenza delle componenti più liquide della ricchezza era maggiore per i meno abbienti. Si trattava, quindi, di una critica di natura fattuale e non analitica. In linea teorica, sarebbe stato infatti possibile applicare aliquote differenziate sui diversi tipi di attività finanziarie correlandole direttamente al grado di illiquidità. Va peraltro ricordato che un esperto di finanza pubblica, come Sergio Steve, sostenne che l’introduzione di aliquote progressive avrebbe reso inattuabile il progetto di Scoccimarro (cfr. Steve, 1947).

⁶⁰ Baffi, 1963, pp. 263-265. Si veda anche: Banca d’Italia, 1948, pp. 137-138.

⁶¹ Si veda ASBI, Banca d’Italia, Segretariato, Pratt. n. 1450, fasc. n. 5, “Nota”, 12 gennaio 1946. Questo testo definiva i rapporti con gli alleati per la produzione della nuova moneta e le modalità di trasporto e di sicurezza collegate al “cambio”. Einaudi non mancò di tornare più volte sul tema rispondendo alle critiche ricevute da

sintonia con Menichella, non si rammaricò per il furto degli strumenti di riproduzione dei biglietti di nuova emissione (luglio 1946) che segnò, di fatto, la fine del duplice progetto di Scoccimarro⁶².

La seconda iniziativa, più propositiva anche se non meno problematica, fu la definizione di nuovi rapporti con il Tesoro proprio in materia di finanziamento della spesa pubblica. Si è già accennato che i passaggi più importanti al riguardo furono effettuati nel corso del 1945 e del 1946. Qui basti ricordare che, approfittando dell'antica consuetudine con il ministro Soleri, nel marzo del 1945 Einaudi riuscì a sospendere con un decreto le anticipazioni straordinarie della Banca d'Italia a favore del Tesoro⁶³.

Ciò portò alla terza iniziativa, strettamente collegata alla seconda: il supporto anche tecnico al lancio di due prestiti straordinari, con cui il Tesoro si ripresentò sui mercati per finanziare i propri disavanzi. Si trattò del Prestito della Liberazione (primavera-estate 1945) e del Prestito della Ricostruzione (autunno 1946). Come si specificherà nel prossimo paragrafo, il primo ebbe un buon successo drenando liquidità temporaneamente tesaurizzata. Anche in virtù di tale risultato e di un andamento dell'economia che era stato sorprendentemente favorevole nel primo anno del suo governatorato, Einaudi convinse i successori di Soleri al Tesoro (prima Corbino e, poi, Bertone) a predisporre le procedure per il lancio di un secondo prestito pubblico che fu effettivamente emesso nel novembre del 1946. Questa seconda emissione di titoli a lungo termine ebbe però esiti assai più controversi, anche se si concluse con significativi incassi. Nel complesso, dunque, i due prestiti portarono a una riduzione dello *stock* di spesa pubblica da coprire mediante monetizzazione. Essi contribuirono, probabilmente, a facilitare l'*iter* di un provvedimento legislativo che legittimò il temporaneo accordo raggiunto con Soleri e vietò il ricorso automatico del Tesoro alle anticipazioni

osservatori esterni. Nella sua già citata lettera a Giovanni Demaria (ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 8, fasc. n. 8, sfasc. n. 9, 31 gennaio 1946), il governatore sottolineò di essere ricorso a mezzi di fortuna per produrre 300 miliardi di lire in nuovi biglietti e 200 miliardi di lire in titoli provvisori entro i termini richiesti dalle autorità italiane. Il governatore si difese dalle accuse di aver così inutilmente dilapidato risorse pubbliche per prepararsi a un'operazione che non sarebbe mai stata effettuata e che difficilmente sarebbe stata gestita dalla Banca d'Italia. Una curiosa conferma del suo meticoloso impegno nell'operazione è desumibile da un ulteriore passo della stessa lettera a Demaria: secondo Einaudi, l'articolazione post-bellica delle dipendenze del settore bancario non avrebbe assicurato una copertura territoriale sufficientemente capillare da garantire un efficace cambio della moneta e dei titoli al portatore in tutte le aree del Paese. Finora non si è considerato che una tale carenza si aggiungeva alle molte ragioni che spinsero il governatore ad abolire la sospensiva rispetto all'apertura di nuovi sportelli bancari (cfr. sotto, paragrafo 6).

⁶² Faucci, 1986, pp. 349-350; Barucci, 2008, pp. 45-52. In una memoria del settembre 1945, anche Baffi esprime perplessità sul cambio della moneta per la complessità tecnica e per le difficoltà organizzative (inclusa la preparazione degli sportelli e i presidi di sicurezza) dell'operazione (cfr. APPB, Carte Baffi Fregene, fald. n. 3, fasc. n. 6). I verbali delle riunioni, che - fra l'ottobre e il dicembre 1945 - si svolsero in Banca d'Italia per predisporre gli aspetti tecnici del cambio della moneta, sono in ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 19. Sarà importante tenere conto della datazione degli eventi descritti, quando esamineremo le tappe del Prestito della ricostruzione (cfr. il successivo paragrafo).

⁶³ ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, Pratt. n. 32, fasc. n. 1, "Appunto" non datato e non firmato ma contrassegnato "Studi". Inoltre, in quel contesto, si stipulò anche una convenzione che obbligava il Tesoro a rimborsare gli interessi sui depositi vincolati in conto corrente presso la Banca d'Italia.

straordinarie della Banca d'Italia per la copertura del disavanzo pubblico. Il disegno di legge, presentato nel giugno 1947, fu definitivamente approvato nel maggio 1948.

Per rafforzare la strategia di controllo della base monetaria rispetto ai fabbisogni pubblici, Einaudi utilizzò anche la propria posizione di presidente del CSVI. Come già accennato, la presidenza di quell'organismo era tornata nelle mani del governatore⁶⁴. Fin dai primi mesi del 1945, il governatore-presidente introdusse modifiche sostanziali agli ambiti di intervento del Consorzio, ridimensionando il peso delle "operazioni speciali" che venivano concesse a sostegno delle spese correnti (prevalentemente il pagamento degli stipendi) di amministrazioni pubbliche o di enti locali. Al tempo stesso, si evitò che il CSVI fosse coinvolto, alla stregua dell'IMI e di altri istituti di credito mobiliare, nella gestione dei fondi internazionali (prima di tutto, il prestito Eximbank; e, poi, il Piano Marshall) e nazionali stanziati per sostenere la ricostruzione del Paese. Infine, più gradualmente, Einaudi portò a esaurimento anche le attività "ordinarie" del Consorzio, che impegnavano la Banca d'Italia a finanziare il credito industriale. Nel 1947, egli decise infatti di proibire nuove operazioni e di impedire l'accesso al risconto della Banca di effetti legati a operazioni ancora attive⁶⁵. Tali passi portarono, nel giro di pochi anni, alla definitiva chiusura dell'ente⁶⁶.

Abbiamo insistito su questo insieme di iniziative anche perché forniscono una conferma della nostra principale chiave di interpretazione del governatorato di Einaudi: intendere in senso estensivo il ruolo che la banca centrale era chiamata a svolgere, nell'Italia del secondo dopoguerra, come preminente attore della politica economica nazionale. Ciò non significa che il governatore ponesse in secondo piano i compiti istituzionali della Banca d'Italia. Al contrario, Einaudi mirava a far sì che la Banca riacquistasse il pieno controllo della sua strumentazione di politica monetaria e di vigilanza sugli intermediari finanziari, in quanto si trattava di condizioni basilari per svolgere in modo efficiente i compiti propri di una banca centrale⁶⁷. Egli era anche consapevole che l'autonomia operativa e l'indipendenza della Banca d'Italia andavano inserite in una rinnovata cornice istituzionale e dovevano sostanziarsi in più efficaci capacità operative, basate su un rafforzamento delle competenze e dell'organizzazione interne alla Banca stessa (si veda il successivo paragrafo 5). Tuttavia, il governatore aveva ben

⁶⁴ Fin dalla sua costituzione nel 1914, il CSVI aveva avuto il governatore al proprio vertice. Tuttavia, nell'ottobre 1943, in risposta alla tattica dilatoria di Azzolini rispetto al trasferimento dell'operatività della Banca d'Italia al nord, il ministro del Tesoro della Repubblica Sociale Italiana aveva esautorato il governatore e nominato un commissario straordinario: Angelo Tarchi (cfr. ASBI, Banca d'Italia, Verbali del Consiglio superiore, regg. 593, seduta del 29 ottobre 1943). L'anomalia era stata subito sanata all'inizio del governatorato di Einaudi.

⁶⁵ Cfr. Banca d'Italia, 1946a, pp. 24-42; e Banca d'Italia, 1946b, pp. 64-68 e 110. Nelle parole di Paolo Baffi: "non fa meraviglia che Einaudi, il quale aveva assistito impotente, dalla sua posizione di studioso dei problemi monetari, all'instaurarsi di una pratica tanto ipocrita e malsana, punti contro di essa le sue artiglierie nella prima relazione, facendo merito alla Banca d'Italia di avere resistito, dopo la liberazione, a sollecitazioni ricevute perché il Consorzio da lei controllato riprendesse la 'mala strada' delle operazioni speciali; ed esprimendo la preoccupazione che nuove operazioni 'extra-vaganti' [...] potessero essere compiute nelle regioni rimaste sotto occupazione germanica" (cfr. Baffi 1963, p. 259).

⁶⁶ Asso e Raitano, 1999, pp. 327 e 345 e ss.

⁶⁷ Introna aveva già espresso preoccupazione rispetto al fatto che la Banca d'Italia aveva perso il controllo della vigilanza e della politica valutaria: cfr. ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 20, "Nota" manoscritta di Introna non datata, p. 483.

chiaro che gli obiettivi e le strategie di politica monetaria erano interconnessi con gli altri strumenti della politica economica: la stabilità monetaria non avrebbe potuto essere perseguita con successo se l'economia reale fosse rimasta debole. Si spiega così l'accentuato pragmatismo che Einaudi mostrò nelle scelte di politica monetaria, ma soprattutto il suo impegno per porre le nuove competenze e funzioni e la riacquisita forza organizzativa della banca centrale al servizio dello sviluppo economico del Paese.

Nello svolgere il suo ruolo di governatore in tale più ampia prospettiva, Einaudi fu attento a evitare iniziative che non fossero congrue con i compiti istituzionali di una banca centrale. Tuttavia, in alcuni passaggi, Einaudi non mancò di far trasparire il superiore intento di definire la politica monetaria e i controlli sul settore finanziario anche in funzione delle politiche di bilancio e delle politiche industriali. Al riguardo, è emblematico il passo di un appunto che compare nel suo *Diario* nei primi mesi di governatorato, ossia nel marzo 1945. In esso il governatore, ricordando l'esito di incontri con Guido Carli e Manlio Brosio, osservò che assumere decisioni di politica monetaria voleva dire “controllare la circolazione non con i soliti mezzi classici, i quali oggi non servono a niente (rialzo del saggio di sconto e restrizione degli sconti che nessuno ci chiede), ma intervenendo direttamente nel discutere i provvedimenti di governo, i quali impongono eventualmente un aumento di circolazione, o diffondono l'incertezza, minando il successo dei prestiti di Stato”⁶⁸. Questa affermazione ribadiva che la Banca d'Italia avrebbe dovuto essere pronta ad assicurare le più efficaci condizioni tecniche a sostegno della stabilità, anche nei casi in cui si trattava di tradurre in pratica scelte politiche non condivise; al contempo però, poneva in luce che il governatore avrebbe dovuto assumersi la responsabilità di dialogare e influire sulle scelte politiche di presidenti del Consiglio o di ministri del Tesoro, quando le conseguenze fossero state rilevanti sia per gli equilibri monetari che per il futuro economico del Paese.

In effetti, a partire dal mese di marzo, grazie anche all'intervento di Brosio e del Partito Liberale, Einaudi avanzò esplicitamente a Bonomi una richiesta già sopra ricordata (cfr. n. 14): vorrei “che mi fossero inviati i testi dei disegni di decreti-legge prima della loro discussione, almeno per quanto riguarda i disegni di legge economici”⁶⁹. Il presidente del Consiglio accettò di buon grado, diramando le relative istruzioni ai ministri responsabili: “mi è stata segnalata l'opportunità che gli schemi di provvedimenti di carattere economico o finanziario siano inviati, per conoscenza, prima del loro esame da parte del Consiglio dei ministri, al Senatore Einaudi, Governatore della Banca d'Italia. Tale richiesta sembra meritevole di accoglimento e perciò vi prego di disporre nei sensi anzidetti”⁷⁰.

⁶⁸ Einaudi, 1993, pp. 182-183. Manlio Brosio, già responsabile del Partito Liberale, era ministro senza portafoglio del Governo Bonomi.

⁶⁹ La citazione è nuovamente tratta dal *Diario*. Si veda Einaudi, 1993, p. 183.

⁷⁰ Archivio Centrale dello Stato (da ora in avanti, ACS), Presidenza del Consiglio dei ministri, atti 1944-1947, b. 10/1, fasc. 32634. Ivano Bonomi ad Antonio Pesenti, Meuccio Ruini. Marcello Soleri, Giovanni Gronchi, Umberto Tupini, 16 maggio 1945. Almeno limitatamente agli atti del governo Bonomi, gli interventi di Einaudi sui singoli disegni di legge ricevuti sono conservati in ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 118, fasc. n. 1, “Osservazioni sui disegni di legge”.

È in questa prospettiva che la voce di Einaudi fu spesso influente e talvolta critica nei confronti delle posizioni adottate da ministri del Tesoro (come Soleri o Corbino) e dallo stesso presidente del Consiglio De Gasperi. Secondo il governatore, era infatti necessario che la Banca d'Italia contribuisse alla definizione e alla realizzazione di provvedimenti in grado di migliorare la qualità della spesa pubblica, di riformare i meccanismi di finanziamento del debito, di sostenere gli investimenti privati, di rafforzare il settore finanziario e l'apparato produttivo italiano. Non è quindi casuale che la Banca si trovasse in prima linea in molteplici discussioni su passaggi nodali per l'economia italiana che potevano essere direttamente legati ai problemi monetari, ma che spesso riguardavano aspetti più generali: la riforma monetaria, la definizione dell'agenda internazionale dell'economia, la ridefinizione degli interventi redistributivi (per esempio, gli ammassi), la valutazione dei provvedimenti tributari, gli interventi sui lavori pubblici e sul patrimonio edilizio, e vari altri ancora.

Negli ambienti finanziari internazionali, la rapida affermazione della Banca d'Italia nella gestione della politica monetaria e – più in generale – nella vita economica del Paese e la conseguente crescita della sua autonomia e della sua reputazione furono spesso accolte con favore e, talvolta, con invidia. In una nota interna della Banca d'Inghilterra del gennaio 1946, si osservò un po' causticamente che: "Corbino privately reassured Einaudi that Treasury policy would be guided by the Bank; in other words, in a system lacking the Olympian harmony that reigns elsewhere, Corbino would take his orders from Einaudi"⁷¹. Inoltre, nel maggio 1946, il già citato economista della BRI, Per Jacobsson (cfr. n. 12), affermò in una lettera scritta al collega Otto Niemeyer⁷², che "most of the sensible things done today in Italy in the economic and financial fields can be traced back to Mr. Einaudi, governor of the Bank of Italy... If one looks around the world, central banks still have some influence"⁷³.

Tali considerazioni legittimano una prima conclusione: negli anni immediatamente successivi alla fine della guerra, la Banca d'Italia esercitò una necessaria ingerenza in quelle decisioni politico-istituzionali che influivano sulla combinazione dei vari strumenti di politica economica finalizzati a riattivare le forze produttive del Paese e a innescare una rapida crescita economica. Ciò spiega il pragmatismo, relativamente libero da condizionamenti teorici o dottrinari, con cui Einaudi intraprese azioni compatibili con i vincoli politici. Le luci e le ombre, che caratterizzarono l'emissione dei due primi grandi prestiti pubblici degli anni Quaranta, forniscono un ulteriore esempio al riguardo.

⁷¹ Bank of England Archives (da qui in avanti, BEA), Overseas Department, 36/24, Memorandum by KW, 22 January 1946.

⁷² Oltre a essere stato membro del direttorio della Banca d'Inghilterra a ridosso della guerra, sin dalla sua fondazione (1931) Niemeyer rappresentava il Regno Unito nel direttorio della BRI. Secondo Baffi (1985, p. 13), Jacobsson e Niemeyer erano i "due personaggi più influenti" della BRI.

⁷³ BEA, Overseas Department, 36/6, Per Jacobsson to Otto Niemeyer, 9 May 1946. Albert Hirschman, allora economista presso la Fed, riteneva però che vi fossero differenze negli orientamenti di politica monetaria dei diversi paesi per fronteggiare le criticità postbelliche. Per esempio, ciò valeva per Francia e Italia (cfr. Hirschman, 1947a, 1947b e 1948).

4. Gli strumenti: i due prestiti straordinari

Attuato nell'autunno-inverno del 1946, il Prestito della Ricostruzione ebbe esiti problematici in quanto causò una forte penalizzazione per i sottoscrittori e risultò poco efficace per la stabilizzazione monetaria. La ricchezza investita nell'acquisto dei titoli di quel prestito subì pesanti decurtazioni in termini di valore reale, mentre l'assorbimento della liquidità in circolazione fu modesto. I vertici della Banca d'Italia furono coinvolti, in varie forme, nella predisposizione e nella realizzazione dell'operazione.

Poco più di un anno prima del varo del Prestito della Ricostruzione era stato lanciato con successo il Prestito della Liberazione, noto anche come 'Prestito Soleri' dal nome del ministro del Tesoro che formalmente lo promosse. Il Prestito della Liberazione si incentrò sull'emissione di buoni quinquennali del Tesoro con scadenza aprile 1950 e con un tasso di interesse sul valore nominale (100) pari al 5%, che lo Stato si impegnavo a corrispondere in rate semestrali posticipate (il 1° aprile e il 1° ottobre in ogni anno di durata del titolo). Nelle regioni meridionali e nel Lazio, il periodo di sottoscrizione si estese dal 5 aprile al 19 maggio 1945 e il prezzo di acquisto fu fissato a 97,50 lire. Invece, il periodo di sottoscrizione nelle regioni centro-settentrionali fu postposto dal 15 luglio al 25 agosto 1945, per ovvie ragioni belliche, e il prezzo di acquisto fu fissato a 99 lire. I sottoscrittori potevano acquistare la quantità desiderata dei nuovi titoli utilizzando contanti oppure trasferendo cedole, in maturazione nel periodo di emissione e relative a vari tipi di titoli pubblici da essi detenuti. Considerati anche i premi di rimborso e il possibile godimento di altri premi *ad hoc*, il tasso medio di rendimento dei titoli sottoscritti nelle regioni meridionali e nel Lazio fu pari al 6,17% mentre quello degli stessi titoli sottoscritti nelle regioni centro-settentrionali fu pari al 5,80%⁷⁴.

Simili rendimenti potrebbero apparire inadeguati a confronto di tassi di inflazione che, nel corso del 1944, avevano raggiunto soglie massime annualizzate pari al 150% e che, nel 1945, avrebbero toccato punte del 70% sempre su base annua⁷⁵. Pur se in forte attenuazione, il processo inflazionistico rimaneva dunque su valori molto elevati; il che faceva sì che, all'emissione, il livello dei tassi di rendimento in termini reali fosse ampiamente negativo⁷⁶. Vanno, tuttavia, considerati svariati fattori che rendevano appetibile, in termini relativi, la sottoscrizione del Prestito della Liberazione.

In prima battuta, ricordiamone due. I potenziali sottoscrittori non potevano limitare le loro valutazioni della dinamica inflazionistica all'anno di emissione del prestito, ma dovevano riferirla alla durata quinquennale dei titoli pubblici da sottoscrivere; e, all'inizio dell'estate del 1945, il drastico rallentamento nella crescita dei prezzi e gli impegni per una più attenta gestione del bilancio pubblico tendevano ad alimentare la speranza – forse un po' ingenua –

⁷⁴ Banca d'Italia, 1946b, pp. 22 e 103-109; Manfrellotti, 2008, pp. 39-45.

⁷⁵ Gaiotti, 2003, pp. 443-444.

⁷⁶ Ricossa, 2003, p. 396n. In quella nota, si cita una lettera di Baffi a Parri, allora presidente del Consiglio, in cui si ammette che il tasso di rendimento atteso del Prestito della Liberazione era negativo in termini reali (si veda la lettera del 26 giugno 1945, riprodotta come doc. 13 in Ricossa e Tuccimei, a cura di, 1992. Baffi cercò così di fugare l'opposto timore della sinistra di governo, ossia che il tasso nominale di interesse fosse fissato a un livello troppo elevato. In un suo scritto successivo (1986, p. 120), Baffi sottolineò che – purtroppo – le sue previsioni avevano trovato una conferma *ex post*.

di una rapida stabilizzazione. Inoltre, anche quanti erano in grado di formarsi aspettative più articolate rispetto all'andamento dei prezzi nel periodo e alla distribuzione dei valori reali attuali dei tassi quinquennali di rendimento dovevano prendere atto della mancanza di alternative. I mercati finanziari italiani non offrivano investimenti con rendimenti che fossero più appetibili e con analoghi livelli di rischio di quelli emessi dal Prestito della Liberazione. Come venne ricordato dal governatore nella già citata *Relazione per l'anno 1945*⁷⁷, nei mesi di sottoscrizione di quel prestito, i tassi di interesse corrisposti dalle banche sui loro svariati tipi di depositi raggiungevano al più il 2%. D'altro canto, i tassi di rendimento corrisposti sui buoni poliennali dei precedenti prestiti di guerra erano stati inferiori al 6%. Pertanto, anche se si riteneva che rendimenti annuali prossimi al 6% nominale fossero insufficienti per proteggere il valore reale della ricchezza finanziaria investita, si riconosceva che le condizioni erano comunque migliori rispetto a quelle offerte dalle altre opportunità di analoga rischio presenti nei mercati italiani di debito⁷⁸.

Anche investimenti finanziari più rischiosi, che a quel tempo erano al di fuori della portata di piccoli e medi risparmiatori, non offrivano alternative particolarmente allettanti. Gli anni compresi fra il 1943 e il 1947 segnarono un periodo negativo per gli andamenti dei corsi azionari in Italia, secondo solo al tracollo del 1907; e, nonostante brevi fasi di ripresa, il valore delle quotazioni fu altalenante anche nel triennio 1948-1950⁷⁹. D'altro canto, fra il 1944 e il 1945, il mercato delle obbligazioni di società private (emesse da imprese industriali o da ICM) registrò una diminuzione di valore a causa della forte caduta nella seconda metà del 1945 che più che compensò il buon andamento del 1944 e dei primi mesi dell'anno successivo; e il corso dei buoni poliennali del Tesoro fu più elevato del corso delle obbligazioni industriali e di quelle emesse dagli ICM pure negli ultimi anni di durata del Prestito della Liberazione (1948-1950)⁸⁰. Rimaneva la possibilità di investire in attività non finanziarie. È ragionevole ritenere che gli investimenti immobiliari o l'acquisizione di altre attività reali offrissero rendimenti nominali più elevati del 6%. Si trattava, però, di allocazioni di portafoglio allora non usuali e molto illiquide. Non rientrando nell'area di influenza delle banche centrali se non in termini di vigilanza sui finanziamenti bancari, queste potenziali allocazioni sono estranee al perimetro della nostra analisi⁸¹.

⁷⁷ Cfr. Banca d'Italia, 1946b.

⁷⁸ Si aggiunga che i buoni quinquennali del Tesoro erano anche esenti da imposte e, in particolare, da quelle di successione e di registro. Inoltre, come si ricordava nella *Relazione* della Banca d'Italia (1946b, pp. 81-82), dal 3 febbraio 1945 le stesse banche potevano al più lucrare tassi di interesse fra il 4% e il 4,5% sugli speciali depositi in conto corrente detenuti presso la banca centrale e vincolati – rispettivamente – a 4 e 6 mesi; e che, confermando la tendenza di febbraio 1945, dal gennaio del 1946 entrambi i tassi furono ridotti di mezzo punto. È indicativo che, nel corso del 1945, il settore bancario allocasse gran parte delle sue disponibilità nei depositi vincolati in conto corrente al 4,5%.

⁷⁹ Si vedano: Banca d'Italia, 1946b, pp. 112-113; Banca d'Italia, 1947, pp. 179-183; Banca d'Italia, 1951, pp. 227-230; Siciliano, 2011, pp. 15-23. I corsi azionari realizzarono incrementi sistematici solo dal 1951 alla fine del 1955, per poi accelerare i loro tassi di crescita fra il 1959 e l'inizio degli anni Sessanta (cfr. Barbiellini Amidei e Impenna, 1999, pp. 663-667).

⁸⁰ Cfr. Banca d'Italia, 1946b, p. 114; e Barbiellini Amidei e Impenna, 1999.

⁸¹ Gli investimenti immobiliari erano, peraltro, preclusi al settore bancario che poteva invece – e, frequentemente, doveva – agire dal lato dell'offerta di finanziamento nel mercato immobiliare. Sarebbe molto complesso istituire

Quanto detto basterebbe a spiegare perché, nel 1945, i detentori di ricchezza mostrassero una positiva predisposizione a domandare buoni del Tesoro con scadenza a medio termine e con differenziali positivi di rendimento rispetto ad attività finanziarie di analoga rischiosità. Tale attitudine venne rafforzata dal fatto che le famiglie e le imprese italiane avevano una bassa propensione media al rischio e una spiccata avversione per le regole che, dal 1942, imponevano la nominatività obbligatoria dei titoli azionari a fini di controllo fiscale. Di conseguenza, vi era una forte “riluttanza da parte dei risparmiatori italiani a investire in titoli azionari”⁸². Un po’ paradossalmente, ciò portò a un uso efficiente delle informazioni disponibili considerando che, negli anni 1945-1950 (con la sola eccezione del 1949), i tassi annui di rendimento delle azioni furono molto inferiori a quelli dei titoli del Tesoro⁸³.

Di fatto, il Prestito della Liberazione registrò un successo così lusinghiero da spingere Einaudi a parlare di “un plebiscito dei risparmiatori a favore del governo dell’Italia risorta”⁸⁴. Le sottoscrizioni raggiunsero un gettito totale di 106 miliardi di lire (33 raccolti nel primo periodo e 73 nel secondo), distribuito su una platea di quasi due milioni di acquirenti. Il 64% del gettito fu coperto da privati, il 24% da banche e da altre istituzioni finanziarie e assicurative, il 12% da società industriali e commerciali. Soprattutto, i sottoscrittori non bancari finanziarono circa il 60% dei loro acquisti con mezzi liquidi e il rimanente con l’utilizzo di depositi bancari; l’intervento della Banca d’Italia, mediante operazioni di sconto e di anticipazioni, rimase contenuto al di sotto del 15%.

Il fatto che le operazioni di rifinanziamento fossero limitate non indica che la Banca avesse fornito un contributo modesto al buon esito di questa prima emissione di titoli pubblici del dopoguerra. Nell’occasione, la Banca d’Italia riavviò quelle sue tradizionali funzioni di diplomazia finanziaria, di persuasione mediatica e di organizzazione – formale e informale – di sindacati di collocamento che si sarebbero ampliate negli anni successivi. Inoltre, la spinta della Banca fu decisiva nel convincere il nuovo presidente del Consiglio, Ferruccio Parri, a estendere immediatamente l’emissione del prestito ai territori del Centro Nord da poco liberati. Einaudi agì in tal senso, sfruttando il rapporto personale che lo legava a Soleri; e, in un articolo pubblicato su “Il Globo”, Baffi sottolineò la convenienza per i risparmiatori settentrionali a sottoscrivere il Prestito. Per giunta, irruolmente e “a titolo personale”, Baffi scrisse a Parri per informarlo e rassicurarlo sul contributo che le banche milanesi avrebbero presumibilmente fornito a garanzia del buon esito dell’operazione⁸⁵. Nel corso del suo avventuroso viaggio al Nord del maggio 1945 (cfr. n. 12), Baffi aveva infatti riunito alcuni fra i massimi dirigenti delle “grandi banche” milanesi che gli avevano fornito riscontri ed evidenze statistiche che incoraggiavano la decisione di favorire una rapida estensione del Prestito della Liberazione al

confronti fra rendimenti di attività finanziarie e non finanziarie al netto del rischio. L’irrelevanza empirica del problema sconsiglia approfondimenti.

⁸² Il riferimento è a un sondaggio Doxa del 1951, i cui risultati furono rafforzati da un contemporaneo articolo di Eugenio Scalfari sul *Financial Times*. Si veda al riguardo: Barbiellini Amidei e Impenna, 1999, p. 748.

⁸³ Banca d’Italia, 1951, p. 228, Figura 13.

⁸⁴ Banca d’Italia, 1946b, p.108. Cfr. anche Baffi, 1963, p. 260.

⁸⁵ Cfr. Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, pp. 187 e ss. Sono lì pubblicate le corrispondenze fra Einaudi e Parri e fra Baffi e Parri; è inoltre ripubblicato l’articolo di Baffi su *Il Globo*.

Nord. Fu soprattutto la posizione di Mattioli, conosciuto in quella occasione, a convincere Baffi che buona parte dell'ingente liquidità depositata dalle grandi banche milanesi presso la sede locale della Banca d'Italia avrebbe trovato uno sbocco naturale nei nuovi titoli pubblici emessi dopo la Liberazione⁸⁶.

La portata degli esiti ottenuti con il prestito Soleri può essere ulteriormente apprezzata facendo riferimento a due indicatori. Il primo riguarda l'incidenza del gettito sul totale del circolante e sul totale dei depositi, che raggiunse – rispettivamente – il 28% e il 34% e superò i livelli dell'emissione poliennale del 1943. Il secondo si riferisce alla copertura degli squilibri nei bilanci pubblici: durante gli esercizi 1943-'44 e 1944-'45, i relativi disavanzi furono coperti per quasi l'8% dai primi incassi del Prestito della Liberazione e per poco meno del 70% dalla monetizzazione della Banca d'Italia; invece, nei mesi iniziali del successivo esercizio 1945-'46, l'utilizzo degli ulteriori e più cospicui incassi del prestito, integrati con l'emissione di buoni ordinari del Tesoro e con il ricorso al conto corrente fruttifero presso la Cassa Depositi e Prestiti, permise di azzerare il ricorso alla monetizzazione⁸⁷.

Questi lusinghieri risultati contribuiscono a spiegare perché, all'inizio della primavera 1946, vi fossero aspettative ottimistiche circa l'impatto che avrebbe potuto avere il nuovo e più ambizioso Prestito della Ricostruzione. Un primo schema della possibile emissione di titoli pubblici a lungo termine era stato annunciato a metà febbraio dal ministro Corbino e approvato una settimana dopo in Consiglio dei ministri, nonostante si fossero verificate non poche divergenze su alcuni aspetti fondamentali dell'operazione, fra cui il rendimento e la durata. Facendosi interprete del clima favorevole, nella *Relazione sul 1945* il governatore si spinse a dichiarare: “ho piena fiducia che la manifestazione, del tutto volontaria e perciò significativa, dei risparmiatori italiani sarà ancora più imponente ad occasione del prossimo prestito consolidato”⁸⁸. Inoltre, in un'intervista di sette mesi dopo (*La Settimana INCOM*, 31 ottobre 1946) mandata in onda a ridosso dell'apertura delle sottoscrizioni (20 novembre), Einaudi ribadì che i risparmiatori italiani avrebbero avuto convenienza a sottoscrivere il Prestito della Ricostruzione in virtù dei vantaggi fiscali, garantiti dal possesso dei relativi titoli, e della possibile restituzione del prestito in base a un sorteggio con annualità costanti da avviare dopo tre anni⁸⁹. Peraltro, in molti scritti o nei suoi interventi istituzionali, il governatore insistette sull'importanza di proteggere il risparmio per ragioni sia economiche che etiche⁹⁰. Le

⁸⁶ In una lettera inviata a Mattioli alcuni anni più tardi, Baffi ricordò le sue impressioni su quella prima riunione che vide protagonisti un esponente di punta della Banca d'Italia e alcuni dirigenti delle “grandi banche”. In particolare, Baffi sottolineò l'opera esercitata dal massimo rappresentante della Comit nel persuadere gli altri banchieri ad aderire alle condizioni del prestito: “si era nel maggio del 1945; fra i convenuti spirava vento di fronda; Pizzoni [presidente del Credito Italiano], che presiedeva, enunciava idee di *cheap money*. Fu un Suo intervento [il riferimento è a Mattioli] supremamente efficace che, senza essere quello di un economista conservatore, riuscì a conciliare gli umori alla formula proposta da Einaudi e Soleri. Capii quella volta che nel mondo bancario italiano Ella faceva classe a sé” (Archivio Storico di Banca Intesa, da qui in avanti ASBINT, Carte Mattioli, cart. n. 19, fasc. n. 8, Baffi a Mattioli, 26 agosto 1960).

⁸⁷ Cfr. Banca d'Italia 1947, p. 118; Baffi, 1963, pp. 265-266; Manfrellotti, 2008, p. 25.

⁸⁸ Banca d'Italia, 1946b, pp. 108-109.

⁸⁹ Cfr. ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Menichella, Pratt. n. 58, fasc. n. 4, sfasc. n. 1, Testo scritto della registrazione dell'intervento di Einaudi alla R.A.I., 9 novembre 1946.

⁹⁰ Si vedano, per esempio: Einaudi, 1949, parte terza; Einaudi, 1947a, pp. 436-437; Einaudi, 1947b, pp. 552-553.

condizioni di emissione del Prestito della Ricostruzione non assicurarono un'apprezzabile protezione.

Il Prestito della Ricostruzione offrì in sottoscrizione titoli trentennali redimibili con un tasso di interesse pari al 3,5% e un prezzo di 97,50 lire rispetto al valore nominale (100). Inizialmente il periodo di sottoscrizione, che coinvolgeva un ampio consorzio di banche presieduto dalla Banca d'Italia, fu compreso fra il 15 novembre e il 10 dicembre 1946. La previsione fu che gli interessi fossero corrisposti dallo Stato con cadenza semestrale posticipata a partire dal 1° gennaio 1947 e che il sorteggio per il rimborso fosse avviato il 1° gennaio 1950 con annualità costanti per la vita trentennale dei titoli. Di conseguenza, la durata attesa dei titoli sarebbe stata comunque di lungo termine in quanto pari, su base probabilistica, a 21 anni (o, per essere più precisi, a 18 anni attesi più i 3 anni di differimento rispetto alla prima estrazione). Tali caratteristiche implicavano che il tasso medio di rendimento dei titoli fosse pari al 3,72%⁹¹. Furono necessarie operazioni complesse per rendere operativo il Consorzio di collocamento del prestito e per portare a termine i singoli acquisti con il connesso conferimento dei titoli. Le difficoltà incontrate consigliarono di posticipare l'apertura delle sottoscrizioni al 20 novembre e di prolungarne il periodo fino al 4 gennaio 1947⁹².

Al di là dell'estensione temporale⁹³, i rendimenti offerti per la sottoscrizione del Prestito della Ricostruzione si rilevarono *ex post* del tutto inadeguati⁹⁴. Vi erano, peraltro, almeno due ragioni che avrebbero dovuto segnalare il problema anche *ex ante*. Primo: dopo una battuta di arresto fra l'estate del 1945 e la primavera del 1946, vi era stata una forte ripresa della dinamica inflazionistica che era tornata ad attestarsi intorno al 60% su base annuale, con punte oltre il 100%, e che manifestava tendenze al rafforzamento⁹⁵. Secondo: un tasso di rendimento al di sotto del 4% era sensibilmente inferiore a quello corrisposto sui buoni del Tesoro di

⁹¹ Una dettagliata presentazione dei contenuti del prestito in esame è rinvenibile in: ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 336, fasc. n. 32. Il documento (fine febbraio 1946) si riferisce alla formulazione originaria del prestito. I termini dell'emissione furono poi modificati, come emerge dalla definizione delle norme per la sottoscrizione del prestito redatte dalla Banca d'Italia (1° novembre 1946). Cfr. al riguardo: ASBI, Banca d'Italia, Sconti, Pratt. n. 1624, fasc. n. 2. Sempre in quel fascicolo, si veda anche il 'Programma d'emissione' (pp. 192-193). Si ricordi infine che la proposta preliminare per il tasso di interesse sui titoli trentennali era pari al 3% e che, *in extremis*, furono le banche consorziate a richiedere con forza una modifica e ottenere l'innalzamento al 3,5% (cfr. ASBI, carte Baffi, Monte Oppio, Pratt. n. 39, fasc. n. 1, Riunione dell'11 ottobre 1946 fra Bertone, Einaudi, Menichella e i rappresentanti delle banche). Baffi condivise la richiesta, pur ritenendo che l'innalzamento al 3,5% fosse insufficiente (ASBI, carte Baffi, Monte Oppio, Pratt. n. 39, fasc. n. 1, "Appunto" del Servizio studi, 15 novembre 1946).

⁹² Cfr. ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 336, fasc. n. 32. Il relativo documento, non firmato, è attribuito a un membro della Banca d'Italia, Mario Ercolani, che era allora al Servizio 'Operazioni finanziarie' e che, negli anni Settanta, sarebbe diventato membro del direttorio e poi direttore generale.

⁹³ Nel prosieguo del documento citato nella nota precedente, Ercolani rimarcò l'importanza del posponimento, in quanto la maggior parte delle effettive sottoscrizioni (circa il 61%) si realizzò nei giorni successivi alla scadenza originaria (10 dicembre 1946). Il dato fu confermato dal documento finale, con cui la Banca d'Italia riassunse i contenuti e gli esiti del prestito (cfr. ASBI, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 69, fasc. n. 1). Va peraltro notato che, anche per ragioni di efficienza allocativa, è un comportamento razionale da parte dei risparmiatori sottoscrivere prestiti in prossimità delle scadenze.

⁹⁴ Cfr. Baffi, 1986, p. 120. Baffi si rammaricò di non aver sollecitato con più energia l'innalzamento dei rendimenti.

⁹⁵ Gaiotti, 2003, p. 444; Gelsomino, 1998, pp. 265-268.

minore durata (stimabile, in media, al 5,25%). A compensazione di quest'ultimo fattore, i titoli emessi con il Prestito della Ricostruzione avevano un vantaggio fiscale: esentare la parte della ricchezza in essi investita e i relativi interessi da ogni imposta anche a carattere straordinario, presente e futura, inclusa quindi quella patrimoniale disegnata da Scoccimarro e oggetto di animate discussioni politiche (cfr. il precedente paragrafo). Nell'intervista radiofonica sopra menzionata, Einaudi aveva esplicitamente insistito sul punto che ricorreva, peraltro, in tutte le presentazioni del prestito⁹⁶.

Nell'autunno del 1946, il progetto di Scoccimarro era già stato esaminato dal governo e, in linea di principio, avrebbe potuto essere realizzato nei mesi successivi. Abbiamo tuttavia sottolineato che la sua efficacia rispetto alle componenti più liquide della ricchezza era subordinata al cambio della moneta, un progetto che gli esperti consideravano a bassissima probabilità di realizzazione sin dai primi mesi del 1946 (cfr. n. 61) e che era ormai tramontato a causa del furto dei calchi per le nuove emissioni avvenuto nel luglio 1946 (cfr. ancora il paragrafo 3). Rimane difficile calcolare se, fra la fine del 1946 e l'inizio del 1947, l'incidenza attesa di un'imposta patrimoniale fosse tale da rendere l'esenzione fiscale un premio certo e sufficiente a più che compensare i bassi rendimenti nominali dei titoli del Prestito della Ricostruzione per le varie tipologie di sottoscrittori. Le precedenti considerazioni accreditano una risposta negativa. Ciò valeva sicuramente per gli istituti di credito, date le ricorrenti indicazioni che non sarebbero stati comunque assoggettati alle componenti più incisive dell'imposta straordinaria e data la loro maggiore informazione sugli orientamenti politici⁹⁷. Al contrario, la valutazione era meno netta e più variegata per i sottoscrittori non finanziari. Essa si basava su variabili soggettive poco quantificabili che dipendevano dalla probabilità che ciascun possessore di ricchezza attribuiva al verificarsi di specifiche circostanze: l'effettiva attuazione dell'imposta patrimoniale; la soglia di esenzione; la sua incidenza più che proporzionale al di sopra di quella soglia. Per di più, ogni valutazione andava riferita al livello e alla composizione della specifica ricchezza posseduta.

Senza avventurarsi in terreni così impervi⁹⁸, è possibile effettuare una stima grossolana ed *ex post*, riferendosi ai valori medi dei corsi ufficiali dei titoli del prestito dopo la chiusura delle sottoscrizioni e interpretandoli come "preferenze rivelate". Considerato che l'attualizzazione degli interessi e del capitale da rimborsare fissava un valore corrente dei titoli trentennali pari a 78,05 lire⁹⁹, una condizione necessaria perché il mercato valutasse *ex post* i vantaggi dell'esenzione fiscale adeguati a compensare i bassi rendimenti era che i prezzi di questi titoli fossero almeno uguali al prezzo di sottoscrizione (97,5 lire). Viceversa, a febbraio 1947, i corsi

⁹⁶ Cfr. ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 336, fasc. n. 32; e la lettera del 12 ottobre 1946, inviata dal governatore ai direttori delle filiali della Banca, in ASBI, Banca d'Italia, Sconti, Pratt. n. 1624, fasc. n. 2.

⁹⁷ Basti aggiungere che, stando a quanto annotato da Einaudi nel suo *Diario* (cfr. 1993, pp. 717-718), nei primi giorni del 1947 anche Scoccimarro aveva ormai rinunciato al varo della sua patrimoniale e delle iniziative correlate.

⁹⁸ Si dovrebbero avere dati microeconomici da inserire in un modello in grado di individuare le principali determinanti delle aspettative di vari gruppi di sottoscrittori. Inoltre, le evidenze empiriche derivanti da quel modello dovrebbero essere confrontate con la situazione patrimoniale media dei non sottoscrittori.

⁹⁹ Cfr. ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 336, fasc. n. 32.

medi si attestarono intorno alle 90 lire per scendere, poi, al di sotto delle 80 lire in aprile¹⁰⁰. Il progetto di patrimoniale straordinaria, che fu presentato dal ministro Campilli all'Assemblea costituente del 29 marzo 1947 e che fissò al giorno precedente la data per l'accertamento della ricchezza da assoggettare a imposta, non ebbe certo impatti positivi su quei corsi. Infatti, valutando su base solo presuntiva la ricchezza liquida e il valore dei titoli al portatore, l'imposta depotenziò i ventilati vantaggi fiscali della detenzione di titoli del Prestito della Ricostruzione¹⁰¹. Prova ne sia che, come diremo fra breve, si dovette procedere a una ristrutturazione del prestito che ebbe comunque limitati risultati sui corsi dei titoli, il cui livello medio superò raramente le 70 lire dopo l'estate del 1947.

Le condizioni inadeguate del Prestito della Ricostruzione spiegano lo straordinario e inconsueto sforzo comunicativo che venne perseguito per ottenere sottoscrizioni soddisfacenti¹⁰². Si affrontarono costi pari a più di 120 milioni di lire per preparare manifesti, cartoline e volantini pieghevoli che propagandassero la convenienza dell'investimento nei nuovi titoli trentennali. Il governatore e il direttore generale della Banca d'Italia vennero coinvolti in riunioni con esperti di pubblicità per stabilire l'uso più efficace della stampa quotidiana e periodica. Si programmarono specifici interventi di pressione sugli agricoltori mediante il coinvolgimento degli ispettorati e dei consorzi agrari, nella presunzione – non infondata – che disponessero di ampie disponibilità liquide. Si tentò di utilizzare il potere di persuasione del clero e delle principali associazioni cattoliche, pur se con modesto successo a causa della contemporanea presenza di un contenzioso aperto in merito al sostegno statale a vescovi e parroci¹⁰³. Vi fu un'ulteriore intervista radiofonica del governatore che, dopo aver ribadito la rilevanza dei vantaggi fiscali legati ai titoli del prestito, fece un accorato appello all'amor patrio degli italiani per incitarli alla sottoscrizione. Gli istituti di credito, componenti il Consorzio di collocamento, e l'intero settore bancario vennero spronati ad attivarsi per il successo del Prestito della Ricostruzione: nelle parole di Menichella, tutte le banche avrebbero dovuto “apportare il loro contributo, grande o modesto che sia, alla ricostruzione della Patria”¹⁰⁴.

¹⁰⁰ Cfr. ASBI, Banca d'Italia, Sconti, Pratt. n. 1624, fasc. n. 2.

¹⁰¹ Einaudi condivise le scelte di Campilli, sottolineando che i risparmiatori stavano già pagando lo scotto dell'inflazione e che – pertanto – non si dovevano aggiungere nuove ragioni di “sfiducia nel risparmio monetario”. Diversamente, si sarebbero prodotti danni economico-finanziari e psicologici “catastrofici” anche in termini di “grande inflazione” (cfr. ASBI, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 4, fasc. n. 3, sfasc. n. 8, Einaudi a Campilli, 20 aprile 1947).

¹⁰² Cfr. ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 69, fasc. n. 1.

¹⁰³ A sostegno dell'operazione, Menichella coinvolse il presidente dell'Azione cattolica italiana (ACI), Vittorino Veronese. In una circolare, l'ACI sottolineò l'importanza del prestito e si disse “lieta di cooperare a questa opera di civica solidarietà e di patriottica restaurazione esortando tutti a contribuirvi” (cfr. ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Menichella, Pratt. n. 50, fasc. n. 49, Menichella a Veronese, 25 novembre 1946).

¹⁰⁴ ASBI, Banca d'Italia, Sconti, Pratt. n. 1624, fasc. n. 2. L'insistenza sull'interesse della patria più che su convenienze economiche palesò le crescenti preoccupazioni di Einaudi e di Menichella circa l'esito del Prestito. Del resto, il pessimismo di Einaudi è testimoniato da alcune note conservate in ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. nn. 17 e 69, fasc. li nn. 1 e 5.

Le debolezze del Prestito della Ricostruzione furono, a maggior ragione, confermate dalle numerose agevolazioni previste per le modalità di sottoscrizione¹⁰⁵. Il settore bancario nel suo complesso ebbe la possibilità di finanziare parte dei propri acquisti, utilizzando i conti correnti o i titoli vincolati presso la Banca d'Italia senza obblighi di preavviso o perdita di interessi. Fu data l'opportunità di acquistare i titoli trentennali mediante la conversione, a condizioni vantaggiose, di altri buoni del Tesoro (ordinari e poliennali) anche al fine di indurre un allungamento del debito pubblico. Furono, infine, assegnati premi per il primo quinquennio del prestito.

Tale insieme di pressioni e agevolazioni assicurò un buon successo delle sottoscrizioni che, alla fine, ammontarono a 231 miliardi di lire. Fra le banche consorziate, solo il 9% non riuscì a coprire la propria quota, mentre più del 35% (comprensivo di quattro delle cinque maggiori banche con il più alto collocamento in valore assoluto) raggiunse almeno il 200% di quanto inizialmente garantito¹⁰⁶. Si registrarono tuttavia tre debolezze rispetto al precedente Prestito della Liberazione: la platea degli acquirenti fu più ristretta, data la scarsa attrattiva del nuovo prestito per banche e piccoli detentori di ricchezza non toccati dalla minaccia della patrimoniale; l'incidenza del gettito sul totale del circolante e sui depositi bancari non raggiunse il 12%, attestandosi a meno della metà di quella precedente; la conversione di buoni del tesoro ordinari o poliennali già detenuti nei portafogli ebbe, invece, un peso rilevante (circa il 41%), depotenziando così l'impatto del nuovo prestito in termini di assorbimento del contante e dei depositi¹⁰⁷. Einaudi stesso manifestò il proprio disappunto per la scarsa partecipazione dei sottoscrittori e per il conseguente impatto sui disavanzi di bilancio pubblico e sul loro finanziamento. Nel suo *Diario*, il governatore osservò sconsolato che “il pubblico non risponde più” e che Menichella “non ha l'impressione che si possa prorogare” il termine del Prestito¹⁰⁸.

¹⁰⁵ Cfr. al riguardo le lettere del 13 e del 16 novembre 1946, inviate da Menichella a varie articolazioni della Banca d'Italia, e la risposta che, pochi giorni dopo (il 25), la Banca inviò al ministero del Tesoro per chiarire il suo parere positivo sul tema (entrambe in ASBI, Banca d'Italia, Sconti, Pratt. n. 1624, fasc. n. 2). In quella risposta, la Banca richiamò, del resto, una circolare emessa dal ministero del Tesoro il 26 ottobre 1944. Inoltre, nella lettera del 13 novembre, si raccomandarono snellimenti burocratici per facilitare le sottoscrizioni (sempre in ASBI, Banca d'Italia, Sconti, Pratt. n. 1624, fasc. n. 2).

¹⁰⁶ Cfr. ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 69, fasc. 1. Cfr. anche la trasmissione dei dati della Comit, effettuata da Mattioli a Einaudi, a metà febbraio 1947 (APPB, Carte Baffi Fregene, fald. n. 4, fasc. n. 13). Quei dati sottolinearono l'importante incidenza dei grandi sottoscrittori (oltre le 250.000 lire di capitale nominale).

¹⁰⁷ Le sottoscrizioni in contanti ammontarono a 102 miliardi di lire. Si consideri che ben 24 miliardi di lire derivarono dalla conversione di debiti statali rateizzati che i ministeri avevano nei confronti di imprese per forniture militari e che erano stati smobilizzati cedendoli al CSVI. Altri 10 miliardi provennero dalla Cassa Depositi e Prestiti a fronte di crediti vantati nei confronti del Tesoro, mentre il residuo fu sottoscritto in BTO (16 miliardi) e BTP (79 miliardi). Si veda la documentazione in ASBI, Banca d'Italia, CSVI, Sede principale, Pratt. n. 197, fasc. n. 9, “Testo della convenzione fra Einaudi e Bertone”, 7 novembre 1946; ASBI, Banca d'Italia, CSVI, Sede principale, Pratt. n. 757, fasc. n. 3, Menichella a Banca d'Italia, 20 novembre 1946; ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, Pratt. n. 17, fasc. n. 1, sfasc. n. 2 non datato ma primavera 1947, “testo redatto in occasione di una intervista di Einaudi all'Herald Tribune”; Banca d'Italia, 1948, pp. 110-111 e 218. Cfr. anche Baffi, 1986, pp. 113-116.

¹⁰⁸ Einaudi, 1993, p. 707.

Queste evidenze empiriche giustificarono le feroci critiche che molti economisti, anche interni al Servizio studi della Banca d'Italia, formularono rispetto al disegno del Prestito della Ricostruzione ancor prima della sua attuazione. Francesco Coppola d'Anna si spinse ad affermare che si trattava di “un aborto” che non avrebbe dovuto essere condiviso da persone con “la testa sul collo”; Sergio Steve, oltre a sottolineare le incongruenze della modalità di esenzione fiscale, mise in dubbio che vi fosse una persistente convenienza in termini di interessi da pagare per le casse dello Stato; lo stesso Baffi sottolineò che emettere un prestito richiedeva “fiducia e le condizioni annunciate sono fallimentari e compromettono la fiducia”¹⁰⁹.

In anni successivi alla chiusura del prestito, Baffi si domandò come fosse stato possibile che Einaudi e Menichella avessero avallato un'iniziativa così mal concepita¹¹⁰. Fatto è che, quando nell'aprile del 1947 divenne evidente il depotenziamento dell'imposta patrimoniale, fu inevitabile procedere alla ristrutturazione del Prestito della Ricostruzione al fine di arginare la già segnalata caduta nel corso dei relativi titoli: il 28 aprile si offrì l'opzione di convertire alla pari gli originari titoli trentennali in titoli irredimibili al 5% con la contestuale rinuncia all'esenzione fiscale sull'imposta patrimoniale e ad altri peculiari vantaggi di quel prestito (per esempio, i premi vennero ridotti)¹¹¹.

5. L'organizzazione: uomini nuovi a via Nazionale

La nostra ricostruzione ha mostrato che tutti i sottoscrittori del Prestito della Ricostruzione subirono un forte ridimensionamento della loro ricchezza. Inoltre, diversamente dal precedente Prestito della Liberazione e dagli intendimenti del governatore, quel secondo prestito determinò un modesto assorbimento di liquidità (circolante e depositi). Nell'ultima parte del lavoro (cfr. i paragrafi 9 e 10), torneremo sulle possibili conseguenze che la realizzazione del Prestito produsse per le scelte di politica monetaria del 1947. Prima è, però, opportuno completare l'esame dei rinnovati ruoli svolti dalla banca centrale alla luce dei risultati già raggiunti.

Negli anni dell'immediato dopoguerra, la Banca d'Italia incontrò difficoltà nel ridurre gli eccessi di liquidità e nel controllare l'inflazione. Come si è sopra ricordato, essa ottenne comunque due importanti risultati: riacquisì il monopolio nell'offerta di moneta e conquistò

¹⁰⁹ ASBI, carte Baffi, Monte Oppio, Pratt. n. 39, fasc. n. 1 “Appunto riservato” di Baffi per Einaudi e Menichella, 9 ottobre 1946. Cfr. anche Baffi, 1986, p. 113.

¹¹⁰ Scrisse Baffi: “In quale misura Einaudi e Menichella abbiano propugnato la formula scelta, o l'abbiano soltanto subita, non mi è chiaro [anche se] nella seduta del 18 settembre della Costituente De Gasperi lo [Menichella] ringraziò per l'opera svolta in quella sede [il Comitato dei ministri, con cui Menichella collaborò dopo le dimissioni di Corbino]” (Baffi, 1986, p. 114).

¹¹¹ Rispetto alle perdite in conto capitale che sarebbero derivate dalla liquidazione dell'investimento ai valori di mercato, i piccoli detentori di ricchezza e gli istituti di credito ritennero meno penalizzante procedere alla conversione e accettare tassi di rendimento, comunque, più bassi rispetto a quelli dei titoli emessi con il Prestito della Liberazione. Viceversa, i grandi detentori privati di ricchezza preferirono rifiutare la conversione, così da detrarre dal loro *stock* di ricchezza il valore nominale dei titoli posseduti del Prestito della Ricostruzione e così da usare gli stessi titoli come pagamento dell'imposta fino a un massimo del 20%. Ne derivò che la conversione riguardò oltre il 54% delle sottoscrizioni originarie (Banca d'Italia, 1948, pp. 137-138). Secondo Baffi (1986, p. 120), sia il Prestito della Liberazione che il Prestito della Ricostruzione causarono forti perdite per i sottoscrittori valutabili fra un terzo e la metà del patrimonio investito.

una maggiore autonomia dal Tesoro nell'ambito di una definizione istituzionale più solida delle sue prerogative. Un terzo e rilevante progresso, che permise alla Banca di sfruttare appieno tali risultati, fu il rafforzamento della sua organizzazione interna e della sua reputazione. Anche se in proposito si sono già individuate alcune tracce, è opportuno esaminare nel dettaglio i termini di una trasformazione che fu radicale, in quanto portò alla ridefinizione dei compiti di vari servizi e, per conseguenza, alla selezione e all'inserimento di uomini nuovi. In particolare, venne ridisegnata la rete interna delle funzioni e delle competenze; venne consolidata la credibilità nei confronti delle altre istituzioni nazionali e internazionali; si valorizzarono le risorse umane già disponibili e se ne acquisirono di nuove; vi fu un'importante apertura verso il coinvolgimento di collaboratori esterni, che segnò una discontinuità rispetto al passato almeno per la sua estensione. La Banca d'Italia si pose, così, in grado di rinnovare quel prestigio di cui era indispensabile dotarsi per affrontare, in modi non velleitari, la complessa strategia disegnata da Einaudi.

Il nuovo governatore diede molta importanza a questi interventi di riorganizzazione interna. Infatti, sin dal suo ingresso a via Nazionale, Einaudi decise di affidare a Baffi, nel suo ruolo di capo provvisorio del Servizio studi, il compito di ricostruire il quadro organizzativo della Banca. Tale quadro appariva assai incerto e problematico malgrado gli sforzi, anche di successo, compiuti fra le due guerre, prima, da Stringher e, poi, da Azzolini e Introna¹¹². Durante la guerra, questi due ultimi esponenti avevano cercato di salvaguardare la continuità operativa e funzionale della banca centrale. Il governatore Azzolini aveva opposto efficaci tattiche dilatorie, rispetto alle richieste dei militari tedeschi e dei ministri della Repubblica Sociale Italiana, per evitare che la gestione e gran parte della struttura dirigenziale della Banca d'Italia fossero trasferite al Nord. Il risultato era stato che, fatta salva una breve permanenza del governatore presso la Repubblica di Salò, nessun responsabile di alto livello della Banca aveva dovuto lasciare Roma contro la sua volontà. Per giunta, una volta diventato commissario della Banca e – in particolare – dalla seconda metà del 1944, Introna si era prodigato per migliorare l'efficienza organizzativa e per ripristinare quei collegamenti fra il centro e le filiali, almeno quelle meridionali, che erano necessari per la quotidiana operatività del sistema dei pagamenti e per il funzionamento della rete bancaria.

Eppure, il lungo elenco di carenze di assetto e di ferite aperte, documentato da Baffi, descriveva una situazione problematica. Il primo aspetto negativo riguardava il depauperamento del patrimonio della Banca da imputarsi non solo all'asportazione delle riserve auree, ma anche alla perdita di varie filiali nei territori esteri e ai danni di guerra relativi a immobili di proprietà in molte parti del paese¹¹³. Il bilancio della Banca era, inoltre, appesantito da un elevato ammontare di crediti in contenzioso e dal sostanziale immobilizzo della rilevante esposizione a favore dell'IRI (cfr. sopra, paragrafo 3). Il secondo aspetto

¹¹² Come ricorda Toniolo (2022, pp. 516-524 e 659-663 e 665-671), nel 1928 Stringher aveva portato a compimento una revisione statutaria che determinò anche la formalizzazione del direttorio composto dal governatore (egli stesso), dal direttore generale (Azzolini) e da un vicedirettore generale (Introna). Durante il suo governatorato (1936-'38), Azzolini aveva riformato il piccolo Servizio studi economici e statistici, istituito nel 1926, trasformandolo in un vero e proprio Servizio studi suddiviso in due sezioni (Italia ed Estero), con la prima sezione diretta da Baffi. Cfr. al riguardo: Croce, 2020.

¹¹³ Cfr. Banca d'Italia, 1946a, pp. 8-14; cfr. anche sopra, il paragrafo 1 e, in particolare, la più volte citata n. 12.

negativo era imputabile alle criticità gestionali, dovute soprattutto alle difficili condizioni in cui operavano le officine poligrafiche e all'impoverimento delle risorse umane. A tale riguardo, era considerevole il numero e il rilievo dei quadri direttivi della Banca d'Italia che erano stati oggetto di epurazione o che erano deceduti. Nel suo rapporto per Einaudi, Baffi sottolineava la mancanza di numerosi dirigenti: "il segretario generale, il capo di gabinetto, il capo del personale, l'avvocato capo, il direttore del Consorzio per sovvenzioni su valori industriali, i responsabili della gestione industriale e di quella immobiliare [del CSVI]"¹¹⁴.

Combinandosi con l'incompletezza degli organismi di vertice (la già ricordata mancanza del Consiglio superiore e di un membro del direttorio), questi vuoti dirigenziali avevano frenato l'operatività dei sempre più numerosi fronti di attività mettendo anche a rischio la disciplina interna e il rispetto delle gerarchie¹¹⁵. La diagnosi di Baffi si concludeva con una constatazione allarmata: l'arrivo di Einaudi e, poi, quello di Menichella avevano assicurato alla Banca d'Italia la presenza di "due uomini di eccelse qualità, ma venuti dall'esterno [e...] costretti a colloquiare direttamente con interlocutori modesti in termini di intrinseca capacità, di età, grado e prestigio (fra i quali colloco me stesso, direttore supplente degli studi) e a occuparsi di pratiche che, anziché discendere lungo una ordinata scala gerarchica, rimbalzavano su [Einaudi] per l'assenza o la vacanza negli altri gradi del direttorio"¹¹⁶.

Le osservazioni di Baffi sulla condizione di "solitudine del governatore" ponevano, dunque, l'esigenza di una non facile opera di riorganizzazione degli uffici e delle funzioni all'interno della Banca d'Italia; soprattutto, mostravano la necessità di un rafforzamento delle risorse umane¹¹⁷. Tale indicazione era conforme alle iniziative assunte da Einaudi che, oltre a introdurre nuovi modelli organizzativi, decise di selezionare quadri più giovani, già inseriti nella Banca, per ricoprire ruoli apicali e, al tempo stesso, di attrarre importanti risorse dall'esterno. Del primo gruppo fecero parte: lo stesso Paolo Baffi che fu nominato, anche formalmente, al vertice del Servizio studi; Paolo Ambrogio, proveniente dall'Ispettorato, che fu posto alla guida della Vigilanza; Antonio Rainoni, già allievo di Ernesto Rossi a Bergamo e suo tramite con Einaudi durante gli anni del carcere e del confino, che divenne responsabile della Segreteria particolare del governatore; Antonio D'Aroma, che assunse il delicato compito di dirigere l'ufficio di collegamento con le Autorità finanziarie alleate¹¹⁸; Riccardo

¹¹⁴ Baffi, 1986, p. 117.

¹¹⁵ Oltre alle considerazioni di Baffi e a varie annotazioni contenute nella prima parte del suo *Diario* (cfr. Einaudi, 1993, pp. 67-68, 124-125, 128-130), si noti che il governatore fu spinto a chiedere l'intervento di un intermediario fra il Governo militare alleato (GMA) e la Banca d'Italia al fine di porre sotto controllo il malcontento dei dipendenti per la scelta di concedere adeguamenti salariali differenziati per area geografica a seconda dei relativi differenziali inflazionistici (cfr. ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 14, fasc. n. 4, sfasc. n. 1, Einaudi a Grafftey Smith, 30 giugno 1945).

¹¹⁶ Baffi, 1986, p. 118.

¹¹⁷ Negli anni del governorato di Einaudi, si ebbe una sensibile crescita nel numero dei dipendenti che, complessivamente, passò da 7.957 (31 dicembre 1944) a 9.000 (31 dicembre 1947) e, un anno dopo, a 9.121. Si tratta di picchi che furono superati solo a partire dalla seconda metà degli anni Ottanta. I relativi dati ci sono stati forniti da Paolo Croce, a cui va il nostro ringraziamento.

¹¹⁸ Entrato in Banca nel 1938, Antonio era figlio di un precedente vicedirettore generale della Banca (Pasquale) e di una cugina di Bonaldo Stringher (Fredesvinda Gobbato). Anche D'Aroma seguì Einaudi al Quirinale, divenendo suo segretario particolare: cfr. D'Aroma, 1975.

Troilli, a cui venne affidato il controllo delle operazioni in valuta; Edoardo Roffi, già allievo di Einaudi alla Bocconi e successivamente suo segretario particolare al Quirinale, che venne nominato capo di gabinetto all'UIC. Il secondo gruppo fu ovviamente caratterizzato dalla scelta di Donato Menichella come direttore generale della Banca d'Italia; questi, che era stato dipendente della Banca per un triennio negli anni Venti, assunse l'importante incarico il 9 maggio 1946, all'età di cinquant'anni, dopo essere stato direttore generale dell'IRI per un decennio (1934-1944).

Durante il governatorato di Einaudi divenne pratica assidua anche l'apertura a collaboratori esterni che, interagendo con i vertici della Banca o con il Servizio studi, avevano il compito di elaborare contributi scientifici o approfondire questioni specifiche in materia di politica monetaria, di relazioni internazionali, di particolari provvedimenti relativi alla politica economica e fiscale. Come vedremo, in occasioni particolari, alcuni di tali collaboratori non tardarono ad assumere funzioni di rappresentanza o di *"alternate"* del governatore. Fra gli altri, Einaudi nominò Guido Carli come suo consulente personale (dal gennaio 1946)¹¹⁹, Ugo La Malfa come "consulente scientifico su problemi economici generali" (dal marzo 1946), Silvio Golzio come analista della dinamica settoriale dei prezzi e dell'economia reale (dal settembre 1946)¹²⁰. Furono inoltre variamente coinvolti sia accademici affermati (Costantino Bresciani Turrone) o in promettente ascesa (Sergio Steve), sia importanti dirigenti di impresa come Francesco Giordani, da far interagire con esponenti interni (oltre a Baffi, Federico Caffè)¹²¹.

Va ricordato che La Malfa lasciò l'incarico di consulente del governatore in una fase molto delicata per la definizione della politica monetaria (marzo 1947). In quanto membro della Costituente, a partire dalla seconda metà del 1946 La Malfa aveva cominciato a ricevere compensi da un altro ente pubblico; per questo motivo, egli fu oggetto – come Campilli e Vanoni – delle campagne diffamatorie di Andrea Finocchiaro Aprile e di una successiva indagine da parte della "Commissione degli Undici", guidata da Alfonso Rubilli. Nonostante l'avviso contrario di Einaudi, La Malfa mantenne ferma la sua decisione di chiudere – almeno temporaneamente – il rapporto formale con via Nazionale per il timore che anche la Banca d'Italia e il suo governatore potessero essere trascinati nell'agone della polemica politica¹²².

¹¹⁹ ASBI, Carte Carli, Pratt. n. 2, fasc. n. 3, sfasc. n. 2, Einaudi a Carli, 21 gennaio e 16 febbraio 1946. Nel 1945, Einaudi aveva favorito la nomina di Carli a membro del Consiglio di amministrazione del nuovo UIC, di cui Carli stesso divenne consulente generale nel giugno 1948. Rispetto a quest'ultimo incarico e all'ampio spettro di materie che la carica di consulente generale comportava, si veda: ASBI, Carte Carli, Pratt. n. 2, fasc. n. 3, sfasc. n. 2, Menichella a Carli, 30 giugno 1948.

¹²⁰ Cfr. ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 384, fasc. n. 1, sfasc. n. 82, Golzio a Einaudi, 11 ottobre 1946.

¹²¹ Sull'incarico conferito a Bresciani Turrone e relativo a questioni di economia internazionale e di statistica economica, si veda ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 3, fasc. n. 4, sfasc. n. 12, Rainoni a Bresciani Turrone, 29 settembre 1945.

¹²² Nella sua lettera di dimissioni a Einaudi, La Malfa affermò: "si tratta di cose indegne che mi mettono in furore. Tuttavia [...] dopo il modesto aumento dell'indennità per i deputati residenti in Roma, preferisco chiedere alla Sua cortesia la sospensione della consulenza fino alla chiusura dei lavori legislativi. Sotto tutto questo vi sono inconfessati e miserabili motivi politici, di fronte ai quali preferisco essere del tutto libero, sebbene, dopo aver lasciato la Banca commerciale e sospeso oggi quel poco di attività professionale che dovevo alla Sua cortesia, non mi trovi nelle migliori condizioni per apprezzare il valore di tanta libertà" (ASBI, Banca d'Italia, Direttorio

L'evidente intento di instaurare scambi sistematici fra la Banca d'Italia e gli ambienti scientifici esterni non deve suggerire che il nuovo governatore optasse per cambiamenti a tutto tondo. Anche in termini di organizzazione e di persone, Einaudi procedette con prudenza. Per esempio, nella fase iniziale del suo governatorato, egli si rifiutò di nominare i delegati della Banca d'Italia a Londra e a New York per il timore che la situazione internazionale fosse ancora così fluida da "bruciare" ogni iniziativa sistematica. Di conseguenza, il governatore fece in modo che l'onere di riattivare i negoziati con gli alleati fosse soprattutto affidato, anche sulle tematiche economiche, al nuovo ambasciatore italiano negli Stati Uniti, Alberto Tarchiani¹²³.

In tale quadro di misurato ma deciso rinnovamento, è necessario approfondire le ragioni che portarono alla nomina di Menichella a direttore generale. Va, innanzitutto, sottolineato l'accentuarsi delle divergenze fra Einaudi e Introna. Il governatore, pur spendendo iniziali parole di apprezzamento nei confronti del direttore generale per la sua fedeltà alla Banca di Stringher¹²⁴, non aveva condiviso la posizione critica assunta da Introna rispetto ad Azzolini e alla questione delle riserve auree¹²⁵. In particolare, Einaudi aveva considerato lesiva per la reputazione della Banca d'Italia la scelta di costituirsi parte civile nel processo contro il passato governatore, pur se limitatamente alle riserve auree¹²⁶. Introna aveva, invece, concepito il ruolo attivo della Banca nella vertenza giudiziaria come un atto dovuto per tutelare i diritti di proprietà della Banca stessa rispetto all'oro da recuperare al termine di una prevedibilmente complessa e delicata controversia internazionale. Inoltre, durante il periodo da commissario, Introna aveva riaperto il delicato problema del debito dell'IRI nei confronti

Einaudi, Pratt. n. 32, fasc. n. 3, La Malfa a Einaudi, 31 marzo 1947). La Malfa mantenne l'incarico di "alternate" di Einaudi presso il FMI. Si veda anche, per il suo rapporto formale con la Banca: ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 17, fasc. n. 2, sfasc. n. 1, 2 marzo 1946, Einaudi all'Ispettore Capo per l'ufficio riscontro spese.

¹²³ Noto antifascista e impegnato nel movimento 'Giustizia e libertà', Tarchiani si era rifugiato negli Stati Uniti all'inizio della Seconda guerra mondiale, dopo una lunga permanenza a Parigi. Negli Stati Uniti aveva instaurato rapporti così solidi con gli alleati da accompagnare le loro truppe nello sbarco a Salerno, dopo un breve soggiorno nel Regno Unito. Ministro dei lavori pubblici nel secondo governo Badoglio, Tarchiani era stato nominato da De Gasperi ambasciatore a Washington nel febbraio 1945, dopo che Einaudi aveva rinunciato a questo possibile incarico a favore – appunto – del governatorato.

¹²⁴ Einaudi, 1945, p. 119; cfr. anche la deferente replica di Introna, 1945, p. 123.

¹²⁵ Dopo l'armistizio, Introna architettò un ingegnoso espediente per nascondere circa metà delle riserve auree, detenute nella sacrestia della Banca d'Italia, così da sottrarle alle mire tedesche (cfr. anche il già citato documento manoscritto di Introna, in ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 19; cfr. anche sopra, n. 36). Dapprima, Azzolini diede il suo assenso all'iniziativa; poi, sostenendo la tesi (smentita da vari testimoni al processo a suo carico, ma non da Introna nella citata nota di agosto 1944: cfr. sopra, n. 36) che i tedeschi avessero dettagliate informazioni in merito alla consistenza dello *stock* di oro conservato presso la Banca, ordinò di smantellare il nascondiglio e acconsentì – anche se con una serie di vincoli – al trasferimento di gran parte delle riserve, prima, presso la sede della Banca d'Italia di Milano e, poi, a Fortezza.

¹²⁶ ASBI, Banca d'Italia, Verbalì del Consiglio Superiore, regg. 593, Tornata del 18 settembre 1948, Intervento di Menichella. Nella sua qualità di commissario della Banca d'Italia, Introna decise di costituire la Banca come parte civile nel processo ad Azzolini, limitatamente al capo di accusa relativo alla spoliazione dell'oro. Si trattò di una scelta controversa anche all'interno della Banca. Qui non si intendono avanzare giudizi di merito rispetto a una vicenda tanto intricata, che non è al cuore della nostra analisi (per due posizioni diverse, cfr. i già citati: Cardarelli e Martano, 2000; Fubini, 2024, pp. 110-131). Basti aggiungere che, a difesa di Azzolini, si levarono voci autorevoli come quelle di Mortara (cfr. la lettera del 27 agosto 1946 indirizzata a Menichella, in: ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Menichella, Pratt. n. 98.1, fasc. 8).

della Banca d'Italia, associando la sua posizione alla richiesta di smantellare lo stesso IRI perché giudicato un residuo "autarchico"¹²⁷. Infine, dopo essere stato nominato direttore generale, Introna aveva perorato l'applicazione delle norme vigenti rispetto ai vincoli patrimoniali delle banche, risalenti alla riforma bancaria del 1926, che avrebbero portato a più forti restrizioni di politica monetaria (cfr. *infra*).

La complessa trama istituzionale, che il nuovo governatore Einaudi mirava a tessere, rendeva insostenibile l'esistenza di conflitti interni a una Banca d'Italia già indebolita dall'esiguità dei suoi vertici ed esposta ad assetti politico-istituzionali fin troppo instabili¹²⁸. Come si è sopra accennato, non è quindi sorprendente che Einaudi non condividesse le posizioni di Introna e volesse procedere alla nomina di un nuovo direttore generale. Nel corso del 1945 e dei primi mesi del 1946, Menichella aveva avuto varie occasioni di incontrare e conoscere il nuovo governatore¹²⁹. Il giudizio di Einaudi nei suoi confronti era passato dall'idea che si trattasse di un direttore dell'IRI, operante nel solco della "tradizione dei bancari"¹³⁰, a un pieno apprezzamento per le modalità vigili ma non intrusive, con cui lo stesso Menichella aveva esercitato il controllo sulle tre banche di interesse nazionale (BIN), tanto da evitare interferenze politiche sulla loro gestione.

È probabile che l'evolversi delle valutazioni di Einaudi fosse stato influenzato dai giudizi molto positivi spesi nei confronti di Menichella da Raffaele Mattioli e dall'influente economista del Dipartimento del Tesoro statunitense, Henry Tasca¹³¹. Incisero, probabilmente, anche alcuni incontri informali che Einaudi ebbe con lo stesso Menichella e che si svolsero su sollecitazione di Guido Carli. In particolare, in un incontro avvenuto il 7 aprile 1945, Menichella informò Einaudi dei processi di epurazione avviati nell'ottobre del 1944 nei confronti di alti dirigenti dell'IRI (fra cui, oltre a Pasquale Saraceno e Giovanni Malvezzi, lui stesso)¹³². L'indignazione del governatore al riguardo spiega forse perché Einaudi decise di intervenire, deponendo a favore di Menichella nel giudizio di epurazione¹³³. Menichella fu

¹²⁷ Sul punto, una discussione dettagliata è offerta da: Fubini, 2024. Qui ci limitiamo a sottolineare che una trattazione esaustiva della questione richiederebbe una valutazione dell'economia mista (ossia, fondata sulla coesistenza di pubblico e privato: cfr. per esempio: Barca, a cura di, 2010) per il successivo sviluppo economico italiano.

¹²⁸ Banca d'Italia, 1946a, pp. 5-17.

¹²⁹ I vari contatti trovano riscontro nel *Diario* di Einaudi (cfr. Einaudi, 1993, pp. 249, 251, 438-439, 516, 582, 632) e in altri materiali d'archivio. Ci appaiono quindi difficilmente comprensibili le ragioni che spinsero Menichella, nel suo ricordo di Einaudi pronunciato *a latere* delle *Considerazioni finali* del nuovo governatore Carli (cfr. Menichella, 1962, p. 802), a sostenere di non aver mai avuto occasione di incontro con Einaudi fino alla proposta di nomina a direttore generale della Banca nell'aprile del 1946. La tesi di Menichella è avallata da Faucci (1986, p. 341). Più sfumata è, invece, la posizione di Ricossa (1992, pp. 12-13); e di uno dei figli di Einaudi (cfr. Mario Einaudi, 1986, p. 150).

¹³⁰ Einaudi, 1993, p. 76.

¹³¹ Einaudi, 1993, pp. 207-208 e 438. Sul ruolo di Tasca, cfr. *infra*.

¹³² Nel processo a carico di Menichella, il capo cruciale di accusa era di aver assecondato la decisione del Commissario dell'IRI, Alberto Asquini, di trasferire al Nord il portafoglio titoli della grande *holding* pubblica.

¹³³ Ancor prima di conoscere la sentenza della Corte, Menichella scrisse una lunga lettera personale a Einaudi (dicembre 1945), per ringraziarlo dell'"autorevolissimo e insostituibile" appoggio offerto con il suo intervento al processo, sottolineando che esso contribuiva a fugare ogni dubbio sull'esistenza di possibili controversie fra

assolto dalle imputazioni il 23 febbraio 1946 e venne reintegrato come direttore generale dell'IRI il 16 marzo. Dopo neanche un mese, nell'aprile del 1946, egli fu designato come direttore generale della Banca d'Italia dal governo De Gasperi su indicazione di Einaudi per poi essere nominato nel ruolo il successivo 8 maggio.

La scelta di Menichella da parte di Einaudi era fondata su motivazioni oggettive che trovarono concreta e positiva conferma sin dai primi momenti della loro collaborazione. L'esperienza di Menichella in alcune intricate vicende bancarie degli anni Venti e nell'IRI garantiva una profonda conoscenza della realtà finanziaria e produttiva italiana; il che rendeva possibile rafforzare le funzioni di controllo e di vigilanza sul settore bancario, contemperando le esigenze di finanziamento delle imprese con la garanzia di scongiurare un possibile ritorno a eccessi speculativi e – soprattutto – a rapporti incestuosi e a scalate fra banche e società industriali¹³⁴. Si è inoltre già detto che, agli occhi di Einaudi, Menichella aveva avuto il grande merito di valorizzare le tre BIN, salvaguardandone l'autonomia operativa e gestionale rispetto agli interessi politici, ma mantenendo un'adeguata supervisione e un attento controllo su queste stesse banche; il che attestava determinazione e attitudini manageriali¹³⁵. Infine, il cinquantenne Menichella vantava un evidente vantaggio anagrafico rispetto al quasi ottantenne Introna e al più che settantenne Einaudi.

La questione anagrafica non era certamente secondaria: essendo nel “pieno vigore” degli anni¹³⁶, il nuovo direttore generale avrebbe avuto l'energia per reggere il peso delle numerose e – per molti versi – delicate e impegnative missioni internazionali, a cui la Banca d'Italia sarebbe stata chiamata a partecipare a partire dal giugno del 1946: la lunga conferenza per il Trattato di Pace, i negoziati per l'adesione dell'Italia al nuovo sistema monetario internazionale, la ristrutturazione del debito estero, le visite di Stato a fianco del presidente del Consiglio. Baffi notò, al riguardo, che il primo anno di Menichella alla Banca fu quasi interamente trascorso lontano da via Nazionale a causa degli intensi impegni in missioni e tavoli internazionali; e che la discontinua presenza del nuovo direttore generale in Banca continuò anche nei delicati mesi dell'inverno-primavera 1947¹³⁷.

La conclusione è che, per le esigenze di Einaudi, Menichella rappresentava una figura ideale che sembrava pienamente idonea a interagire con il settore bancario, innestare nella cultura della Banca d'Italia una solida conoscenza della realtà produttiva e imprenditoriale del paese, cooperare per il consolidamento di proficui rapporti con i vari governi nazionali. Si trattava,

l'IRI e la Banca d'Italia (cfr. FLE, ALE, Corrispondenza, “Donato Menichella”, busta n. 2, Menichella a Einaudi, 23 dicembre 1945).

¹³⁴ Cfr. Toniolo, 2022, pp. 571 e 592-600.

¹³⁵ Stando alla testimonianza dello stesso Menichella (1962, pp. 802-804), si trattò della ragione principale per la decisione di Einaudi: “si sovvenne dell'empirica medicina adottata dall'IRI e pensò che il farmacista che l'aveva usata [...] potesse essere di qualche aiuto [...]. Pensò, come mi disse poi, che questa benedetta faccenda del controllo in fondo era questione di dosaggio, di indirizzo, ma non di invadenza, di rigorosa distinzione di funzioni e non di sostituzione del controllore al controllato”.

¹³⁶ Il riferimento è di Einaudi in una lettera al ministro Corbino (si veda anche infra, FLE, ALE, Corrispondenza, “Epicarmo Corbino”, Einaudi a Corbino, 17 aprile 1946).

¹³⁷ Baffi, 1986, p. 118.

in definitiva, “dell’uomo giusto al posto giusto” per condividere, rafforzare e realizzare quel complesso disegno strategico che il governatore stava intessendo¹³⁸.

L’esistenza di una forte complementarità fra le competenze del governatore e quelle del potenziale direttore generale trovò, del resto, la migliore conferma nelle motivazioni che Einaudi trasmise al governo a sostegno della candidatura di Menichella. In un appunto dell’aprile 1946 preparato per il ministro Corbino in vista della riunione del Consiglio dei ministri, Einaudi richiamò l’opportunità di “mettere a capo [... della Banca d’Italia] un uomo di prim’ordine nel pieno vigore dell’età [...], dotato di competenza eccezionale nei due rami bancario e industriale”. Egli proseguì affermando che l’inserimento di Menichella al vertice dell’istituto di emissione avrebbe garantito una maggiore efficacia nella lotta all’inflazione e avrebbe facilitato il compito “di adempiere ai fini di controllo giovandosi di una conoscenza sicura della situazione di tutta l’industria italiana, nazionalizzata e non [...], nel momento critico nel quale si decide se la ripresa economica possa compiersi senza ricorso all’inflazione monetaria”¹³⁹.

Nonostante l’impegno di Einaudi, la nomina del nuovo direttore generale non fu priva di ostacoli. Si dovettero superare l’aperta contrarietà di alcuni ministri e alcune perplessità di Corbino e dello stesso De Gasperi. Pur se con diversa intensità, il presidente del Consiglio e il ministro manifestarono dubbi sull’opportunità di attribuire così alte responsabilità in campo bancario e monetario a una personalità proveniente dai vertici dell’IRI¹⁴⁰. Il verbale del Consiglio dei ministri, relativo alla scelta del nuovo direttore generale della Banca d’Italia, attestò peraltro che fu proprio il presidente del Consiglio a porre termine alla discussione e ad appianare la questione in via definitiva. De Gasperi comunicò ai ministri che, “siccome la

¹³⁸ La sostituzione di Introna, a cui era stato conferito il titolo di direttore generale onorario, non fu priva di asprezze. Dopo più di due settimane dalla sua nomina, Menichella si dolse con Einaudi perché Introna era una presenza troppo ingombrante in Banca e continuava a intrattenere rapporti con molti funzionari senza però andarlo a trovare per sancire la successione (FLE, ALE, Corrispondenza “Donato Menichella”, Menichella a Einaudi, 24 maggio 1946). Passata un’altra decina di giorni, Einaudi scrisse a Introna sollecitandolo a effettuare un formale passaggio delle consegne in modo che Menichella potesse appropriarsi di tutte le pratiche di pertinenza del direttore generale. Introna rispose, in modo piccato, di aver atteso una chiamata da parte di Menichella “fin dal primo momento”; ed Einaudi reagì rimarcando altrettanto seccamente che, “come era giusto”, spettava a Introna prendere contatto con Menichella, e non viceversa, chiedendogli dunque di procedere “senza ulteriore indugio” (FLE, ALE, Corrispondenza, “Niccolò Introna”, Einaudi a Introna, 6 giugno 1946).

¹³⁹ FLE, ALE, Corrispondenza, “Epicarmo Corbino”, Einaudi a Corbino, 17 aprile 1946. Nella stessa lettera Einaudi ritornava sul delicato tema del rapporto banca-industria: “aggiungo solo che se, come potrebbe accadere per suggerimento esterno, si dicesse essere la nomina del Menichella cagionata dalla brama dell’industria di mettere piede nella Banca d’Italia è ovvio osservare che la proposta parte precisamente dalla preoccupazione opposta, quella cioè di adempiere ai fini di controllo propri della Banca d’Italia giovandosi di una conoscenza sicura della situazione di tutta l’industria italiana, nazionalizzata e non”.

¹⁴⁰ La sistemazione del credito, vantato dalla Banca d’Italia nei confronti dell’IRI (cfr. paragrafo 3), era emblematica del potenziale conflitto di interessi che avrebbe coinvolto Menichella senza l’immediata decisione di non riaprire quella pratica. Menichella si sarebbe infatti trovato a valutare, in una posizione di vertice dal lato del mutuante, un contratto di debito che lui stesso aveva stipulato dal lato del mutuatario. I vari ministri appuntarono, però, le loro critiche su altri aspetti. Per esempio, Gullo (Agricoltura) sostenne l’opportunità di attendere il varo della Costituente, mentre Scoccimarro (Finanze) sottolineò l’inamovibilità di Menichella dall’IRI. Pur palesando perplessità sul nome, Corbino fu invece determinato nel riconoscere l’urgenza della nomina.

Banca d'Italia" doveva "occuparsi di economia e di industria", Einaudi aveva ragione nel sollecitare che alla sua direzione fosse posta "una persona pratica"¹⁴¹. La posizione di De Gasperi spianò la strada alla successiva approvazione all'unanimità della proposta per la nomina di Menichella¹⁴².

Resta aperto l'interrogativo del perché, nonostante lo sforzo di riorganizzazione affrontato, Einaudi non abbia completato la funzionalità ordinaria della Banca d'Italia, procedendo alla ricostituzione del Consiglio superiore e all'individuazione del terzo membro del direttorio. Dato che le procedure di nomina del Consiglio prevedevano il coinvolgimento attivo delle filiali territoriali, la divisione dell'Italia in due tronconi aveva reso impraticabile un passo del genere al momento della nomina del governatore (gennaio del 1945) e durante i mesi successivi. Per giunta, la piena funzionalità del Consiglio richiedeva un'adeguata operatività delle articolazioni decentrate e, dunque, una preventiva riparazione dei danni immobiliari subiti, in proporzioni diverse, dal sistema di filiali della Banca d'Italia. Tuttavia, al momento della nomina del direttore generale e – comunque – nel giugno 1947 all'atto della delega al direttore generale dei compiti di governatore e della nomina di un nuovo vicedirettore (Paride Formentini, anch'egli proveniente dall'IRI)¹⁴³, tali ostacoli erano superati o aggirabili, come peraltro suggerito da Introna¹⁴⁴. Si è invece già accennato che il Consiglio superiore venne ripristinato solo nel luglio 1948, quando Einaudi era ormai diventato Presidente della Repubblica. La nostra ipotesi è che questi ritardi siano stati il frutto di una combinazione fra la debolezza politica dei governi e una precisa opzione di Einaudi. Date le numerose decisioni straordinarie ancora da assumere, i nuovi vertici della Banca preferirono concentrare le responsabilità nelle mani del governatore (o di chi ne faceva le veci) e di un ristretto gruppo di nuovi dirigenti¹⁴⁵.

¹⁴¹ Consiglio dei ministri, Verbale del 18 aprile 1946 in Ricci (a cura di), 1996, pp. 974-975.

¹⁴² *Ivi*. È interessante ricordare che, una volta salito al Quirinale, Einaudi dovette nuovamente far sentire la sua voce in seno al governo per sostenere la candidatura di Menichella a governatore. Alcuni ministri del quinto governo De Gasperi avanzarono infatti una candidatura esterna, quella di Costantino Bresciani Turrone, che non era particolarmente gradita al nuovo Presidente della Repubblica. Del resto, anche durante il suo governorato, Einaudi fu molto attivo nell'orientare nomine in cariche importanti sebbene esterne alla Banca d'Italia. Basti qui ricordare i casi di Alessandro Molinari all'Istat e di Ernesto Rossi all'ARAR (cfr. rispettivamente: ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 19, fasc. n. 8, sfasc. n. 5, Molinari a Einaudi, 27 agosto 1945; ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 8, fasc. n. 6, sfasc. n. 5, Einaudi a De Gasperi, 15 dicembre 1945).

¹⁴³ Gigliobianco, 2006, pp. 249-254.

¹⁴⁴ Cfr. ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 11. Si tratta di due appunti manoscritti di Introna che riguardavano lo statuto della Banca d'Italia e che non sono datati (ma risalgono, presumibilmente, al giugno 1947 e al maggio 1948).

¹⁴⁵ La nostra interpretazione è confortata da una testimonianza successiva di Baffi, contenuta in uno scambio epistolare con D'Aroma. In quello scambio, si richiamò la rilevanza dei problemi organizzativi rispetto alla scelta dei tempi e ai contenuti della politica monetaria nel corso del governorato Einaudi. Secondo Baffi, appariva plausibile che Einaudi avesse "puntato troppo sulla supplenza di Menichella, quando era egli stesso impegnato nelle attività che ricordi (cioè Costituente etc.), e che quindi i problemi della gestione aziendale e quello del controllo della liquidità interna (con la moral suasion, la manovra dei tassi e delle riserve) siano rimasti un poco negletti (e in ciò mi sono riconosciuto una parte di colpa). La mia impressione è che essi se ne rendessero conto, ma non se la siano sentita di scegliere un vicedirettore generale fra quei funzionari ai ferri corti fra di loro, in parte sotto epurazione e (salvo alcuni di questi) in non grande distinzione". ASBI, Carte Baffi, Governatore onorario, Pratt. n. 16, fasc. n. 11, Baffi a D'Aroma, 5 febbraio 1986.

6. La riorganizzazione della vigilanza

Un aspetto fondamentale della storia della Banca d'Italia negli anni del governatorato Einaudi, che merita un'analisi specifica, riguarda la ripresa delle attività di controllo e vigilanza sul settore bancario. L'intento non è di riproporre l'esame dell'evoluzione istituzionale e normativa lungo le linee che abbiamo già sinteticamente tratteggiate nel paragrafo 2. Si tratta, piuttosto, di assumere il quadro lì definito per chiarire due punti importanti ma non ancora affrontati: la politica della Banca d'Italia rispetto all'articolazione strutturale dell'insieme delle banche alla fine della Seconda guerra mondiale, che sarà esaminata nel punto 6.1.; la posizione della stessa Banca rispetto alle numerose iniziative dal basso che portarono, sin dalla primavera del 1946, a un processo spontaneo di crescita e trasformazione degli istituti autorizzati a esercitare il credito a medio e lungo termine (ICM) e che saranno esaminate nei punti 6.2. e 6.3.

6.1 La politica degli sportelli

Con riferimento al primo aspetto, nei due anni iniziali del suo governatorato, Einaudi intervenne soprattutto per allentare i preesistenti vincoli che condizionavano pesantemente l'operatività del settore bancario con il fine di ampliare i gradi di libertà degli istituti di credito nel finanziamento del processo di ricostruzione e di ripresa economica. Va letta in tale chiave la decisione di rimuovere la "sospensiva" all'apertura di nuovi sportelli, che era stata introdotta nel 1938¹⁴⁶. Mantenuta dal commissario Introna e sostanzialmente accettata dal ministro Soleri, la "sospensiva" si inseriva in un quadro normativo e istituzionale che non aveva subito sostanziali mutamenti, rispetto alle leggi bancarie del 1926 e del 1933, e che era considerato soddisfacente dalla Commissione economica per la Costituente e dalla stessa Costituente in termini di struttura dell'offerta di credito e di rapporto fra banche e imprese non-finanziarie¹⁴⁷. Peraltro, il quadro morfologico del settore bancario italiano aveva fatto registrare modifiche strutturali riconducibili a un forte processo di concentrazione, che era stato molto intenso durante le crisi degli anni Venti e Trenta: esso aveva portato all'uscita dal mercato di circa il

¹⁴⁶ Per tutta la durata del conflitto il numero degli sportelli bancari era rimasto pressoché invariato, con modeste oscillazioni intorno al livello di 6.850. Si veda G[iovanni]. L[ovato]., "Cenni sulla storia della politica degli sportelli bancari seguita negli ultimi quindici anni", novembre 1962, ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 1171, fasc. n. 1.

¹⁴⁷ Cfr. Gigliobianco, Piluso e Toniolo, 1999, p. 231. Si veda anche: Albareto e Trapanese, 1999, pp. 39-41 e 73-74. Come già segnalato, il solo cambiamento rilevante era stato indotto dall'abolizione dell'Ispettorato del credito. Al riguardo, va ricordato che l'articolo 28 della legge bancaria del 1936 attribuiva all'Ispettorato il compito di autorizzare la costituzione di nuove banche e l'apertura di sportelli da parte degli istituti esistenti sulla base di criteri fissati dal Comitato dei ministri. Dopo la sua abolizione e a partire dall'agosto del 1947, la competenza per l'approvazione delle aperture di nuovi sportelli bancari passò alla Banca d'Italia che agiva nel rispetto delle linee strategiche stabilite dal neocostituito CICR. Tuttavia, prima di raggiungere questo assetto, vi fu una fase (già ricordata) in cui la divisione dei compiti fra Banca e ministero del Tesoro fu confusa. Anche sotto tale aspetto, gli anni del governatorato di Einaudi furono dunque caratterizzati da un elevato grado di incertezza istituzionale. Nella pratica, le decisioni venivano adottate dalla Banca per essere poi sottoposte all'approvazione del ministero del Tesoro; la procedura si basava, però, su criteri di valutazione delle richieste piuttosto indeterminati.

70% delle banche e alla chiusura di circa il 35% degli sportelli bancari con conseguente caduta del 25% delle cosiddette “aree bancabili”¹⁴⁸.

Non è sorprendente che, nella situazione descritta, le grandi banche mirassero a consolidare la struttura del settore e che le banche locali cercassero di conquistare nuovi spazi. Il blocco all’apertura di nuovi sportelli alimentava, così, tensioni crescenti perché ostacolava il buon esito delle pressanti richieste di autorizzazione che le varie tipologie di banche avanzavano per scopi diversi. La scelta di Einaudi di rimuovere questo blocco si basò anche sui riscontri preliminari e sui risultati finali di un’indagine che, come si è sopra ricordato, fu redatta dal nuovo responsabile della vigilanza (Paolo Ambrogio) nell’aprile del 1946¹⁴⁹. In essa si confermò la necessità di un’espansione degli sportelli che fosse anche funzionale a un auspicato incremento dei prestiti bancari, con il duplice intento di sostenere la crescita delle attività produttive e di migliorare la redditività e l’operatività gestionale delle banche. Il settore bancario italiano doveva, infatti, sopportare un gravoso impegno per assorbire i crescenti costi del personale che derivavano, fra l’altro, dal blocco dei licenziamenti e dagli obblighi di reintegro dei reduci di guerra¹⁵⁰.

La riorganizzazione del settore bancario italiano non si limitò alla richiesta di nuovi sportelli ma si estese all’obiettivo di aumentare la capitalizzazione e di apportare modifiche statutarie¹⁵¹. Rispetto ai modesti numeri del 1944, nel 1945 gli aumenti di capitale effettuati dagli istituti di credito ammontarono a quasi 538 milioni di lire (con quarantanove ricapitalizzazioni autorizzate) e, nel 1946, si attestarono intorno ai 1.250 milioni di lire (con settanta ricapitalizzazioni autorizzate)¹⁵². Si trattava di dinamiche significative ma insufficienti a colmare quelle deficienze strutturali che le banche italiane avevano accumulato nel periodo bellico e che erano state aggravate dalle pesanti svalutazioni patrimoniali in termini reali causate dai processi inflazionistici. In ogni caso, nei primi tre anni del dopoguerra, le trasformazioni più importanti del settore bancario riguardarono l’apertura di nuovi sportelli anche perché venne proseguita una politica restrittiva verso le richieste di apertura di nuovi istituti. Si ricordi che, fino all’avvento del CICR, le scelte della Banca d’Italia in materia si traducevano in pareri che andavano, poi, sottoposti al definitivo vaglio autorizzativo del ministero del Tesoro.

Il modesto numero di nuovi sportelli, approvati in via definitiva (119) ed effettivamente aperti (75) nel corso del 1945, lasciò il posto a un’espansione molto più marcata nell’anno successivo tanto che, per l’insieme del biennio, i tassi di aumento furono elevati sia nell’ammontare delle richieste avanzate dalle banche sia nell’incidenza delle approvazioni vagliate dalla Banca

¹⁴⁸ Cfr. Albareto e Trapanese, 1999, p. 45. Si veda anche: Conigliani, 1990.

¹⁴⁹ Si rinvia alle precedenti note 12 e 34.

¹⁵⁰ Cfr. Albareto e Trapanese, 1999, pp. 126-127. Si vedano anche: Mazzantini, 1949 e la lettera di Mattioli a Einaudi del 13 febbraio 1947, in APPB, Carte Baffi Fregene, fald. n. 4, fasc. n. 13.

¹⁵¹ Qui si trascura l’importante tema delle modifiche statutarie, in quanto il problema divenne soprattutto cruciale nei primi anni Cinquanta. Cfr. al riguardo: Asso e Nerozzi, 2016, pp. 115-126; Asso e Nerozzi, 2017, pp. 198-211; Asso, Nerozzi e Selmi, 2024, pp. 324-328. Con riguardo alle considerazioni sui rafforzamenti patrimoniali, si veda anche: Albareto e Trapanese, 1999, pp. 75-78.

¹⁵² Si vedano, in particolare: Banca d’Italia, 1946a, p. 19; 1946b, pp. 27 e 44-45; 1947, pp. 150-151.

d'Italia e varate dal ministero del Tesoro. Infatti, le richieste bancarie sfiorarono il 30% del numero di sportelli esistenti alla fine del 1944, mentre quelle autorizzate in via definitiva furono pari a quasi l'8% (rispettivamente, 1.981 e 531 in confronto al dato iniziale di 6.848). Il totale degli sportelli potenzialmente operativi a fine 1946 raggiunse, così, il livello di 7.379 con un incremento di ben 140 comuni "bancabili"¹⁵³. Specie se letti alla luce degli ambigui riscontri quantitativi illustrati nella precedente nota, è comunque arduo valutare la portata espansiva delle scelte di autorizzazione (forse diverse) auspiccate dalla Banca e praticate dal Tesoro. Di conseguenza, non si è nelle condizioni di fornire un fondato apprezzamento della portata di tali cambiamenti per la struttura del mercato bancario italiano. L'impressione, tuttavia, è che l'apertura degli sportelli, decisa da Einaudi, non abbia segnato una discontinuità strutturale¹⁵⁴.

L'ultima osservazione non va interpretata in senso estremo: vi furono cambiamenti rilevanti. Nell'esaminare le incidenze percentuali, occorre infatti considerare due aspetti. Innanzitutto, il settore bancario avanzò richieste ad alto impatto, che erano giustificate dall'eccezionalità dei tempi e dalle nuove esigenze operative; il risultato fu un aumento di quasi un terzo nella dotazione totale di sportelli nell'arco di un biennio. Inoltre, l'incidenza aggregata delle richieste approvate risentì del fatto che le autorizzazioni concesse non si adeguarono, in modo passivo, alla composizione della domanda di apertura di nuovi sportelli ma risposero a obiettivi morfologici della banca centrale¹⁵⁵.

A quest'ultimo riguardo, va notato che le richieste di nuovi sportelli provennero soprattutto dalle grandi banche che, in molti casi (gli esempi più evidenti furono la BNL e il Banco di Roma), miravano a rafforzare la propria rete nelle aree di nuova industrializzazione e nei centri urbani di media e grande dimensione. I loro piani di espansione furono giudicati "esagerati" dalla Banca d'Italia, anche perché la scelta di Einaudi fu di concentrare i nuovi sportelli in

¹⁵³ Banca d'Italia, 1946b, pp. 46-48; Banca d'Italia, 1947, pp. 147-149. Nel valutare l'evidenza empirica, è comunque essenziale riferirsi almeno a un biennio, in quanto le richieste di autorizzazione da parte delle banche ottenevano raramente una valutazione definitiva nel corso dell'anno solare. È inoltre necessario considerare le sovrapposizioni derivanti dal doppio filtro, esercitato da Banca d'Italia e ministero del Tesoro. Basti considerare in proposito che, nel primo anno di concessione di nuove autorizzazioni (1945): a fronte di richieste per l'apertura di 603 nuovi sportelli, la Banca d'Italia espresse 162 pareri favorevoli e rigettò 319 domande, non completando la valutazione in più del 20% dei casi (122); il Tesoro esaminò così 481 richieste, ne approvò in via definitiva meno del 25% (119), ne respinse 192 e non completò la pratica in più del 35% dei casi (170). Se si riferissero arbitrariamente le 119 autorizzazioni definitive ai soli pareri favorevoli provenienti nell'anno dalla Banca, il tasso di accettazione da parte del Tesoro sarebbe pari a quasi tre volte il 25% - ossia il 73%; ed esso raggiungerebbe una percentuale ancora maggiore, includendo le deliberazioni favorevoli assunte dal Tesoro nel 1946 ma con riferimento al 1945. La lettura dei dati diventa ancora più impervia per il 1946. In quell'anno, a fronte di richieste per l'apertura di 1.378 nuovi sportelli, la Banca d'Italia espresse 484 pareri favorevoli e rigettò 186 domande, non completando la valutazione in quasi il 40% dei casi; il Tesoro vagliò l'equivalente di poco più del 77% dei pareri favorevoli ricevuti dalla Banca, autorizzando il 27% delle richieste nell'anno. Il quadro empirico diventa ancora più opaco se si aggiunge che vi furono ritardi anche fra la definitiva autorizzazione e l'effettiva apertura degli sportelli da parte delle banche beneficiarie. Sebbene la legge prevedesse una validità dell'autorizzazione di apertura per un tempo massimo di sei mesi, solo il 63% degli sportelli autorizzati nel 1945 e meno del 53% (198) di quelli autorizzati nel 1946 vennero aperti nei rispettivi anni.

¹⁵⁴ Si ritiene che le autorizzazioni all'apertura degli sportelli fossero subordinate a un forte vaglio politico. Gigliobianco (2006, pp. 208-209) fornisce una lettura più positiva dei numeri ricordati.

¹⁵⁵ Banca d'Italia, 1947, pp. 144-146.

aree non coperte (così da renderle “bancabili”) e di rafforzare la copertura delle periferie urbane, delle aree rurali e di altre zone decentrate poco coperte¹⁵⁶. Tale strategia portò a privilegiare gli istituti locali che erano maggiormente orientati al finanziamento delle piccole imprese, degli artigiani e dei commercianti operanti in quelle aree. Prova ne sia che, nel 1946, le casse di risparmio ottennero l’apertura di 121 sportelli e le banche popolari di 71; per contro, il corrispondente aumento negli sportelli delle tre grandi banche di interesse nazionale (BIN) si fermò a 22. In questo modo, anche attraverso un significativo aumento delle piazze bancabili, Einaudi inaugurò un processo diretto all’estensione territoriale e alla parcellizzazione delle attività creditizie che fu poi attuato, in forme più intense, da Menichella nel corso degli anni Cinquanta. Nei tre anni del governatorato Einaudi, le piazze bancabili aumentarono da 3.680 a 3.961¹⁵⁷.

Sarebbe, tuttavia, forzato ricondurre le scelte di Einaudi, appena descritte, a una volontà di procedere verso una decisa liberalizzazione delle attività bancarie. Infatti, nel biennio 1945-1946, il tasso di valutazione negativa espresso dalla Banca d’Italia rispetto alle domande di apertura di nuovi sportelli si mantenne assai elevato, sfiorando il 51%¹⁵⁸; e, nel 1946, la Banca decise di non autorizzare due terzi delle richieste che avevano per oggetto la costituzione di nuove banche tanto che, nel corso del governatorato Einaudi, il numero di banche scese ulteriormente da 1.461 a 1.360¹⁵⁹.

Resta vero che, diversamente dalle successive priorità del governatorato di Menichella, Einaudi non si limitò a estendere le relazioni fra banche e imprese nei vari segmenti locali del mercato del credito, ma si propose anche di promuovere una qualche forma di concorrenza. Come venne sottolineato nella *Relazione* per il 1946, uno degli intenti della vigilanza era quello di assicurare la coesistenza fra le diverse categorie di banche (grandi e piccole; ICDP, Casse di risparmio e popolari) in ogni provincia; e, per sostanzare tale intento, si procedette a ulteriori concessioni in relazione all’andamento della crescita economica. Peraltro, i vincoli assai stringenti alla creazione di nuove banche miravano a evitare concentrazioni di categorie di istituti simili in una stessa zona così da “contemperare le giustificate esigenze delle banche

¹⁵⁶ ASBI, Banca d’Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 16, fasc. n. 2, Relazione per l’esercizio 1945, 11 maggio 1946. Nella relazione si osservava che “informalmente si è cercato di indurre i singoli istituti a precisare le richieste più importanti [...]; non ci si nasconde che non è possibile contentare tutti neppure sul programma minimo specialmente quando si tratta di piazze chiave come Prato, Empoli, Monza cui tendono due, tre, perfino cinque istituti contemporaneamente”.

¹⁵⁷ Va comunque ricordato che, almeno in linea di principio, il governatore non era un sostenitore acritico delle piccole banche locali, riconoscendone i potenziali punti di forza ma anche le molte fragilità. Si vedano al riguardo: Einaudi, 1930; Albareto e Trapanese, 1999, pp. 23-24. Più in generale, la posizione di Einaudi sulle implicazioni dell’eccessivo numero di istituti in termini di operatività ed efficienza e la sua valutazione del processo di concentrazione bancaria negli anni Venti e Trenta sono specificate in vari scritti. Si vedano per esempio: Einaudi, 1926, 1934 e 1935.

¹⁵⁸ Una percentuale così elevata fu anche causata dalla diversa composizione delle richieste, sopra ricordata. Al riguardo, non si può essere più precisi perché né la Relazione generale del servizio Vigilanza né, tantomeno, la *Relazione annuale* della Banca si soffermarono sulle motivazioni adottate per rigettare le richieste.

¹⁵⁹ G[iovanni]. L[ovato]., “Cenni sulla storia della politica degli sportelli bancari seguita negli ultimi quindici anni”, novembre 1962, ASBI, Banca d’Italia, Studi, Pratt. n. 1171, fasc. n. 1.

con l'opportunità di non recare pregiudizio alle aziende preesistenti"¹⁶⁰. Il che prefigurava una subordinazione del principio di concorrenza agli obiettivi della stabilità e della difesa del conto economico delle banche.

Questo riscontro è troppo circoscritto per aprire una riflessione sistematica sul complesso rapporto fra concorrenza e stabilità nel settore bancario italiano¹⁶¹. Certo è che le scelte di Einaudi contribuirono a salvaguardare la redditività bancaria pur in presenza di consistenti aumenti nelle retribuzioni del personale e della lievitazione nei costi di impianto. È invece problematico stabilire se le modalità, con cui venne superata la sospensione all'apertura di nuovi sportelli, abbiano rafforzato l'efficienza e la concorrenza o – al contrario – abbiano consolidato posizioni di rendita in vari segmenti locali del mercato italiano del credito. Qui basti notare che è analiticamente ingiustificato assumere come invariante la segmentazione di mercato e attribuire conseguenze negative per la concorrenza alla concentrazione in ciascuno dei relativi segmenti. Almeno in linea di principio, un aumento della concentrazione potrebbe infatti ridurre il grado di segmentazione mettendo in concorrenza, anche mediante trasferimenti fra filiali di uno stesso istituto, territori e mercati prima frammentati.

6.2 Le trasformazioni del credito mobiliare

Einaudi non concepì la funzione di vigilanza della Banca d'Italia come limitata al controllo dell'evoluzione del settore bancario in senso proprio. Durante il suo governatorato, la Banca svolse anche un ruolo attivo e rilevante rispetto alla profonda e controversa trasformazione del credito speciale e mobiliare.

Negli anni fra le due guerre, la stabilità del circuito del credito a medio e lungo termine era stata garantita dall'esistenza di pochi istituti (i cosiddetti "istituti Beneduce"¹⁶²) che avevano limitato la presenza delle banche in senso stretto nel finanziamento di progetti di investimento ad alta intensità di capitale e a redditività differita nel tempo. Grazie all'operato degli ICM, furono ridotti i rischi di perpetuare quella commistione fra banche e imprese che era stata alla base della lunga e drammatica stagione di crisi bancarie e che aveva imposto il salvataggio pubblico delle tre maggiori banche del Paese e di molti altri istituti di minore dimensione. Il contesto favorevole e alcune innovazioni di ingegneria finanziaria avevano, poi, consentito la nascita e lo sviluppo di un mercato obbligazionario a lungo termine che aveva contribuito a finanziare gli investimenti senza richiedere un'accentuata trasformazione delle scadenze bancarie, fornendo così un ulteriore presidio alla stabilità finanziaria. La complessa riforma del 1936 e i nuovi assetti finanziari erano stati il portato di quelle crisi e di quei salvataggi.

Tuttavia, la legge bancaria del 1936 non aveva definito una disciplina chiara e rigorosa del credito a medio e lungo termine nei diversi aspetti operativi e di inquadramento istituzionale.

¹⁶⁰ Banca d'Italia 1947, pp. 145-146.

¹⁶¹ Il tema è affrontato in: Albareto, 1999; e Gigliobianco, Piluso e Toniolo, 1999. Le relative analisi si soffermano, però, sugli anni Cinquanta e oltre.

¹⁶² Ci si riferisce al Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche (CREDIOP) e all'Istituto di Credito per le Imprese di Pubblica Utilità (ICIPU), sorti rispettivamente nel 1919 e nel 1924; a essi si aggiunsero, nel 1929, l'Istituto di Credito Navale (ICN) e, nel 1931, l'Istituto Mobiliare Italiano (IMI). Si vedano Baratta, 1983; Asso e De Cecco, 1994; Lombardo, 1998.

Le maggiori criticità erano due. Primo, il titolo VI della legge (destinato appunto al “medio e lungo termine”) si rivolgeva esclusivamente a un numero ristretto di istituti; il riferimento era, infatti, circoscritto agli “istituti Beneduce” e a quegli istituti che erano stati autorizzati dalla legislazione precedente a esercitare il credito fondiario, il credito edilizio e il credito agrario. Specie alla luce degli stringenti vincoli che la vigilanza della Banca d’Italia aveva posto all’inclusione di tale tipologia di credito nell’operatività delle banche ordinarie (seppure non vietata, in modo esplicito, dalla legge del 1936), ciò determinava una “chiusura” rispetto a chi era chiamato a esercitare il credito a medio e lungo termine; chiusura che non trovava invece riscontro nell’attività bancaria tradizionale. Il secondo tema, altrettanto delicato, riguardava l’approssimazione degli altri articoli compresi nello stesso titolo VI; in particolare, rispetto agli ICM, niente si diceva sulla regolamentazione della loro vigilanza, sugli strumenti per la loro autorizzazione preventiva, sulle tipologie della loro raccolta, sugli eventuali limiti relativi all’acquisizione di partecipazioni azionarie¹⁶³.

Non è quindi sorprendente che, a guerra ancora in corso e a seguito dei primi provvedimenti con cui si stanziavano fondi pubblici per la ricostruzione di impianti¹⁶⁴, le imprese e le stesse banche commerciali (incluse le casse di risparmio e le popolari) premessero per un allargamento dei possibili istituti incaricati di effettuare finanziamenti a medio-lungo termine. Approfittando delle sostanziali carenze normative, queste pressioni ebbero buon gioco nel forzare la “chiusura” nel numero di ICM prevista dalla legge bancaria. Le pressioni dal basso segnarono un primo successo con l’autorizzazione che, dopo un lungo e travagliato *iter* istruttorio, il ministero del Tesoro concesse a Mediobanca nell’aprile del 1946¹⁶⁵.

Inizialmente, la Banca d’Italia si oppose a tale autorizzazione che segnò l’evoluzione del credito mobiliare in Italia. In attesa di un sistematico intervento legislativo che la Vigilanza aveva più volte auspicato sotto forma di un “testo unico bancario” da approvare in via di urgenza, Einaudi assunse un orientamento restrittivo. Egli chiese al ministro del Tesoro, cui spettava la decisione di autorizzare la costituzione del nuovo istituto, di attendere almeno fino a quando il governo non avesse provveduto a colmare il vuoto normativo¹⁶⁶. Le perplessità di Einaudi erano sorrette da motivazioni che andavano al di là delle problematiche giuridiche; esse sollevavano preoccupazioni in termini di stabilità monetaria e bancaria e, più in generale, in termini di impiego inefficiente delle risorse pubbliche destinate al finanziamento della ricostruzione. A quest’ultimo riguardo, il governatore interpretò il fermento, che sin dal 1944

¹⁶³ Il credito a medio e lungo termine era disciplinato da soli quattro articoli: il 42, che prevedeva l’obbligo di trasmissione dei bilanci all’Ispettorato; il 44, che attribuiva all’Ispettorato il potere di autorizzare aumenti di capitale o l’emissione di obbligazioni; il 45, che vietava la partecipazione a sindacati di collocamento di azioni o obbligazioni, senza l’autorizzazione dell’Ispettorato; il 46, che vietava il ricorso a prestiti esteri e l’acquisto di partecipazioni finanziarie all’estero senza l’autorizzazione dell’Ispettorato.

¹⁶⁴ Il primo provvedimento fu introdotto dal Decreto legislativo luogotenenziale, 1° novembre 1944, n. 367.

¹⁶⁵ Asso e Raitano, 1999; La Malfa, 2025.

¹⁶⁶ La posizione di Einaudi si basò anche su alcuni “Appunti” di Ambrogio che il direttore generale, Introna, aveva condiviso (ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 12). Oltre alla Vigilanza, Einaudi si servì del servizio di “Consulenza legale” della Banca, guidato dal giurista Guido Ruta. Furono poi coinvolti consulenti esterni, fra i quali Alfredo De Gregorio (ordinario di diritto commerciale alla Sapienza) che intervenne con pareri e appunti per il governatore. Si veda ASBI, Banca d’Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 8734, fasc. n. 9, dove sono conservati i primi testi prodotti in reazione all’autorizzazione concessa a Mediobanca.

puntava alla creazione di altri e numerosi ICM, come il tentativo da parte di esponenti del mondo politico, bancario e imprenditoriale di conquistare quote importanti delle risorse pubbliche e degli aiuti internazionali che sarebbero stati destinati al finanziamento degli investimenti in nuovi impianti e macchinari¹⁶⁷. Egli nutriva, inoltre, il timore che un'eccessiva estensione del circuito dei "mobiliari" aprisse spazi per riprodurre quegli intrecci perversi fra banche e imprese, che avrebbero generato situazioni di squilibrio nelle scadenze temporali fra la raccolta e gli impieghi con l'alto rischio di riprodurre le condizioni che avevano connotato le crisi bancarie fra le due guerre.

Sebbene l'approccio critico e restrittivo di Einaudi fosse condiviso e proseguito anche durante la supplenza e – poi – il governatorato di Menichella, la Banca d'Italia fallì nell'intento di evitare un'eccessiva proliferazione di nuovi ICM. L'iniziativa per la fondazione di Mediobanca, che era stata avanzata dapprima dalla sola Comit nel settembre del 1944¹⁶⁸, ebbe successo e fece da battistrada a un inarrestabile aumento nel numero degli ICM. Invece, la Banca d'Italia riuscì, non senza fatica per i continui rinvii, ad arginare i potenziali danni che tale processo di cambiamento istituzionale avrebbe potuto generare per la stabilità monetaria e la fiscalità generale, ottenendo una più chiara definizione del quadro normativo e regolamentare.

Nel giro di pochi mesi si giunse alla costituzione di Mediobanca (aprile 1946) e di Centrobanca (maggio 1946), cui fece seguito – dopo una lunga controversia – la trasformazione di Efibanca in un vero e proprio istituto autorizzato all'esercizio del credito a medio termine¹⁶⁹. Alla fine, Einaudi sfumò la propria opposizione al varo di Mediobanca nel timore che le maggiori banche commerciali potessero aprire sezioni di credito speciale o essere – comunque – coinvolte in

¹⁶⁷ Subito dopo l'armistizio era stata approvata una prima legge speciale (la già citata 367/1944) che destinò risorse pubbliche alla ricostruzione degli impianti industriali e fornì un sostegno normativo alle ambizioni appena richiamate. Per giunta, la nuova legge disegnò incentivi a pioggia per la distribuzione dei fondi pubblici, indebolendo così la separazione fra credito a breve e credito a lungo termine per ragioni sia strutturali (concessione di privilegi a favore delle banche pubbliche non comprese negli ICM), sia tecniche (possibilità di concedere fidejussioni e anticipazioni per aggirare i vincoli del breve termine). Si veda anche: Asso e Raitano, 1999, pp. 331 e ss.

¹⁶⁸ Nel marzo del 1946, Einaudi comunicò al direttore della sede di Milano della Banca d'Italia (Sforza) di non aver appoggiato l'iniziativa. Il progetto iniziale di Mattioli (settembre 1944) prevedeva che il nuovo istituto prendesse il nome di "Unione bancaria per l'esercizio del credito mobiliare" (ovvero, in forma abbreviata, "Unionbanca") a conferma della volontà di costruire una compagine allargata di partecipanti. Al momento della sua costituzione (aprile 1946), il nuovo istituto fu denominato "Banca di credito finanziario" (ovvero, in forma abbreviata, "Mediobanca"), che fu poi definitivamente trasformato in "Mediobanca. Banca di credito finanziario" nell'ottobre 1949.

¹⁶⁹ Efibanca (Ente Finanziamenti Industriali) era stata costituita nel 1939 e fu trasformata in un vero e proprio ICM soltanto nel settembre del 1949. Il progetto originario era stato realizzato da un gruppo di grandi imprese industriali, pubbliche e private (fra cui, IRI, Fiat, Pirelli, SMI e altre), con l'obiettivo di smobilizzare e ridefinire i loro crediti nei confronti dello Stato che derivavano, prevalentemente, dalle commesse belliche. L'approvazione della sua trasformazione in ICM seguì un *iter* molto lungo e controverso, che venne avviato ad aprile 1946 (in coincidenza con la nascita di Mediobanca) e durò più di tre anni. Questo triennio di trattative fu caratterizzato da aspre polemiche che contrapposero il presidente di Efibanca (Cesare Merzagora dal settembre 1945) e la Banca d'Italia (cfr. Asso e Raitano, 1999). L'iniziativa di Centrobanca fu, invece, molto più rapida e lineare. Essa fu patrocinata da un gruppo qualificato di banche popolari settentrionali (Novara, Milano e Bergamo possedevano le quote più rilevanti) per favorire la concessione di finanziamenti a medio termine destinati alle piccole e medie imprese.

attività a medio-lungo termine. Il governatore ben sapeva che, in caso di fallimento o di ridimensionamento del progetto, la Banca Commerciale di Mattioli avrebbe attivato in proprio un'operatività a lungo termine, confezionando attività in forme compatibili con il vincolo del breve termine: "il sugo è che le banche di interesse nazionale" – così Einaudi scrisse nel suo *Diario* – "faranno anche le operazioni a medio termine dando loro l'apparenza di operazioni a breve"¹⁷⁰. Tuttavia, una volta costituita Mediobanca, la Banca d'Italia dovette accettare la realizzazione di iniziative simili, per evitare discriminazioni che avrebbero consentito alle tre BIN di beneficiare di privilegi esclusivi. Alcuni grandi istituti di diritto pubblico restarono comunque tagliati fuori dall'esercizio del credito mobiliare, mentre il Banco di Napoli e – soprattutto – la BNL ottennero l'autorizzazione a rafforzare o ad aprire numerose "sezioni" deputate all'esercizio del credito speciale¹⁷¹.

Le distorsioni che la nascita dei nuovi ICM produsse nell'impianto generale della legge bancaria furono così palesi che le relazioni di vigilanza della Banca d'Italia non indussero all'uso di forme diplomatiche. Il processo in atto di trasformazione del circuito a medio e lungo termine fu stigmatizzato utilizzando espressioni di insolita durezza: "inutili doppioni", creati con "movente politico", frutto di manovre provenienti "da gruppi di pressione per l'accaparramento di fondi pubblici"¹⁷². Al fine di limitare i danni di una simile deriva, Einaudi e i suoi principali collaboratori puntarono a fissare regole stringenti che circoscrivessero, con chiarezza, gli ambiti di operatività dei nuovi istituti; e, almeno inizialmente, ottennero buoni risultati¹⁷³.

6.3 Le iniziative della Banca d'Italia

Fin dall'autunno del 1945, il governatore sollecitò i ministri competenti affinché si definissero per via normativa i limiti giuridici, temporali e perfino lessicali che avrebbero dovuto presidiare l'operatività dei nuovi ICM¹⁷⁴. Lo scopo principale era di evitare qualsiasi confusione o commistione con le tradizionali attività bancarie tanto che, nel maggio 1946, il neoentrato Menichella propose che, per eliminare ogni possibile fraintendimento da parte del pubblico sulla loro natura, fosse persino vietato l'uso del suffisso "banca" nella ragione sociale

¹⁷⁰ Einaudi, 1993, p. 299.

¹⁷¹ Anche sul fronte delle "sezioni" di credito speciale presso gli ICDP vi furono molte tensioni dovute ai rifiuti, in cui incapparono alcuni di essi (Monte Paschi e Banco di Sicilia), a fronte del trattamento di apertura riservato ad altri (appunto, la BNL e il Banco di Napoli). Soprattutto la BNL riuscì, nel giro di pochi anni, a completare i propri programmi di "gestioni parallele" a copertura dei diversi segmenti del credito speciale: accanto alla sezione per il credito fondiario (1923), cinematografico (1935), peschereccio (1937) e alberghiero (1937), la BNL aprì una sezione per le piccole e medie imprese (1947), la cooperazione (sempre nel 1947), l'industria (1949) e, infine, le opere pubbliche (1958). Viceversa, i netti rifiuti opposti al Monte dei Paschi di Siena e al Banco di Sicilia trassero alimento non solo da una più bassa protezione politica, ma anche dal conflitto che si verificò in merito alla riforma dei loro statuti (si vedano, in proposito: Asso e Nerozzi, 2016 e 2017).

¹⁷² Si fa specifico riferimento a un testo preliminare della Relazione annuale del servizio di Vigilanza per il 1950. Cfr. anche: Asso e Raitano, 1999, pp. 387-389; Baratta, 1999.

¹⁷³ Dopo aver manifestato la sua opposizione al progetto Mediobanca, Einaudi palesò a Sforza che la battaglia sulle regole era appena incominciata. L'intenzione era, infatti, di far approvare "norme restrittive sulla possibilità di raccogliere depositi da altre aziende di credito e sulla possibilità di emettere buoni fruttiferi al portatore" (Introna al ministero del Tesoro, 6 marzo 1946, citato in Asso e Raitano, 1999, pp. 366-367).

¹⁷⁴ Il tema fu trattato da Einaudi anche nelle sue ultime *Considerazioni finali* (Banca d'Italia, 1947, pp. 158-159).

degli istituti mobiliari in via di costituzione¹⁷⁵. Tale proposta, che travalicava la comprensibile esigenza di presidiare la distinzione fra le varie forme di credito e rischiava di scadere in un vero e proprio ostracismo verso i finanziamenti di medio-lungo periodo, non ebbe successo. Le preoccupazioni, espresse dalla Banca d'Italia, consentirono comunque di alimentare la discussione sulle regole.

La materia del contendere riguardava soprattutto il lato passivo del bilancio. Gli statuti dei nuovi ICM prevedevano, infatti, una significativa estensione delle modalità di raccolta che, per quanto riguardava gli istituti di prima generazione, era stata invece limitata all'emissione di obbligazioni. La tesi del governatore era che anche i nuovi ICM avrebbero dovuto iscrivere al proprio passivo solo forme di ricchezza finanziaria vincolate per almeno due anni; e che, anche se avessero rispettato in modo sostanziale – e non solo formale – la soglia temporale minima¹⁷⁶, le passività non avrebbero potuto essere etichettate con il termine di “deposito”. Lo scopo era di escludere ogni rischio di sovrapposizione o di fraintendimento fra le modalità di raccolta del risparmio delle banche ordinarie e quella degli ICM, imponendo limiti ben definiti alle passività di questi ultimi riguardo alla forma, alla durata e alle controparti. Si voleva, infatti, evitare che allocazioni più rischiose coinvolgessero, a loro insaputa, le famiglie risparmiatrici e, in particolare, quelle in possesso di modesti *stock* di ricchezza.

Il governatore sollecitò con successo l'introduzione di tre ulteriori capisaldi: il divieto per i nuovi istituti di accedere al risconto presso la Banca d'Italia in caso di crisi di liquidità; la non estensione ai nuovi istituti del regime fiscale di favore che era stato originariamente previsto per gli istituti Beneduce, così da evitare pericolose tensioni sui conti pubblici; l'ampliamento dei poteri di vigilanza della Banca d'Italia su tutti gli ICM, sebbene ciò non fosse stato previsto dalle leggi bancarie del 1926 e del 1936. Nel solo caso di Mediobanca, la Banca d'Italia ottenne l'istituzione di un quarto presidio. L'autorizzazione di Mediobanca fu, infatti, subordinata alla sottoscrizione di una “lettera d'intenti”, con cui il Ministero del Tesoro richiedeva al nuovo istituto un impegno formale a “non raccogliere in nessuna forma somme di pertinenza di aziende di credito nazionali”. Tale clausola, che non trovò riscontro negli statuti o nei vincoli propri ad altri istituti autorizzati a esercitare il credito oltre il breve termine, mirava ad attenuare i legami che si sarebbero inevitabilmente creati fra le tre grandi banche di interesse nazionale (e in particolare, la Comit) e il nuovo istituto guidato da Enrico Cuccia. Essa fu recepita in via formale dal Consiglio di Mediobanca in occasione della sua prima riunione del 15 giugno 1946 e venne “scrupolosamente osservata” fino alla sua sospensione avvenuta nel 1965¹⁷⁷.

¹⁷⁵ Il riferimento è contenuto in un testo prodotto dal Servizio vigilanza, con cui si proponevano modifiche alla legge bancaria a integrazione delle norme contenute nel titolo VI. Il testo fu inviato da Menichella ai ministri Corbino (luglio 1946) e Bertone (novembre 1946) senza tuttavia ottenere che fosse recepito in un provvedimento legislativo (cfr. Asso e Raitano, 1999, pp. 384-385).

¹⁷⁶ Il punto evocato è complesso e riguarda, di fatto, le poste su ambedue i lati del bilancio. Vi sono infatti molteplici espedienti che consentono di eludere il vincolo delle attività solo a breve termine e quello delle passività solo a medio-lungo termine. Qui si trascura il tema, salvo per i pochi cenni che si faranno tra breve.

¹⁷⁷ Si veda MBCA, SGEM, CS2F, 4, pp. 17-18, Cuccia al Servizio Vigilanza sulle Aziende di Credito, 18 dicembre 1964.

La debolezza della generale situazione politica ed economica italiana, che portò alle dimissioni di Corbino nel settembre del 1946 e alimentò la ripresa inflazionistica, non offrì un quadro favorevole all'accoglimento delle richieste avanzate dalla Vigilanza della Banca d'Italia. Tuttavia, poco prima di dimettersi, Corbino riuscì ad approvare un primo e importante provvedimento che applicava ai nuovi ICM non soltanto le norme previste dal titolo VI della legge del 1936 (superando, quindi, il problema della "chiusura" nel numero degli ICM), ma anche quelle che disciplinavano i titoli V (esercizio del credito a breve termine), VII (procedure per la risoluzione delle crisi) e VIII (disposizioni penali)¹⁷⁸. In definitiva, grazie alla nuova legge, gli ICM di seconda generazione venivano sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia anche attraverso l'esercizio dei poteri ispettivi e le procedure di autorizzazione per aumenti di capitale ed emissioni di prestiti. Le materie non coperte erano, poi, rinviate all'approvazione di un testo unico che, però, non avrebbe mai visto la luce¹⁷⁹.

Passarono più di tre anni prima che altri capisaldi, già presenti nelle proposte della Banca d'Italia a partire dalla primavera del 1946, fossero recepiti e applicati ai nuovi istituti. Si dovette, infatti, attendere la delibera del CICR del 21 ottobre 1949 per giungere a una più chiara distinzione fra banche e ICM, fissando ufficialmente i termini di durata delle operazioni attive e passive che i nuovi istituti avrebbero potuto attivare. Per quanto riguardava la raccolta, gli strumenti dei nuovi ICM furono limitati all'emissione di obbligazioni e di buoni fruttiferi (fra 18 e 60 mesi), prevedendo però anche la possibilità di offrire certificati di deposito (fra 12 e 60 mesi) con un limite complessivo fissato a quindici volte il patrimonio¹⁸⁰. Inoltre, la possibilità di assumere partecipazioni azionarie da parte dei nuovi istituti venne contenuta entro un valore massimo pari alla metà del patrimonio. Infine, il CICR respinse in via definitiva le proposte, formulate da Cuccia e Merzagora, che avrebbero consentito l'accesso dei nuovi ICM a operazioni di smobilizzo e di ristrutturazione degli attivi presso la banca centrale. Tuttavia, venne consentita una qualche flessibilità nelle procedure di rifinanziamento, attraverso lo sconto di titoli pubblici e i riporti finanziari¹⁸¹.

Le reazioni negative nei confronti di questa regolamentazione non si fecero attendere. Come presidente di Efibanca, Merzagora esprime "viva costernazione" rispetto alla delibera del CICR, sostenendo che non si sarebbe dovuto pensare "solo al freno ma anche all'acceleratore"; egli aggiunse che la costituzione di nuovi ICM rappresentava un rafforzamento e non una minaccia per la stabilità del settore bancario, cosicché l'opposto timore della Banca d'Italia

¹⁷⁸ DLCP, 23 agosto 1946, n. 370, contenente "Norme relative alla vigilanza sugli istituti esercenti il credito a medio o a lungo termine". Il provvedimento fu pubblicato in Gazzetta Ufficiale soltanto dopo oltre tre mesi, il 7 dicembre 1946.

¹⁷⁹ Gran parte delle richieste presentate dalla Banca d'Italia per marcare le differenze fra "banca" e "istituto" non furono accolte. Come osservò laconicamente Menichella in un'annotazione autografa a margine di una lettera che gli era stata inviata dal ministro del Tesoro Campilli sullo statuto di Centrobanca: "Ambrogio: e tutte le nostre osservazioni che fine hanno fatto?" (citata in Asso e Raitano, 1999, p. 385).

¹⁸⁰ Per la Banca d'Italia, l'inserimento dei certificati di deposito di breve-medio periodo fra gli strumenti di raccolta degli ICS fu uno scotto da pagare per raggiungere i risultati appena ricordati.

¹⁸¹ In merito alle operazioni attive, si stabilì una scadenza superiore a un anno e si limitarono i livelli di concentrazione dei finanziamenti.

appariva “esagerato e mortificante”¹⁸². Nella sostanza, la delibera del CICR fece sì che i nuovi ICM non avessero accesso né alle anticipazioni dell’istituto di emissione, né a forme di garanzia pubblica sulle passività. La Banca d’Italia ritenne che tali divieti fossero indispensabili non solo per scongiurare operazioni di smobilizzo di eventuali partite incagliate a carico della fiscalità generale, ma anche per la “libertà d’azione nell’esplicazione della propria politica monetaria e bancaria”¹⁸³. Al riguardo, la secca replica di Menichella alle critiche di Merzagora fu duplice: in primo luogo, l’accesso al risconto da parte degli ICM avrebbe imposto alla Banca di “puntellare situazioni difficili con espansione permanente di circolante”¹⁸⁴; in secondo luogo, sotto il profilo fiscale, la mancata previsione di forme di garanzia pubblica sui titoli emessi dai nuovi ICM dipendeva dal fatto che non si perseguivano “obiettivi di interesse pubblico, ma fini di lucro”¹⁸⁵.

La conclusione è che, nonostante una convergenza di interessi fra ministri, banchieri ed esponenti dell’industria, l’argine eretto da Einaudi e Menichella per contenere l’espansione degli ICM consentì di limitarne l’estensione operativa pur in mancanza di un’adeguata regolamentazione complessiva. Per rafforzare le proprie prerogative di vigilanza e di politica monetaria, la Banca d’Italia favorì la decisione di concentrare nell’IMI i fondi destinati dallo Stato alla ricostruzione mediante la cosiddetta legislazione di emergenza (1946-1953). Einaudi sostenne che, per contenere un cattivo uso delle risorse pubbliche, fosse opportuno affidarsi ai vecchi istituti Beneduce, e in particolare all’IMI, che garantivano un minor rischio di commistione politica e più affidabili criteri tecnici per la selezione delle domande di finanziamento. L’IMI non dovette così sobbarcarsi la responsabilità patrimoniale dei finanziamenti, operando “per conto dello Stato” attraverso “gestioni speciali” e “comitati di gestione” che affiancavano la sua attività ordinaria. Per di più, esso venne autorizzato a emettere buoni fruttiferi a breve scadenza per sostenere, con prefinanziamenti o prestiti ponte, i piani di ricostruzione delle imprese. L’accesso degli altri ICM a una quota residuale di questi fondi, che pure rappresentò la principale e – in alcune fasi – l’esclusiva fonte di approvvigionamento degli ICM date le loro difficoltà a finanziarsi con le emissioni ordinarie sul mercato interno, non godette di analoghi privilegi.

La Banca d’Italia intervenne, poi, con successo per impedire l’estensione del credito mobiliare alle imprese assicurative. La proposta, avanzata dall’INA, di autorizzare anche le compagnie di assicurazione alla concessione di credito mobiliare fu respinta dal governo, accogliendo il parere negativo della Banca d’Italia. A complemento di tali iniziative, Einaudi decise di eliminare ogni coinvolgimento della Banca d’Italia nell’erogazione del credito all’industria

¹⁸² Archivio Storico del Banco di Roma (d’ora in avanti, ASBR), carte Guarneri, busta n. 12, fasc. n. 45, “Efì”, Merzagora a Menichella, 18 marzo 1950.

¹⁸³ ASBI, Banca d’Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 50, citato in Asso e Raitano, 1999, p. 334, n. 45.

¹⁸⁴ ASBR, Menichella a Merzagora, 29 agosto 1949, carte Guarneri, busta n. 12, fasc. n. 45, “Efì”, citato in Asso e Raitano, 1999, p. 377.

¹⁸⁵ ASBI, Banca d’Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 26, fasc. n. 34, Promemoria di Menichella del 16 gennaio 1948, citato in Asso e Raitano, 1999, p. 393. A rinforzo della sua affermazione, Menichella aggiunse: “non si possono accettare particolari ragioni che interessano l’economia nazionale tali da giustificare provvedimenti di eccezione”.

attraverso il CSVI. Egli non aderì neppure alle sollecitazioni di Menichella a sostegno delle richieste del settore laniero (maggio 1946) e declinò l'invito per far parte del comitato incaricato di fornire pareri sull'allocazione del primo miliardo di lire di anticipazioni a favore delle imprese garantite dallo Stato. Nella visione di Einaudi, la Banca d'Italia doveva "rimanere alien[a] dal partecipare a operazioni estranee al suo ufficio"¹⁸⁶. Nel periodo successivo, con riguardo alla gestione di risorse pubbliche e – in particolare – di quelle provenienti da mercati o investitori internazionali (prestiti Eximbank, prestiti ERP, prestiti della Banca Mondiale), la scelta dell'accentramento nell'IMI e, poi, anche nella Cassa per il Mezzogiorno fu percorsa con decisione dalla Banca d'Italia di Menichella.

7. I difficili negoziati economici internazionali dopo l'8 settembre

Nella prospettiva di Einaudi, la riconquista dell'autonomia e del prestigio della Banca d'Italia aveva anche l'obiettivo di contribuire al rafforzamento dei ruoli e delle iniziative che, a livello diplomatico, il governo italiano era chiamato a svolgere nei principali negoziati internazionali ma che, per evidenti ragioni, faticava ad assumere. Infatti, agli occhi di molti dei paesi che erano usciti vittoriosi dalla guerra solo dopo aver sopportato costi umani e sociali molto elevati per difendere la propria libertà e la democrazia europea, l'Italia apparteneva al novero dei nemici che erano stati l'origine e la causa di una minaccia tanto esistenziale. D'altro canto, la sottoscrizione anticipata dell'armistizio e la connessa guerra di liberazione nazionale avevano trasformato l'Italia in uno dei paesi capaci di contribuire alla sconfitta del nazi-fascismo. Pertanto, come emerse durante i negoziati, la posizione italiana era ambigua e le prospettive problematiche. L'Italia ambiva ad acquisire spazi propri a un paese co-belligerante nell'ambito del nuovo ordine economico internazionale che si stava configurando in quegli anni. Per pervenire a questo risultato, era però necessario che gli alleati riconoscessero l'ambizione italiana come legittima. Pertanto, per il nostro Paese, la posta in gioco decisiva riguardava, innanzitutto, la stessa ammissione come partecipante e attore nei negoziati¹⁸⁷.

Il contributo della Banca d'Italia fu soprattutto prezioso in tre ambiti. Il primo derivava dal fatto che, al di là di tensioni contingenti con le forze alleate (cfr. *infra*), la Banca e i suoi vertici testimoniavano sia una discontinuità rispetto al fascismo sia la persistenza di affidabili presidi istituzionali. Il secondo di tali ambiti derivava dall'impegno, profuso dalla Banca, per far sì che la comunità internazionale riconoscesse lo sforzo economico, compiuto dall'Italia dopo l'8 settembre 1943, al fine di finanziare la guerra contro la Germania nel proprio territorio e al fine di sostenere gli oneri di occupazione delle forze alleate. Il terzo ambito, proiettato in un orizzonte di medio periodo, mirava a definire un percorso graduale e realistico che, facendo perno su un'equilibrata fissazione del cambio fra la lira e il dollaro statunitense, permettesse il reinserimento dell'economia italiana nei mercati internazionali.

Per sostanziare gli ultimi due ambiti, Einaudi si avvale delle grandi capacità tecniche e negoziali di Menichella e Carli che sarebbero, poi, diventati i suoi successori come governatori. Ambedue gli esponenti della banca centrale seppero ritagliarsi un ruolo da

¹⁸⁶ ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, pratt. n. 118.

¹⁸⁷ In occasione della Conferenza di Bretton Woods nel luglio del 1944, la richiesta presentata dal governo Bonomi di poter inviare un rappresentante in qualità di osservatore era stata respinta dagli Stati Uniti.

protagonisti nelle diverse trattative. Va peraltro ribadito che, nella difficile fase di costruzione di rapporti più cooperativi con le forze militari alleate, Introna fornì contributi rilevanti; e che le posizioni di Menichella e Carli ricevettero un crescente supporto analitico e statistico da parte del Servizio studi della Banca, guidato da Baffi – ossia dal loro più immediato successore nel ruolo di governatore. Ciò testimonia che Einaudi impegnò le migliori risorse umane della Banca per sostenere l’inserimento del Paese nel nuovo quadro internazionale.

Fatto è che, durante il governatorato di Einaudi, la Banca d’Italia si trovò impegnata su più fronti internazionali. I tre principali furono: l’apertura di nuove relazioni con gli alleati, finalizzate a ridurre il grado di conflittualità e a rafforzare i sentimenti di fiducia reciproca; il sostegno ai governi De Gasperi nella complessa definizione del Trattato di pace (aprile – ottobre 1946) e nella gestione della prima missione ufficiale negli Stati Uniti (gennaio 1947); il decisivo apporto per negoziare l’ingresso dell’Italia negli accordi di Bretton Woods e favorire la sistemazione dei debiti prebellici (ottobre 1946 – agosto 1947). Nel presente paragrafo, si esamina il primo fronte; nel successivo i due rimanenti.

Il primo fronte, che portò alla sistemazione dei risvolti finanziari del conflitto e alla soluzione dell’annosa questione delle am-lire (1945-1946), acquisisce il giusto rilievo solo se si considera che – come sopra accennato – i rapporti fra le autorità finanziarie alleate e la Banca d’Italia furono per qualche tempo molto tesi. Va ricordato al riguardo che, nei mesi immediatamente successivi allo sbarco anglo-americano in Sicilia, le filiali della Banca nei territori liberati versavano in condizioni precarie e avevano un’operatività limitata; il che rendeva problematico soddisfare le esigenze monetarie delle truppe alleate¹⁸⁸. Per di più, si verificarono vari incidenti. Einaudi annotò il 1° febbraio 1945 nel *Diario* un episodio che aveva riguardato la sede di Palermo della Banca d’Italia all’arrivo degli alleati: discostandosi dalle affermazioni di altri dipendenti, il direttore aveva deciso di occultare le riserve disponibili di biglietti e aveva, in questo modo, alimentato le diffidenze del comando statunitense verso la Banca¹⁸⁹. Inoltre, man mano che le truppe alleate risalivano la penisola, sia il Banco di Napoli che il Banco di Sicilia avevano proposto ai comandi anglo-americani di ripristinare le loro antiche funzioni di banche di emissione, rispolverando i vecchi “calchi” per la stampa che avevano utilizzato fino al 1926¹⁹⁰; in particolare, già nell’aprile 1944, giunsero sul tavolo del commissario Introna informative qualificate che annunciavano l’intenzione

¹⁸⁸ Fino all’arrivo di Einaudi, le filiali nei territori liberati furono formalmente dirette dal commissario Arturo Atti. Come ricorda Gigliobianco (2006, pp. 175 e ss.), Atti era stato membro del Consiglio superiore della Banca e viveva a Bari, dove aveva precedentemente svolto le funzioni di reggente della sede locale.

¹⁸⁹ Einaudi (1993, p. 100) scrisse che, nel radicare i sospetti degli alleati nei confronti della Banca d’Italia, poteva “aver avuto influenza l’atteggiamento del direttore della sede di Palermo della Banca, il quale, interrogato dagli alleati [su] quale scorta di biglietti possedesse, rispose, a differenza degli altri, semplicemente che: *niente*” (il corsivo è nell’originale).

¹⁹⁰ ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, pratt. n. 84, fasc. n. 1, “Memoria” di Mancini sul mercato clandestino dei preziosi e delle valute a Roma dall’armistizio in poi. La memoria conteneva, a margine, alcune osservazioni di Introna sull’opportunità di inserirne alcune parti nella *Relazione annuale* della Banca.

alleata di ripristinare il diritto di emissione di moneta legale da parte del Banco di Napoli, unico istituto italiano che poteva vantare cospicui depositi negli Stati Uniti¹⁹¹.

Tali segnali generarono ovvie preoccupazioni in Banca d'Italia che vedeva, così, allontanarsi la possibilità di ripristinare il proprio controllo sull'offerta monetaria nel territorio nazionale. Le tensioni con gli alleati furono stemperate solo nel novembre 1944 allorché, grazie alle scelte di alcuni funzionari statunitensi e – in particolare – all'intervento del giovane economista Henry Tasca (inviato a Roma dal Segretario del Tesoro Henry Morgenthau come suo diretto fiduciario), divenne inequivocabile che la Banca d'Italia sarebbe stato l'unico interlocutore del Governo militare alleato su temi connessi alla circolazione monetaria e ai cambi¹⁹².

Il chiarimento consentì la soluzione di vari aspetti istituzionali, che abbiamo già in parte richiamato. Fin dal gennaio 1945, Tasca si adoperò perché la Banca d'Italia acquisisse la piena direzione della politica valutaria. In sintonia con i vertici della Banca, egli si oppose alla ricostituzione del vecchio INCE e dissuase Soleri dal creare una dipendenza diretta del nuovo Ufficio cambi (UIC) rispetto al suo ministero del Tesoro¹⁹³. Inoltre, la missione Quintieri-Mattioli negli Stati Uniti, per altri versi fallimentare, era riuscita ad aprire una trattativa per il ripristino della piena sovranità monetaria in capo alla Banca d'Italia (novembre 1944)¹⁹⁴. Introna concluse questo negoziato dopo un anno, accordandosi con il presidente della Commissione finanziaria alleata (l'ammiraglio Ellery Stone) perché la Banca riacquisisse l'esclusivo diritto di emissione della moneta legale sul territorio nazionale, comprese le

¹⁹¹ ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 20, promemoria non firmato ma presumibilmente di Luigi Podestà, già delegato della Banca a New York, 21 aprile 1944.

¹⁹² Si veda, in proposito, Harper, 1986, pp. 33-34. Tasca, rappresentante permanente del Tesoro degli Stati Uniti presso l'Ambasciata statunitense a Roma, restò a lungo una figura di riferimento per le scelte di politica valutaria e per i rapporti con la finanza internazionale. Secondo Caffè, al tempo economista del Servizio studi, Tasca occupava "una stanza del direttorio della Banca d'Italia (e) soprintendeva a tutto ciò che riguardava le relazioni finanziarie del nostro paese", a partire dalla regolamentazione della politica valutaria (Cafagna *et al.*, 1983, p. 77).

¹⁹³ Soleri riconobbe che sarebbe stato un errore escludere la Banca d'Italia dalla politica valutaria, come era stato invece fatto negli anni Trenta da Guido Jung e Felice Guarneri (Toniolo, 2022, pp. 616 e ss.). Introna scrisse al riguardo: "gli alleati, Tasca in testa, hanno una sola tesi: la Banca d'Italia deve avere la direzione della politica valutaria" (ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Introna, Pratt. n. 54, fasc. n. 1, sfasc. n. 3, Appunti di una riunione tenuta il 15 gennaio 1945 con Soleri, Introna, ed Einaudi). Va peraltro ricordato che, nella stessa riunione, Einaudi dovette accettare il rifiuto da parte di Soleri e Introna di una sua proposta che prospettava l'inclusione di alcuni rappresentanti delle banche commerciali, accanto agli esponenti indicati dai vari ministeri economici, nel Consiglio di amministrazione del nuovo UIC. Verosimilmente, l'obiettivo di Einaudi era di stabilire un maggior equilibrio fra cariche politiche e personalità espresse dal mondo bancario per consentire un primo processo di decentramento delle decisioni valutarie verso i principali intermediari di mercato.

¹⁹⁴ La missione era stata inviata dal presidente del Consiglio, Ivanoe Bonomi, per fornire agli alleati un primo quadro delle condizioni dell'economia italiana. Guidata da due banchieri – Quinto Quintieri (Banca di Calabria e già ministro delle Finanze nel II governo Badoglio) e Raffaele Mattioli (Comit) – e completata da Egidio Ortona ed Enrico Cuccia, la missione si trattenne negli Stati Uniti dal novembre 1944 al marzo 1945. Nonostante la mancanza di risultati concreti sulle principali questioni economiche e finanziarie oggetto di discussione, a cominciare dal riconoscimento statunitense della circolazione di "am-lire", la missione rappresentò la prima e importante occasione di trattativa diplomatica fra Italia e Stati Uniti. Si veda, per una recente ricostruzione: Tremolada, 2015.

am-lire fino ad allora direttamente stampate dagli alleati. Il punto venne incluso negli accordi sottoscritti fra lo stesso Stone e De Gasperi nel febbraio 1946¹⁹⁵.

Tuttavia, come era già risultato evidente dagli insoddisfacenti esiti della missione Quintieri-Mattioli, il contenzioso più complesso con gli alleati non riguardava gli aspetti istituzionali bensì la copertura delle spese sostenute per la liberazione del paese. Il finanziamento di quelle spese aveva fortemente inciso sull'espansione della circolazione monetaria, contribuendo – secondo un'interpretazione diffusa e condivisa dalla Banca d'Italia – a generare instabilità e nuove tensioni sui prezzi. Il primo strumento di finanziamento delle spese belliche degli alleati era stata l'emissione di am-lire destinate sia a pagare gli stipendi dei soldati, sia ad assicurare gli approvvigionamenti essenziali e l'acquisto di beni di consumo e servizi. Ciò aveva attivato una fitta rete di transazioni fra l'esercito alleato, da un lato, e le imprese industriali, gli enti pubblici e gli esponenti dell'"economia civile" (per usare l'espressione scelta da Baffi¹⁹⁶), dall'altro. Su quella base, gli alleati sostennero che una parte sostanziosa delle am-lire era stata emessa per far fronte al fabbisogno delle amministrazioni pubbliche italiane o in ottemperanza a quanto previsto dall'armistizio¹⁹⁷.

Fin da subito, tale tesi provocò una reazione sdegnata da parte della Banca d'Italia. Ancor prima dell'entrata in vigore della Carta costitutiva delle Nazioni Unite (24 ottobre 1945), i paesi che avevano sottoscritto quella carta alla Conferenza di San Francisco (26 giugno 1945) avevano riconosciuto che lo *status* dell'Italia si era trasformato, dopo l'8 settembre 1943, da paese ostile a paese "cobelligerante". Eppure, questo fondamentale cambiamento non impediva agli alleati di trattare alla stessa stregua gli esigui importi di am-lire, immesse in circolazione prima dell'armistizio, e le ingenti somme emesse nel periodo successivo di comune sforzo bellico¹⁹⁸.

In concomitanza con la presenza della missione Quintieri-Mattioli a Washington, il presidente Roosevelt aveva compiuto un primo passo nella direzione auspicata dalla Banca d'Italia, impegnando gli Stati Uniti a destinare al Tesoro italiano fondi per un ammontare pari alle

¹⁹⁵ A seguito dell'accordo De Gasperi – Stone (febbraio 1946), la Banca d'Italia iscrisse al passivo del proprio bilancio una nuova posta di 105 miliardi di lire, pari alle am-lire in circolazione, e all'attivo dello stesso bilancio un corrispondente credito nei confronti del ministero italiano del Tesoro. I fondi, successivamente destinati al finanziamento delle forze alleate, furono somministrati direttamente dal Tesoro su mandato della Banca, mentre il Tesoro si assunse per intero il corrispondente debito. Si ricordi che, nel corso del 1944, il commissario Introna aveva inutilmente proposto di destinare lo *stock* di am-lire, emesse dagli alleati, a copertura delle importazioni di merci anziché delle spese di occupazione (si veda ASBI, Carte Introna, Pratt. n. 20, Appunto manoscritto non datato ma agosto 1944). Si noti, inoltre, che gli accordi tra De Gasperi e Stone furono alla base (pur se con calcoli leggermente diversi rispetto a quelli specificati nelle Carte Introna) della convenzione, stipulata tra Bertone ed Einaudi il 31 dicembre 1946, per regolare il debito dello Stato verso la Banca d'Italia (cfr. APPB, Carte Baffi Fregene, fald. n. 4, fasc. n. 10). In quella convenzione si specificò anche che, qualora avesse ottenuto "riconoscimenti dagli USA", il Tesoro avrebbe avuto l'obbligo di versarli a credito della Banca d'Italia oppure di registrarli come accresciuta anticipazione straordinaria concessa dalla Banca allo stesso Tesoro (cfr. la convenzione del 1936).

¹⁹⁶ ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, Pratt. n. 48, fasc. n. 1, sfasc. n. 1, agosto 1946, "Memoria" per il Ministero Affari Esteri sulle prestazioni fornite e i danni subiti dall'economia italiana.

¹⁹⁷ ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Introna, Pratt. n. 24, fasc. n. 1, non datata ma inizio 1945, Graffey Smith a Soleri.

¹⁹⁸ Cfr. Menichella, 1946a, pp. 199-201. Cfr. anche i dati presentati nel successivo paragrafo 8.

am-lire emesse, seppure per la sola componente relativa al pagamento delle truppe. Tali somme, convertite in dollari, furono accantonate in un apposito “fondo di contropartita” (100 milioni di dollari), messo a disposizione del governo italiano per l’acquisto di beni essenziali nel mercato statunitense. Precedendo i primi aiuti stanziati dallo United Nations Relief and Rehabilitation Administration (UNRRA), l’accesso da parte del governo al fondo di contropartita equivaleva a una boccata di ossigeno perché consentiva di offrire beni statunitensi a prezzi calmierati nel mercato nazionale. Tuttavia, anche a seguito della scomparsa dell’anziano presidente, questa prima concessione di Roosevelt non sfociò in ulteriori progressi negoziali¹⁹⁹. Per giunta, essa non ebbe alcun impatto sul bilancio della Banca d’Italia e sull’ammontare della liquidità in circolazione. Nonostante le rimostranze di Einaudi, il Tesoro italiano ritenne infatti che gli acquisti nel mercato statunitense non potessero sostituire parte della spesa pubblica nazionale e che, quindi, l’equivalente in lire dei 100 milioni di dollari non fosse destinabile all’alleggerimento delle citate poste di bilancio della Banca d’Italia (cfr. n. 195). Einaudi ne trasse preoccupazioni per la gestione della tesoreria sostenendo, in un appunto del febbraio 1946, che l’abbandono di una politica di rigore e di prudenza rischiava di compromettere la relativa stasi nella crescita dei prezzi interni²⁰⁰.

La circolazione non compensata di am-lire condizionò i comportamenti e le valutazioni e della Banca d’Italia anche dopo l’accordo De Gasperi-Stone. Infatti, la Commissione finanziaria alleata continuò a sottoporre alla Banca ingenti richieste di emissioni di am-lire che dovettero essere prontamente soddisfatte²⁰¹.

Le controversie fra la Commissione finanziaria alleata e la Banca d’Italia riguardo alle spese belliche non si limitarono, comunque, alle sole am-lire. Nel luglio del 1944, quella stessa Commissione aveva imposto alla Banca di trasferire agli alleati tutte le forme di ricchezza o conti di deposito che risultavano intestati al governo tedesco o a nominativi tedeschi. Le disposizioni, stabilite dalla legge italiana a seguito della dichiarazione di guerra contro la Germania (13 ottobre 1943), andavano però in direzione opposta nel senso che attribuivano al governo nazionale il diritto di congelare e requisire qualsiasi bene di proprietà tedesca. Per giunta, prima Introna e poi Einaudi fecero notare alle autorità alleate che i depositi, intestati a soggetti tedeschi e detenuti presso la Banca d’Italia o presso gli sportelli bancari, coincidevano in gran parte con il residuo delle esorbitanti anticipazioni (pari, inizialmente, a 10, poi a 12 e, infine, a 20 miliardi di lire al mese) che la stessa banca centrale era stata obbligata a

¹⁹⁹ L’Italia chiese al Regno Unito e agli altri paesi cobelligeranti di seguire l’esempio statunitense. Tuttavia, come comunicò con disappunto nel gennaio del 1946 il ministro degli Esteri De Gasperi, la richiesta non venne accolta (ASBI, Banca d’Italia, Segretariato, pratt. n. 1072, fasc. n. 5, sfasc. n. 3, Ministero degli Affari Esteri a Banca d’Italia, 4 gennaio 1946).

²⁰⁰ ASBI, Banca d’Italia, Direttorio Einaudi, pratt. n. 57, fasc. n. 1, sfasc. n. 1, Appunto non datato e non firmato (ma del febbraio 1946 e attribuibile a Einaudi). In quel testo si affermava, fra l’altro: “non appare conforme ai buoni canoni dell’economia e della finanza che lo Stato italiano incassi il prodotto della vendita di merci e utilizzi il ricavato per altri usi senza farne versamento alla Banca d’Italia mentre questa rimarrebbe con un’altra partita scoperta nel proprio bilancio. Ciò falserebbe la gestione della tesoreria con entrate accidentali e non rinnovantesi e non conferirebbe prestigio a quella linea di politica economica che il governo si è imposta e che vuole contrastare l’ulteriore aggravarsi del processo inflazionistico”.

²⁰¹ Nel solo mese di marzo del 1946 l’importo di nuove am-lire, emesse dalla Banca d’Italia, sfiorò i 20 miliardi di lire.

corrispondere all'esercito tedesco in ottemperanza degli impegni assunti dalla Repubblica sociale italiana. Tali anticipazioni avevano riguardato la copertura delle spese di occupazione della parte settentrionale del territorio italiano e il finanziamento della famigerata organizzazione Todt, preposta alla costruzione di fortificazioni e di altre infrastrutture belliche per gli occupanti nazisti. La tesi, sostenuta prima dal commissario Introna e poi dal governatore Einaudi, fu che gli impegni di pagamento italiani non erano stati integralmente incassati dai tedeschi solo grazie all'abilità dei funzionari della Banca d'Italia che, dopo aver iscritto la voce in bilancio, erano riusciti, con vari stratagemmi, a posporre l'effettivo trasferimento del circolante. Pertanto, anche sotto il profilo formale, non si trattava di ricchezza finanziaria tedesca ma di liquidità della Banca d'Italia²⁰².

Nonostante queste accorate argomentazioni, gli alleati ribadirono le loro pretese accampando ragioni di ordine pubblico, di protezione dei beni reali e di confisca di attività finanziarie appartenenti al nemico. Anzi, essi estesero l'ambito di applicazione delle loro incalzanti richieste di trasferimento, anche se derubricarono l'imposizione a una misura di "natura puramente cautelativa"²⁰³. Fatto è che, alla fine del 1944, il governo italiano ordinò alla Banca d'Italia di procedere a un primo trasferimento. In una comunicazione personale che conteneva espressioni di forte rammarico per la decisione presa, Introna informò il ministro Soleri di aver "dato da parte sua esecuzione alle predette istruzioni" ma di aver, al contempo, trasmesso alle autorità anglo-americane una nota ufficiale di protesta: "richiamandosi allo spirito di giustizia degli Alleati", il commissario della Banca d'Italia chiedeva che la questione venisse riesaminata "in modo da dare il giusto riconoscimento ai diritti italiani verso la Germania"²⁰⁴. Le forze alleate non furono comunque soddisfatte di tale soluzione parziale: ben oltre la fine della guerra, esse continuarono a premere sulla Banca d'Italia e sul governo italiano perché venisse completato il trasferimento di tutti i titoli originariamente sequestrati ai tedeschi e di tutte le attività, già confiscate ma non ancora incassate a causa di imperfezioni formali²⁰⁵. Tuttavia, nel dicembre 1945, Einaudi si oppose in modo esplicito alle ulteriori richieste alleate rispetto alle attività finanziarie con intestatari tedeschi, detenute presso la Banca d'Italia²⁰⁶. Il governatore firmò un duro *memorandum* rivolto al comando superiore del GMA, in cui

²⁰² Sugli stratagemmi adottati dalla sede di Milano della Banca d'Italia per evitare che, in prossimità della liberazione, le forze armate tedesche rivendicassero la consegna di tutte le attività in valuta e dei residui crediti in lire, si vedano anche le "Memorie" trasmesse dal Direttore della sede della Banca d'Italia di Milano (Forte) a Cesare Merzagora e al Commissario Francesco Sforza, rispettivamente del 27 e 29 aprile 1945 in ASPR, Archivio Cesare Merzagora, fasc. n. 3, b. n. 18 "Commissione Centrale Economica".

²⁰³ ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Introna, Pratt. n. 10, fasc. n. 2, Introna a Howell, 26 agosto 1944, in cui il commissario della Banca "prende per buone" le ragioni addotte dalle autorità alleate.

²⁰⁴ ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Introna, Pratt. n. 10, fasc. n. 2, Introna a Soleri, 17 novembre 1944.

²⁰⁵ In una sua risposta alle Autorità finanziarie alleate, Einaudi giustificò il mancato trasferimento di alcuni titoli di proprietà tedesca "in quanto mancanti di regolare girata" e, quindi, non formalmente attribuibili a un soggetto tedesco. Si veda ASBI, Banca d'Italia, Segretariato, Pratt. n. 1214, fasc. n. 1, Einaudi al Comando superiore dell'Agenzia Finanziaria Alleata, 1° dicembre 1945.

²⁰⁶ È probabile che Einaudi si sia servito anche della ricostruzione dello stato delle finanze tedesche, che gli era stata fornita dal rappresentante della Reichsbank in Italia, Maximilian Bernhuber, al tempo detenuto nel carcere di Bolzano. Si veda ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, Pratt. n. 94, fasc. n. 2, Bernhuber a Einaudi, 24 settembre 1945, con allegato un "Report of German Finances in the Bolzano Province".

ribadiva la tesi che “nessuno dei titoli poteva essere considerato tedesco” in quanto frutto di un’azione di resistenza attuata dalla Banca d’Italia dopo l’8 settembre²⁰⁷.

Entrando nei dettagli, in quel *memorandum* Einaudi ribadiva agli alleati che la Banca aveva escogitato – mese dopo mese – varie tecniche per limitare l’importo dei pagamenti versati ai nazisti come indennità di occupazione, tanto che i tedeschi erano stati costretti a “lasciare depositata in conto corrente al nome della *Reichskreditkasse* la differenza delle indennità mensili che non riuscivano a ritirare in contanti [...]. Soltanto così fu possibile salvare, al momento del crollo militare tedesco, larghe disponibilità in conto corrente che il nemico in ritirata non riuscì a prelevare altrimenti [...] Sono conti su cui si è appositamente creata una ‘vischiosità’ a danno dei tedeschi. Quindi anziché di beni tedeschi da considerarsi come bottino di guerra, si deve piuttosto parlare di titoli comprovanti le sottrazioni tedesche all’Italia”. La conclusione di Einaudi era caustica: “si confida che le Autorità alleate, nel riconoscere la diversa natura di tali disponibilità, ne disporranno al suo tempo la restituzione al governo italiano [...] in quanto l’estorsione non costituisce evidentemente titolo di valida acquisizione e minaccerebbe paradossalmente di perfezionare quel danno all’Italia che i tedeschi non erano riusciti a completare”²⁰⁸.

Nel gennaio 1946, Introna calcolò che l’ammontare arbitrariamente incamerato dagli alleati fosse stato pari a 12,5 miliardi di lire. Nel successivo mese di febbraio, Einaudi portò la cifra a più di 15 miliardi di lire anche a seguito di un’indagine effettuata presso il settore bancario del nord Italia. Su quella base, egli richiese l’intervento di Corbino e, poi, dello stesso De Gasperi presso gli alleati statunitensi perché venisse acclarato che questa cospicua somma non era un “bottino di guerra” bensì uno *stock* di ricchezza italiana, di cui i tedeschi non erano riusciti ad appropriarsi. I 15 miliardi andavano, dunque, restituiti al più presto. Il tempo di attesa per tale restituzione non fu, peraltro, di breve durata. Nel corso dei negoziati che si svolsero durante il 1946, non fu fatto alcun progresso. Qualche mese prima della Conferenza di pace di Parigi (luglio – ottobre 1946) che precedette la definizione del Trattato di pace, il bilancio della Banca d’Italia registrava ancora un ammontare di prelievi di depositi e di titoli sequestrati da parte delle forze alleate pari a 16 miliardi di lire. Per giunta, come si è sopra esaminato, a quel tempo rimaneva irrisolto pure l’altro problema relativo alla totale copertura delle am-lire. Rientrando a pieno titolo nelle discussioni sulle clausole economiche del Trattato di pace, la controversia trovò soluzione solo dopo la conclusione di quel Trattato.

Del resto, anche la sistemazione di altri punti problematici dovette attendere molti mesi. Per esempio, soltanto all’inizio di aprile 1947, la missione di Menichella a Londra riuscì a sbloccare parte dei saldi attivi italiani in sterline, accumulati nel Regno Unito e non utilizzabili a causa delle restrizioni imposte su quella divisa, e a convertirli in dollari. Nel settembre dello

²⁰⁷ ASBI, Banca d’Italia, Segretariato, pratt. n. 1214, fasc. n. 1, Einaudi al Comando superiore dell’Agenzia Finanziaria Alleata, 1° dicembre 1945.

²⁰⁸ Cfr. il già citato *Memorandum* di Einaudi al Comando Superiore dell’Agenzia Finanziaria Alleata, 1° dicembre 1945. A complemento della sua analisi, il governatore sottolineò che il direttore della Reichsbank, Maximilian Bernhuber (figura di spicco nella vicenda dell’asportazione dell’oro italiano), era stato sottoposto a giudizio per svariati reati; e uno dei capi di imputazione a suo carico era proprio quello di “aver *imposto* all’Italia il pagamento di dette spese di occupazione” (ASBI, Banca d’Italia, Segretariato, pratt. n. 1214, fasc. n. 1, Einaudi al Comando superiore dell’Agenzia Finanziaria Alleata, 1° dicembre 1945; corsivo nell’originale).

stesso anno, un intervento polemico di Merzagora fece peraltro emergere che quell'accordo aveva impedito che la Banca d'Italia potesse convertire in dollari un altro rilevante *stock* di sterline (30 milioni).

Resta il fatto che l'Italia riuscì a fronteggiare il negativo impatto di questo insieme di problemi aperti soprattutto grazie a due fattori: un incremento superiore alle attese nelle esportazioni di beni e servizi e nell'afflusso di partite 'invisibili' che, nel 1946, limitò i saldi negativi delle partite correnti e, nel corso degli anni successivi, assicurò che i persistenti saldi negativi della bilancia commerciale fossero più che compensati a livello di partite correnti; i primi aiuti internazionali assicurati dall'UNRRA²⁰⁹. Tuttavia, per vari accadimenti negativi (aiuti internazionali inferiori al previsto, inconvertibilità della sterlina, cattivi raccolti agricoli), verso la fine del 1947 si stavano esaurendo le riserve valutarie che il Paese era riuscito così faticosamente ad accumulare e che erano cruciali "per l'acquisto di beni essenziali a mantenere in vita la popolazione e a procedere alla ricostruzione"²¹⁰. Tale situazione rendeva ancora più importante l'esito delle parallele iniziative assunte dall'Italia a livello internazionale. È quindi opportuno passare all'esame dei sofferti e non lineari successi conseguiti dall'Italia soprattutto sul piano valutario.

8. Successi e insuccessi internazionali: il Trattato di Pace e l'ingresso negli accordi di Bretton Woods

Fin dal maggio 1946, in Banca d'Italia si formarono aspettative negative rispetto al processo di definizione delle clausole economiche del Trattato di pace. Il Servizio studi della Banca, in stretto collegamento con il nuovo direttore generale Menichella, giudicò che le soluzioni economiche in corso di definizione a Parigi fossero così pesanti e punitive per l'economia italiana da pregiudicarne le prospettive di stabilizzazione e di ricostruzione. Nei documenti del tempo, si fecero ricorrenti i richiami al disastroso impatto che, poco meno di trent'anni prima, un analogo trattato, siglato a pochi chilometri di distanza, aveva avuto sulle istituzioni e sui sistemi economico-sociali europei (a partire dalla Germania). Per giunta, il contenuto delle bozze dei singoli articoli del nuovo trattato era rimasto a un livello troppo generico su punti cruciali, quali l'entità complessiva delle riparazioni. Infine, inspiegabilmente, l'Italia era stata costretta a rinunciare a ogni credito vantato nei confronti della Germania, con conseguenze nefaste per le possibilità di recupero delle riserve auree derubate dai tedeschi²¹¹. Inevitabilmente, l'effetto complessivo per l'economia italiana era stato quello di accrescere l'incertezza e di incidere, in modo negativo, sulle aspettative di produttori e consumatori. In

²⁰⁹ Cfr. al riguardo: Ricossa, 2003, p. 398; Menichella, 1946a, pp. 192-193. L'Italia iniziò a beneficiare degli aiuti UNRRA da marzo 1945 grazie alla stipula di due Trattati (8 marzo 1945 e 19 gennaio 1946). L'UNRRA proseguì poi i suoi piani di aiuti oltre la data programmata di fine 1946, ma soltanto fino all'esaurimento dei fondi disponibili. Si ritornerà sul tema nel successivo paragrafo 12.

²¹⁰ "Memoria [del governo italiano]. Analisi delle misure antiinflazionistiche adottate dal governo De Gasperi", 18 settembre 1947, ora in Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, pp. 475-476.

²¹¹ Escludendo l'oro, il Servizio studi stimava che il valore dei crediti nei confronti della Germania ammontasse a 690 miliardi di lire (a prezzi 1946). Si trattava di crediti relativi alle indennità mensili versate dalla Banca d'Italia (505 miliardi), alle forniture e prestazioni non pagate (130 miliardi), agli impianti industriali asportati (55 miliardi). Si veda il memoriale "Osservazioni sull'art. 67", in ASBI, Banca d'Italia, Studi, pratt. n. 510, fasc. n. 1, sfasc. n. 4.

definitiva, per come si stava delineando, il Trattato accentuava la sottovalutazione del ruolo svolto dall'Italia come paese cobelligerante. Dopo aver impedito la soluzione dei problemi relativi alle am-lire e all'allocazione delle attività tedesche (cfr. il precedente paragrafo), questa sottovalutazione minacciava di distorcere la stima degli sforzi affrontati e dei danni bellici subiti dal nostro paese.

Per quanto di sua competenza, la Banca d'Italia cercò di porre in campo negoziatori di elevate competenze e di offrire analisi tecniche ed evidenze statistiche particolarmente articolate al fine di ottenere un alleggerimento delle clausole economiche più vessatorie, contenute nelle varie bozze del Trattato. In una lettera personale a De Gasperi, Einaudi designò il neoeletto direttore generale Menichella a far parte della delegazione italiana e a presiedere la sezione economica. Nel lavoro preparatorio di tale sezione, vennero predisposti numerosi *memoranda* che includevano ed elaboravano anche una grande massa di dati e di evidenze quantitative. Al riguardo, Menichella si avvalse della stretta collaborazione di Baffi.

L'impostazione, seguita dalla Banca d'Italia, non si pose l'obiettivo di contestare l'entità delle riparazioni richieste al Paese quanto, piuttosto, di valorizzare pragmaticamente le implicazioni finanziarie della nozione di "cobelligeranza" che, per prima, la nuova Organizzazione delle Nazioni Unite aveva formalmente attribuito all'Italia. Questa fu la linea perseguita da Menichella. Infatti, in continuità con la strategia precedentemente definita da Introna ed Einaudi, Menichella ribadì che la nozione di cobelligeranza veniva richiamata con frequenza nelle dichiarazioni ufficiali senza però produrre effetti economici significativi, cosicché l'Italia finiva per essere posta "sullo stesso piano della Germania"²¹². Si trattava di un punto cruciale perché, come mettevano in luce le stime elaborate da Baffi, dall'ottobre 1943 al giugno 1946 il contributo fornito dall'Italia per finanziare gli sforzi bellici degli eserciti alleati era stato ingente. Tale contributo ammontava a oltre 1.300 miliardi di lire corrispondenti, al cambio ufficiale, a 5,3 miliardi di dollari²¹³. Con esclusivo riferimento ai trasferimenti monetari, Baffi valutò che l'Italia si fosse addossata una spesa di 132 miliardi che, espressi all'indice dei prezzi del 1946, equivalevano "a 247 miliardi di lire"²¹⁴. Esaminando infine le variazioni nei differenziali di inflazione caratterizzanti le diverse aree del Paese, egli sostenne che l'impatto inflazionistico generato dalle am-lire fosse stato significativo con conseguenze negative per gli andamenti produttivi.

²¹² Si vedano, in particolare, ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 84, fasc. n. 5, "Proposta speciale del Dr. Menichella", 1° agosto 1946; Menichella (1946b); ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 510, fasc. n. 1, sfasc. n. 2.

²¹³ ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, Pratt. n. 48, fasc. n. 1, sfasc. n. 1, agosto 1946, "Memoria per il Ministero degli Affari Esteri sulle prestazioni fornite e i danni subiti dall'economia italiana". La stima di Baffi era parzialmente disaggregata, in quanto era determinata dal valore cumulato di tre componenti: le prestazioni in beni e servizi, erogate a favore delle forze armate alleate; le prestazioni offerte dall'economia civile; le emissioni totali di am-lire ma al netto dei fondi di contropartita. Stime simili erano state prodotte anche in relazione ai crediti vantati nei confronti della Germania (cfr. anche la precedente n. 211). Secondo i calcoli di Baffi, l'ammontare complessivo di questi crediti era pari a circa 730 miliardi di lire ma al netto delle asportazioni delle riserve auree.

²¹⁴ ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 510, fasc. n. 1, sfasc. n. 3, "Moneta di occupazione". Solo 10 miliardi di am-lire erano stati posti in circolazione prima del 13 ottobre 1943 (data della dichiarazione di guerra dell'Italia alla Germania), la maggior parte dei quali era stata emessa "già in epoca armistiziale".

Gli estensori delle clausole economiche del Trattato di pace giudicarono irrilevanti i calcoli e le argomentazioni prodotte dalla Banca d'Italia, assumendo che l'onere di tutte le spese delle forze alleate in Italia dovesse restare a carico del governo nazionale come previsto dall'armistizio. Il trattato non distingueva, cioè, fra eventi precedenti ed eventi successivi all'armistizio, tanto da addebitare all'Italia persino le spese sostenute dagli alleati dopo il 25 aprile 1945. Un'impostazione del genere disincentivava gli altri principali paesi vincitori dal seguire l'esempio di Roosevelt rispetto alla parziale restituzione delle am-lire sotto forma di disponibilità di beni e servizi statunitensi (cfr. il paragrafo 7); e, in linea più generale, essa impediva l'assunzione di atteggiamenti magnanimi rispetto alla situazione dell'Italia. Inoltre, il Trattato tese a recepire le pressioni di altri paesi vincitori (quali, a esempio, la Jugoslavia) che sollecitavano pronti indennizzi e appesantimenti delle riparazioni di guerra da addossare all'Italia. Queste pressioni richiedevano liquidazioni forzate o espropriazioni di beni italiani all'estero, rappresentati in particolare da attrezzature industriali e da stabilimenti commerciali. Per contro, il Trattato non prevedeva alcuna specifica concessione che portasse al riconoscimento dei diritti italiani nei confronti di materiali e macchinari, asportati dai tedeschi²¹⁵. Esso introduceva, in definitiva, norme "punitive [...] antipatiche ed avviliti" che, modificando la prassi stabilita da precedenti trattati, negavano "i diritti più elementari dell'Italia" e comportavano "il disconoscimento dei suoi meriti e delle sue necessità"²¹⁶.

Al di là della discussione sulla contabilità finanziaria, una memoria prodotta dalla Banca d'Italia e fatta propria dalla delegazione italiana sottolineò con preoccupazione un altro effetto negativo imputabile all'estenuante discussione sulle clausole economiche del Trattato: il deterioramento delle speranze e delle aspettative della popolazione. Infatti, fino a quel momento, l'opinione prevalente era stata che "un giorno la moneta emessa dagli alleati sarebbe stata ritirata e bruciata e che quindi l'alto livello dei prezzi [...] sarebbe disceso". Tale opinione veniva, tuttavia, disattesa dalle pessime notizie provenienti da Parigi. La memoria della Banca sottolineava "l'effetto psicologico gravemente sfavorevole che la statuizione del Trattato produrrà nella massa dei cittadini, i quali vedendo svanire tale loro fiducia, giudicheranno essere venuta meno un'altra delle basi che avrebbero dovuto mantenere l'equilibrio monetario italiano. Il popolo italiano non riuscirà mai a spiegarsi perché, in tempo di cobelligeranza, l'Italia abbia dovuto pagare una parte delle spese fatte degli alleati quando, riandando col pensiero all'altra guerra, avrebbe semmai dovuto attendersi che il cobelligerante più ricco avesse aiutato quello economicamente più povero"²¹⁷.

A partire dall'agosto del 1946, la combinazione fra le cattive notizie provenienti da Parigi e la rapida ripresa dell'inflazione mostrò quanto fossero fondate le preoccupazioni di Menichella

²¹⁵ In un appunto, Baffi effettuò una stima del valore delle asportazioni tedesche, al netto delle riserve auree, pari a oltre 50 miliardi di lire (ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, Pratt. n. 48, fasc. n. 1, sfasc. n. 1, agosto 1946, "Memoria per il Ministero degli Affari Esteri sulle prestazioni fornite e i danni subiti dall'economia italiana"). La stima non si discostava da quella ricordata sopra (cfr. n. 211).

²¹⁶ La citazione è tratta dalle righe iniziali di un *memorandum* riservato, trasmesso da Menichella al Direttore generale del MAE, Angelo Di Nola, 3 agosto 1946 in ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 510, fasc. n. 1, sfasc. n. 3.

²¹⁷ ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 84, fasc. n. 5, "Memorandum della Banca d'Italia e del MAE sulle clausole economiche del Trattato" (ma attribuibile a Donato Menichella), 1° agosto 1946.

e di Baffi in merito al ruolo negativo delle aspettative. In un documento predisposto per De Gasperi, Baffi sottolineò che vi era stata una fuga dei detentori di ricchezza dalla lira, iniziata nell'aprile del 1946 proprio in coincidenza con la diffusione delle prime indicazioni sull'ingente ammontare di riparazioni da imporre all'Italia²¹⁸. La forte dinamica inflazionistica era stata anticipata da una ripresa dei corsi azionari ("che normalmente sarebbe una buona notizia") e si era trasformata in "un'ascesa vorticoso", ma poi in manifestazioni di panico durante "la tragica settimana in cui, nella conferenza di Parigi, la presentazione delle richieste di riparazioni superò la cifra spaventosa di 26 miliardi di dollari"²¹⁹. La conclusione di Baffi, corroborata da una tabella che mostrava gli andamenti quotidiani dei principali valori azionari alla borsa di Milano, era che il "panico da Trattato" avesse prodotto anomali movimenti speculativi, spingendo a un'ingente accumulazione di scorte, e avesse innescato negative reazioni psicologiche con disastrose conseguenze per il mercato del lavoro e per la finanza pubblica. Come era accaduto alla Germania con Versailles e il vecchio Trattato di pace, le clausole del nuovo Trattato rischiavano "di massacrare la capacità esportatrice italiana [...] rendendo di conseguenza più difficile il compito già grave in sé di raggiungere lentamente il pareggio della bilancia con il graduale sviluppo delle esportazioni"²²⁰.

La conferenza di Parigi, prima, e l'approvazione del Trattato, poi, si conclusero senza che le criticità e le eccezioni poste sul tavolo dalla delegazione italiana fossero prese in seria considerazione. La sconsolata comunicazione che il Direttore generale degli Affari economici presso il ministero degli Affari Esteri, Angelo di Nola, trasmise a Einaudi fu che gli ingenti sforzi tecnici e diplomatici prodotti dalla delegazione italiana erano riusciti a conseguire un unico risultato: "non aver peggiorato le cose"²²¹. L'unica delegazione che aveva mostrato un atteggiamento minimamente benevolo verso l'Italia era stata quella statunitense che, tuttavia, non si era spinta a contrapporsi con sufficiente energia alle istanze punitive caldeggiate dalla Gran Bretagna, dalla Francia, dalla Russia e – con particolare acrimonia – dai paesi balcanici.

I difficili mesi, che intercorsero fra la primavera e l'autunno del 1946, furono segnati da un evento in controtendenza: il positivo recupero di una prima parte delle riserve auree. Si è sopra accennato al fatto che, dopo l'armistizio, i tedeschi avevano asportato 94 tonnellate di oro dalla sagrestia della Banca d'Italia e che, dopo varie peripezie, avevano in gran parte collocato questo *stock* nel comune di Fortezza (Bolzano) per poi spostarne un'ampia quantità a Berlino (cfr. sopra, n. 125 e paragrafo 5). Dopo la liberazione, gli Stati Uniti avevano rintracciato soltanto 23 tonnellate di oro nei depositi di Fortezza; invece, non vi era stato un riscontro certo di quanto oro italiano fosse confluito nel *pool* istituito dagli alleati nel gennaio del 1946 e alimentato dai ricorrenti recuperi avvenuti in terra tedesca. La posizione italiana, decisa in prima persona da Menichella, fu netta: si richiese la restituzione integrale della riserva aurea,

²¹⁸ ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 513, fasc. n. 1, Baffi al Ministro degli Affari Esteri, 16 settembre 1946.

²¹⁹ ASBI, *ibidem*.

²²⁰ ASBI, BDI, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 84, fasc. n. 5, "Memorandum di Donato Menichella per la delegazione italiana a Parigi sull'oro", 3 agosto 1946 e ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 513, fasc. n. 1, Baffi al Ministro degli Affari Esteri, 16 settembre 1946.

²²¹ ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 84, fasc. n. 5, "Relazione di Angelo Di Nola per il Governatore Einaudi sulle attività della delegazione italiana alla Conferenza di Parigi", 23 ottobre 1946.

ritrovata a Fortezza, e l'ammissione italiana alla redistribuzione *pro-quota* del “*pool dell'oro*”, sulla base dei criteri decisi dalla Commissione tripartita di Bruxelles per stabilire quanto spettasse ai vari paesi depredati dall'esercito nazista²²².

La richiesta italiana quanto alla quantità residua di oro, ritrovata a Fortezza, fu soddisfatta; viceversa, quella relativa al *pool dell'oro* innescò una lunga battaglia diplomatica che contrappose – di nuovo – il nostro Paese a Francia, Gran Bretagna e Jugoslavia²²³. In particolare, la delegazione jugoslava aveva presentato un emendamento, con cui si richiedeva la cessione di una quota dell'attivo della Banca d'Italia ai paesi subentranti negli ex territori italiani a copertura della circolazione monetaria ancora presente in quei territori; e il possibile recupero di una parte dell'oro rappresentava un'occasione irripetibile per conseguire tale risultato²²⁴. La proposta jugoslava rimase in discussione per circa due mesi, durante i quali l'economia italiana fu sottoposta a crescenti pressioni inflazionistiche e a un sensibile deprezzamento della lira, allora basata sulla coesistenza di cambi multipli nei mercati informali. Il 25 ottobre 1946, il vicegovernatore della Banca d'Inghilterra, Cameron Cobbold, informò Einaudi che la richiesta jugoslava era stata respinta. Due settimane dopo, venne ufficialmente accolta la partecipazione italiana al “*pool dell'oro*”.

La comunicazione a Einaudi non fu casuale. Gli esiti favorevoli della controversia furono, infatti, anche dovuti al diretto coinvolgimento del governatore. Da Roma, Einaudi aveva sollecitato l'intervento del governatore della Banca d'Inghilterra, Lord Catto, e del Cancelliere dello Scacchiere, Hugh Dalton – suo vecchio amico dai tempi della London School of Economics²²⁵. La richiesta di sostegno, formulata da Einaudi, consisteva nel far rispettare i canoni dell'ortodossia monetaria tanto cari a Lombard Street. Questi canoni sarebbero stati lesi dall'accoglimento della proposta jugoslava di impegnare, per il pagamento delle riparazioni di guerra da parte dell'Italia, l'esiguo *stock* di riserve auree, ancora detenuto dalla Banca d'Italia, e l'eventuale *stock* aggiuntivo, frutto della redistribuzione del “*pool dell'oro*”. Rivolgendosi a Lord Catto, Einaudi aggiunse di contare “on your sense of justice but also on the value which you attach to the links of friendship and cooperation existing among the central banks of all countries”. Infine, richiamando gli antichi rapporti fra Bonaldo Stringher e Montagu Norman (celebre governatore della Banca d'Inghilterra negli anni fra le due guerre), Einaudi così concluse: “if inflation in Italy is to-day still kept under control, this depends mostly on psychological factors and mainly on the circumstances that our savers are

²²² ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, pratt. n. 57, fasc. n. 1, sfasc. n. 1, Menichella a Battensby, 14 ottobre 1946.

²²³ ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, pratt. 37, fasc. n. 1, Einaudi al Ministro degli Affari Esteri, 15 novembre 1946.

²²⁴ Si veda il “Memorandum sull'emendamento jugoslavo relativo all'attribuzione agli stati successori di una quota dell'attivo della Banca d'Italia”, ASBI, Banca d'Italia, Studi, pratt. n. 510, fasc. n. 1, sfasc. n. 3.

²²⁵ ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, pratt. 37, fasc. n. 1, Einaudi a Lord Catto, 4 settembre 1946.

still trusting the lira. But which consequences could involve the knowledge that the Italian currency is no more covered by a gold reserve, even if very small?”²²⁶.

Il soddisfacimento delle richieste italiane fu il segno che l’urgenza e la rilevanza delle argomentazioni, avanzate da Einaudi, erano state condivise. Paradossalmente, come scrisse il governatore a Di Nola, “il momento era favorevole [...] l’attuale posizione della lira rende maggiormente giustificata la richiesta del governo italiano di ottenere una decisione sulla questione dell’oro che contribuisca a garantire la stabilità della nostra moneta”²²⁷. I primi risultati raggiunti dall’azione diplomatica in ambito economico e finanziario furono rafforzati dall’evoluzione successiva alla firma del Trattato di pace. Gli alleati decisero il dissequestro della ricchezza finanziaria, intestata a soggetti tedeschi, e la sua restituzione alla Banca d’Italia. Poco dopo, Stati Uniti e Canada effettuarono un primo trasferimento unilaterale pari, nel suo complesso, a 55 milioni di dollari come controvalore delle prestazioni fornite dall’Italia all’esercito alleato²²⁸.

È importante notare che i risultati positivi, ottenuti alla fine dal nostro Paese in campo sia economico che diplomatico, furono soprattutto il frutto di accordi bilaterali in grado di aggirare i blocchi, determinati da veti incrociati nei complessi negoziati per il Trattato di pace e dalle crescenti tensioni fra le principali potenze vincitrici. Per rafforzarne la portata e aprire prospettive di medio-lungo periodo, era però necessario che tali accordi fossero sostenuti da segnali concreti di maggiore integrazione del Paese nel nuovo ordine economico internazionale. Al riguardo, la visita di De Gasperi negli Stati Uniti (gennaio 1947), la conclusione della missione Lombardo sulle pendenze prebelliche (agosto 1947) e – soprattutto – l’ingresso dell’Italia negli accordi di Bretton Woods (ratificato nel marzo 1947) rappresentarono tappe cruciali²²⁹.

La missione di De Gasperi fu proficua non solo perché aprì il processo di aiuti e prestiti statunitensi, ma anche (e soprattutto) perché avviò la trattativa per la ristrutturazione del debito estero italiano che permise di superare il *default* del 1939 sui “prestiti prebellici” e di rimuovere, così, gli ostacoli giuridici pregressi all’inserimento dell’Italia nel contesto

²²⁶ ASBI, Banca d’Italia, Direttorio Einaudi, pratt. 37, fasc. n. 1, Einaudi a Lord Catto, 4 settembre 1946. Una lettera simile era stata inviata da Einaudi anche al governatore della Banca di Francia Monick e, appunto, al ministro Dalton.

²²⁷ ASBI, Banca d’Italia, Direttorio Einaudi, pratt. 37, fasc. n. 1, Lord Cobbold a Einaudi, 25 ottobre 1946 e ASBI, Banca d’Italia, Direttorio Einaudi, pratt. 37, fasc. n. 1, Einaudi al Ministero degli Affari Esteri, 15 novembre 1946.

²²⁸ ASBI, Banca d’Italia, Carte Baffi, Servizio studi, pratt. n. 50, fasc. n. 4, sfasc. n. 3, Menichella a Cigliana, 18 ottobre 1946.

²²⁹ Non intendiamo esaminare nel dettaglio questi tre episodi di grande importanza storica che richiederebbero una trattazione articolata. Il nostro obiettivo è di mostrare, per brevi cenni, che la collocazione internazionale dell’Italia trasse benefici rilevanti dagli eventi, qui sotto richiamati per tratti essenziali. In quanto segue, si forniscono comunque riferimenti utili ad approfondire tali episodi.

finanziario internazionale. L'accordo Lombardo-Lovett realizzò una formale ristrutturazione del debito, pervenendo alla sistemazione dei rapporti finanziari fra l'Italia e gli Stati Uniti²³⁰.

La "sistemazione" dei prestiti prebellici riguardò un valore complessivo di oltre 136 milioni di dollari, rappresentato da 108 milioni di titoli in circolazione all'estero e dalla quota di interessi maturati e non pagati dal 1939. I titoli erano stati originariamente emessi sulla piazza di Wall Street fra il 1925 e il 1928 da ben diciassette operatori, pubblici e privati. Oltre al Regno d'Italia e alle città di Roma e Milano, gli emittenti includevano banche (fra cui il CREDIOP e l'ICIPU), società elettriche (fra cui la SIP, la SME e la Terni) e imprese industriali (fra cui la Marelli, la Breda e l'Isotta Fraschini)²³¹. La scadenza originaria dei titoli variava fra il 1948 e il 1956. Nell'agosto del 1947, dopo un intenso negoziato fra il governo statunitense, la Banca d'Italia, i due vecchi istituti Beneduce e un "Council of Foreign Bondholders" appositamente costituito, furono emessi tre nuovi prestiti trentennali che presentavano condizioni di tasso molto vantaggiose per i debitori specie negli anni iniziali dei nuovi contratti. In particolare, l'ammontare del primo titolo, "Republic of Italy 1-2-3%" emesso dallo Stato italiano²³², fu pari al valore residuo dell'originario debito facente capo al Regno d'Italia; si trattò della prima operazione di ristrutturazione di un debito estero, conclusa nel dopoguerra, rispetto a un paese insolvente²³³. Gli altri due titoli furono emessi, rispettivamente, da CREDIOP e ICIPU. Il loro ammontare coprì, oltre al debito residuo imputabile ai due istituti, anche i debiti residui delle municipalità (attribuiti al CREDIOP) e quelli delle imprese elettriche e meccaniche (attribuiti all'ICIPU)²³⁴. Queste due emissioni non governative beneficiarono della garanzia statale su capitale e interessi e, per tale ragione, ottennero le medesime condizioni contrattuali vigenti per il titolo "Republic of Italy"²³⁵.

Ancora più fruttuoso fu l'ingresso del Paese negli accordi di Bretton Woods, risultato di una strategia prudente ma lungimirante che fu definita dal ministero degli Esteri e dalla Banca d'Italia. Si è sopra ricordato che, in vista della conferenza che avrebbe prodotto il nuovo sistema monetario internazionale (giugno 1944), il neo-governo Bonomi aveva avanzato la richiesta di partecipazione dell'Italia come "paese osservatore" e aveva sollecitato un supporto tecnico alla Banca. Nel giro di pochi giorni, questa richiesta italiana fu respinta. La lezione venne appresa da Einaudi, appena eletto governatore. Discutendo con Ernesto Rossi che

²³⁰ Occorre ricordare che l'Italia era ancora sottoposta al "Trading with enemy Act" e al "Johnson Act" che, virtualmente, impedivano la concessione di nuovi prestiti ai paesi che, come il nostro, fossero inadempienti rispetto agli obblighi contrattati in precedenti operazioni finanziarie.

²³¹ Sin dalla ripresa delle trattative (maggio 1945), il governo Parri aveva stabilito di raggruppare le operazioni private e di farne assumere la copertura finanziaria allo Stato italiano, trasformando in lire il debito residuo a carico dei diversi soggetti emittenti. Si veda ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 82, fasc. n. 5.

²³² In particolare, il tasso dell'1% valeva per il primo triennio; quello del 2% per il successivo biennio; quello del 3% a partire dal 1952 e per tutta la vita residua del debito.

²³³ Il "Republic of Italy" rimase, a lungo, un modello che ispirò i negoziati di altri paesi che si trovavano in condizioni di insolvenza nei confronti degli Stati Uniti.

²³⁴ Dei 136,3 milioni di dollari rappresentati dai nuovi titoli emessi, il debito governativo ammontava a 40,3 milioni, quello del CREDIOP a 38, quello dell'ICIPU a 58.

²³⁵ I documenti rilevanti sulla missione Lombardo e sulle condizioni dei nuovi prestiti sono in ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Menichella, Pratt. n. 63, fasc. n. 2. Per la ricostruzione storica del negoziato si rinvia a: Asso e De Cecco, 1994, pp. 333-377; Campus, 2008.

spingeva per accelerare l'integrazione internazionale dell'Italia e vedeva l'occasione in Bretton Woods, Einaudi sostenne che era importante "non bruciare" le tappe per non mettere a repentaglio la credibilità della Banca d'Italia e dei suoi delegati²³⁶. L'inserimento dell'economia italiana nel nuovo ordine economico internazionale doveva rispettare una sequenza: la "questione più grossa", appunto la partecipazione agli accordi di Bretton Woods, andava affrontata come esito finale di una riconquistata credibilità e non come un prerequisito²³⁷.

Fatto è che, quando l'Italia riaprì la trattativa per l'ingresso negli accordi di Bretton Woods (primavera 1946), la Banca scelse di mantenere una posizione piuttosto defilata. Comunicando la decisione a Corbino, il governatore impegnò il Servizio studi ad approfondire i *dossier* e a preparare i decreti, ma lasciò la conduzione dei passaggi formali alla rappresentanza diplomatica a Washington²³⁸. Fu dunque Alberto Tarchiani a riprendere i negoziati sottoscrivendo, nel maggio 1946, il protocollo di impegni richiesti per la partecipazione italiana ai due istituti di Bretton Woods (Fondo Monetario Internazionale: FMI; e Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo: BIRS). Dopo alcuni mesi di incontri, l'istanza italiana venne ufficialmente accettata il 3 ottobre 1946, con l'attribuzione al nostro Paese di una quota di 180 milioni di dollari sia nel FMI che nella BIRS²³⁹. Solo agli ultimi incontri aveva partecipato un delegato della Banca d'Italia, Giorgio Cigliana, affiancando Tarchiani e i suoi collaboratori (ossia, Mario Di Stefano ed Egidio Ortona)²⁴⁰. Allorché il negoziato incominciò ad affrontare temi cruciali (quali il tasso di cambio fra il dollaro e la lira), Einaudi puntò su Carli, attribuendogli un compito arduo: rendere operativa l'adesione italiana agli accordi di Bretton Woods ma, al contempo, definire un percorso graduale di recepimento degli istituti dell'accordo così da evitare un'applicazione troppo stringente delle nuove regole rispetto al vigente sistema dei cambi²⁴¹.

In quella fase, la lira era caratterizzata da un sistema di cambi multipli che differenziava i termini di scambio con le altre principali monete nazionali (in particolare, con il dollaro) a seconda che si trattasse di rapporti nel mercato ufficiale, di importazioni o esportazioni di beni e servizi sottoposte alle specifiche condizioni vincolanti poste dall'UIC oppure di transazioni private in sezioni informali di mercato. La posizione di vari esponenti di punta del FMI e, in

²³⁶ Einaudi a Rossi, 22 ottobre 1945, pubblicata anche in: Einaudi e Rossi, 1988, pp. 195-97. Rossi era allora sottosegretario alla ricostruzione nel Governo Parri.

²³⁷ L'ordine di priorità tracciato da Einaudi rispecchiava, in larga misura, il percorso che fu effettivamente seguito. Esso prevedeva la sistemazione dei prestiti prebellici; la possibilità di ottenere nuovi prestiti; la ricostituzione delle rappresentanze a New York della Banca d'Italia e di altri istituti di credito.

²³⁸ ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Introna, Pratt. n. 3.1, fasc. n. 2, Einaudi al ministro del Tesoro, 17 aprile 1946. Cfr. anche sopra, paragrafo 5.

²³⁹ Per un esame dettagliato dei complessi passaggi che portarono all'adesione italiana e alla fissazione delle quote (inferiori alle aspettative) nel capitale del FMI e della BIRS, si vedano: Cesarano, 2000; Martinez Oliva, 2000.

²⁴⁰ ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Introna, Pratt. n. 3, fasc. n. 1, sfasc. n. 2, Einaudi a M. Di Stefano, 17 ottobre 1946.

²⁴¹ L'incarico negoziale era stato attribuito a Carli nel febbraio 1947. L'attività di Carli entrò, però, nel vivo durante l'estate dello stesso anno, quando Einaudi era ormai diventato ministro del Bilancio nel quarto governo De Gasperi pur ricoprendo ancora il ruolo formale di governatore.

particolare, quella del Dipartimento di ricerca (guidato da Edward Bernstein) era che tale configurazione fosse incompatibile con gli accordi di Bretton Woods: pur contenendo norme transitorie che consentivano una più graduale definizione dei sistemi valutari rispetto al dollaro, quegli accordi puntavano al raggiungimento di cambi unici e stabili. La posizione italiana, sostenuta soprattutto da Menichella, fu che l'Italia aveva adottato correttivi efficaci rispetto alla variabilità dei cambi multipli (in particolare, aggiustamenti mensili dei cambi con le monete europee in base alla corrispondente media dei cambi con il dollaro, come determinata sul mercato ufficiale e su quello delle esportazioni). Grazie a questi correttivi, la lira aveva raggiunto un tasso medio di cambio con il dollaro prossimo a quello di equilibrio, più stabile del cambio proprio alle altre monete europee e in grado di fungere da graduale attrattore per il tasso ufficiale, unificando così il mercato italiano dei cambi²⁴². In polemica con la posizione del FMI, Menichella sostenne che l'Italia poteva progredire nel suo adattamento alle regole di Bretton Woods senza rinunciare al proprio sistema di cambi e senza assumere alcun rigido impegno in merito all'evoluzione di tale sistema²⁴³.

La strategia, perseguita da Menichella, era stata delineata da Einaudi fin dall'estate del 1945 in un incontro con il governo Parri. La tesi era che l'Italia dovesse essere pronta ad assumere gli impegni e i vincoli esterni, imposti dagli accordi internazionali, e dovesse porsi quindi l'obiettivo di un ritorno alla convertibilità della lira ma su basi realistiche, in modo da essere in grado di mantenere le scelte fatte nel corso degli anni successivi. Si trattava di una strategia "pragmatica e realistica" di non agevole realizzazione. Per usare le parole di Einaudi, restaurare la convertibilità della lira a un livello di cambio sostenibile con il dollaro equivaleva a "scalare la montagna"; e, per raggiungere l'obiettivo, era opportuno che l'economia italiana seguisse "una strada serpeggiante" in grado di agevolare il cammino. Inoltre, nel corso della scalata, essa non doveva offrire il fianco a possibili attacchi speculativi²⁴⁴.

Carli fu molto abile nel combinare le istanze, a prima vista ingestibili, imposte da Einaudi e Menichella²⁴⁵. Innanzitutto, in qualità di direttore esecutivo per l'Italia, egli ottenne la nomina a membro del Comitato esecutivo del FMI. Poco dopo, il FMI elaborò un nuovo rapporto, condiviso anche da Bernstein, in cui si stemperavano le dure critiche al regime italiano dei cambi presenti nel rapporto originario redatto dal Dipartimento di ricerca. Anche in questo

²⁴² Cfr. Menichella, 1947b, pp. 236-237.

²⁴³ Si vedano, rispettivamente: Menichella, 1947b, pp. 238-241 e Menichella, 1947c, pp. 243-244. Peraltro, il tema fu oggetto di evoluzione e di controversie anche all'interno della Banca d'Italia. Nella *Relazione annuale* sul 1949 (cfr. Banca d'Italia, 1950), si riconobbe che i cambi multipli erano incompatibili con gli indirizzi del FMI in quanto introducevano discriminazioni nel commercio internazionale, come ben esemplificato dalla "coesistenza di quotazioni libere della sterlina con la quotazione costante del dollaro". Esaminando l'Archivio Baffi, Visco (2010, pp. 66-69) ha sottolineato che Einaudi (ormai Presidente della Repubblica) mostrò perplessità circa il carattere discriminatorio di quell'assetto e chiese chiarimenti. La risposta di Baffi, incentrata sulla difesa dei cambi di mercato rispetto a quelli "fissati d'autorità" e non convertibili, sostenne che questi ultimi lasciavano spazio ad arbitraggi e a distorsioni negli scambi. Caffè criticò tale risposta perché sottovalutava gli squilibri e le strozzature dei fragili meccanismi di mercato di fine anni Quaranta.

²⁴⁴ Su Einaudi e la politica del cambio si rinvia a: Asso, 1997. I vari cambiamenti nel regime dei cambi, attuati fra il 1945 e il 1947, e le diverse quotazioni fra il dollaro e la lira sui mercati informali sono ricostruiti in Asso, Biagioli e Picozza, 1998; Martinez Oliva, 2000.

²⁴⁵ Cfr. al riguardo: Carli, 1947, pp. 444-447.

nuovo rapporto si auspicava che l'Italia abolisse, quanto prima, il regime dei cambi multipli per diventare pienamente conforme alle regole di Bretton Woods; al contempo, tuttavia, si riconosceva che quel regime era stato utile per la gestione della bilancia italiana dei pagamenti ed era stato emendato nelle giuste direzioni, perdendo i caratteri discriminatori rispetto agli interscambi con l'estero che caratterizzavano altri sistemi di cambi multipli. La conclusione era che l'Italia non stesse disattendendo agli impegni assunti in termini di graduale transizione verso il nuovo sistema monetario. Carli sfruttò tali commenti e riuscì a rendere operativa l'adesione dell'Italia agli accordi di Bretton Woods in tempi precoci rispetto ad altri paesi (soprattutto, Germania e Giappone); per giunta, riuscì a cristallizzare, per oltre sei mesi (ossia fino alla definitiva attuazione della manovra di stabilizzazione interna: cfr. i prossimi paragrafi 9-12), un regime – di fatto, protezionista e discriminatorio – che consentì al nostro Paese di salvaguardare cambi flessibili e cambi multipli e di introdurre incentivi selettivi a favore degli esportatori. Infine, seguendo le indicazioni provenienti da Roma, Carli mantenne riservate le statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e alle riserve auree ed evitò, così, di compromettere la stabilità della lira.

Grazie a questi successi, Carli consolidò tanto la sua reputazione quanto quella della Banca d'Italia e del nostro Paese a livello internazionale. Prova ne sia che, negli anni successivi, l'Italia non fu affatto discriminata rispetto alle nomine apicali nelle due nuove istituzioni. Oltre a essere entrato nel Comitato esecutivo del FMI, Carli ricevette ripetute offerte per ricoprire altri e duraturi ruoli di vertice che egli declinò in quanto preferì concentrare il suo impegno in Italia e in Europa²⁴⁶.

9. L'inflazione postbellica: analisi delle cause, obsolescenza degli strumenti

Le considerazioni svolte nei precedenti paragrafi hanno mostrato che, all'inizio del terzo anno del governatorato di Einaudi, il percorso per la ricostruzione della Banca d'Italia aveva compiuto molti progressi. Oltre ad aver fornito un contributo sostanziale al graduale inserimento dell'Italia nel nuovo ordine internazionale guidato dai paesi usciti vincitori dalla guerra, la banca centrale aveva riacquisito il monopolio nell'emissione di moneta legale e rafforzato quelle competenze di vigilanza che – pochi mesi dopo – sarebbero state consolidate con la nascita del CICR. In tale contesto, Einaudi aveva allentato alcuni vincoli che pesavano sull'attività delle banche, rimuovendo l'obbligo di versare il 75% dell'incremento dei depositi bancari presso la Banca d'Italia o presso il Tesoro (aprile 1945) e autorizzando selettive aperture di nuovi sportelli. Rimaneva però irrisolto il problema del controllo dell'inflazione²⁴⁷. Negli anni 1944 e 1945, la dinamica inflazionistica aveva raggiunto soglie massime che erano state pari – rispettivamente – al 150% e al 70% su base annua; e, dopo una caduta nel costo della vita di 5 punti percentuali fra gli ultimi mesi del 1945 e il giugno del 1946, essa era nuovamente esplosa fino a raggiungere – nel successivo semestre e per quasi tutto il 1947 – livelli intorno al 60% su base annua con picchi superiori al 100%.

²⁴⁶ A Carli venne offerta la direzione del dipartimento “operazioni con l'estero” del Fondo. Si veda la corrispondenza con Andrew Overby ed Emile Gutt del novembre 1949 in: ASBI, carte Carli, Pratt. n. 2, fasc. n. 5, sfasc. n. 3.

²⁴⁷ Baffi, 1958, pp. 330-336; Gelsomino, 1998, pp. 263-268; Gaiotti 2003, pp. 443-444.

Alla luce della robusta ripresa dell'attività produttiva e del (già ricordato) successo del 'Prestito della Liberazione', nei primi mesi del 1946 si potevano comunque addurre varie ragioni per illudersi che la minaccia inflazionistica si stesse ridimensionando²⁴⁸.

Va innanzitutto sottolineato che, in quegli anni, le informazioni sulla dinamica dei prezzi (e su altri indicatori economici) erano lacunose tanto che Baffi invitava a utilizzare i dati per singoli prodotti o per limitate aggregazioni settoriali e territoriali di prodotti, piuttosto che per la costruzione di indici sintetici²⁴⁹. Avvalendosi delle indagini statistiche di Silvio Golzio prevalentemente incentrate sull'economia piemontese, lo stesso governatore tendeva ad affidarsi alle evidenze empiriche relative sia al comune di Torino e ad aree limitrofe sia a particolari materie prime e comparti dell'industria meccanica²⁵⁰. Di conseguenza, gli obiettivi di stabilità monetaria non si basavano sulla fissazione di precisi tetti quantitativi per i tassi annuali di inflazione ma miravano a evitare che i prezzi subissero variazioni fuori controllo nel medio-lungo periodo. Va letta in questa chiave l'affermazione di Einaudi secondo cui, alla fine del 1945, non era facile individuare "il livello medio che sintetizza la situazione dei prezzi" anche se era possibile cogliere "il senso generale" della loro dinamica: "l'andamento degli indici dei prezzi dei singoli prodotti" durante il periodo bellico poteva essere rappresentato come un'accentuata e forte dispersione delle relative curve, destinata a restringersi "col progressivo ritorno a condizioni normali"²⁵¹.

In secondo luogo, ancora nell'estate e nell'autunno del 1946, erano presenti fattori che potevano spiegare la ripresa inflazionistica in Italia come un fenomeno contingente e temporaneo più che come un fenomeno strutturale. Anche a seguito delle notizie relative alle agevolazioni fiscali previste dal 'Prestito della ricostruzione' (cfr. sopra, paragrafo 4), persistevano timori riguardo all'attuazione di quegli interventi di finanza straordinaria, proposti da Scoccimarro, che rendevano conveniente sostituire la detenzione di ricchezza finanziaria con l'accantonamento di scorte di beni. Sommandosi a tensioni internazionali sui cambi e sui prezzi e a decisioni di politica interna (la triplicazione dei prezzi dei prodotti

²⁴⁸ Ricossa, 2003, p. 398.

²⁴⁹ Baffi, 1948, p. 224. Il Servizio studi produsse, comunque, una ricca evidenza empirica incentrata su indici dei prezzi all'ingrosso, tratti dall'ISTAT, e su dinamiche dei prezzi di vari prodotti e rami di attività. Il confronto fra le dinamiche dei prezzi e le dinamiche salariali consentì, inoltre, di fornire rappresentazioni grafiche relative alle variazioni nel costo della vita e a quelle nel potere di acquisto. Si veda al riguardo: ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 381, fasc. n. 28.

²⁵⁰ ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 14, fasc. n. 2, sfasc. n. 3, D'Aroma a Golzio, 22 gennaio 1947; ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Einaudi, Pratt. n. 384, fasc. n. 1, sfasc. n. 82, Golzio a Einaudi, 11 ottobre 1946.

²⁵¹ Banca d'Italia, 1946b, p. 118. Einaudi aggiungeva (*ivi*, p. 119): "per quanta cura si possa porre nella determinazione dei prezzi medi, restano sempre molte riserve da fare". Del resto, in quegli stessi anni, anche le serie sui salari presentavano fragilità. Prova ne sia che, nella *Relazione* sul 1946 (cfr. Banca d'Italia, 1947, pp. 100-105), il governatore dovette ricorrere a informazioni aneddotiche sugli andamenti salariali dal momento che i dati sistematici si fermavano al 1942 (cfr. *ivi*, p. 309, Tav. XVI); e, in una memoria dell'ottobre del 1946 dedicata a una stima del gettito del 'Prestito della Ricostruzione', il Servizio studi specificò i salari solo per singole imprese. Si veda, al riguardo: ASBI, Studi, Pratt. n. 379, fasc. n. 6; ora in Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, p. 373; si veda anche la precedente nota 249.

agricoli destinati all'ammasso)²⁵², si consolidò l'aspettativa che vi sarebbero stati aumenti speculativi di domanda e strozzature di offerta con un conseguente peggioramento delle tensioni inflazionistiche. Ciò, a sua volta, rafforzò l'accumulazione speculativa di scorte da parte di imprenditori e commercianti soprattutto per i prodotti agricoli, provocando aumenti nei prezzi al consumo. In tale quadro, era plausibile ritenere che interventi di contrasto dei comportamenti speculativi e una connessa inversione delle aspettative potessero spontaneamente produrre effetti di contenimento dell'inflazione.

Lo stesso Baffi, che – come si mostrerà fra breve – fu fra i primi a sottolineare le cause di fondo degli aumenti dei prezzi in Italia nel periodo esaminato, confermò la plausibilità di questa sequenza di eventi in una lunga nota dal tono apparentemente scherzoso (la narrazione di un preteso sogno), inviata ad Antonino Occhiuto nel gennaio-febbraio 1947²⁵³.

Il sogno si svolgeva in un ristorante con un personale di eccezione: il *maître* era l'ex ministro delle Finanze e parlamentare del Partito comunista italiano, appunto il già citato Scoccimarro; i camerieri erano il ministro delle Finanze Corbino e, poi, anche il suo successore Bertone; il cuoco era Einaudi. Prendendo spunto dall'immagine di un orologio a muro, Baffi collocava l'inizio della trama onirica nel giugno 1946, cioè alla data in cui si era riaccesa la dinamica inflattiva. Gli agricoltori, prima, e gli imprenditori e i commercianti, poi, disattendevano i raffinati consigli culinari del *maître* e ordinavano solo lasagne (ossia, fuor di metafora, contante) che si affrettavano a mangiare (ossia, a spendere) o a portarsi via come avanzi (ossia, liquidità da accantonare in vista di una prossima e imminente spesa). Gli avventori pagavano una parte del loro consumo di lasagne con materie prime o valuta estera frutto di speculazioni. Il cuoco era turbato dalla condiscendenza del *maître* e dei camerieri che si limitavano a trasmettere gli ordini provenienti dai vari tavoli, costringendolo così ad aumentare a dismisura la produzione di lasagne. Essendo però "obbligato" con vari clienti, il cuoco non poteva esimersi dal soddisfare tutta la domanda. Tale situazione si ripeteva fino agli ultimi mesi del 1946, allorché anche gli operai di città incominciarono ad affollare il ristorante; sulla scorta – nel caso – del consiglio del *maître*, si univano agli altri clienti, mangiando velocemente tutte le lasagne che potevano ordinare grazie agli aumentati salari nominali.

La metafora del sogno veicolava un messaggio chiaro che era, peraltro, reso ancora più esplicito dalle varie notazioni a margine dell'autore. Baffi sottolineava che i comportamenti degli avventori, giustificati da aspettative pessimistiche rispetto a nuove tensioni inflazionistiche e dalla minaccia di provvedimenti di finanza straordinaria, erano destinati ad aumentare sia la circolazione monetaria che la domanda aggregata. Questi aumenti erano rafforzati dalla crescita del credito bancario e della spesa pubblica in disavanzo, nonché

²⁵² Il sistema degli ammassi, introdotto dal fascismo e mantenuto nel secondo dopoguerra, comportava l'accantonamento di grano e di altri beni agricoli mediante acquisti centralizzati a prezzi prefissati e sovvenzionati da interventi pubblici, così da calmierare il prezzo amministrato del pane e di altri prodotti alimentari di base. È evidente che aumenti dei prezzi di acquisto degli ammassi comportavano, a parità di ogni altra circostanza, appesantimenti del bilancio pubblico.

²⁵³ ASBI, Carte Baffi, Monte Oppio, Pratt. n. 18, fasc. n. 2, Baffi a Occhiuto, s.d. ma presumibilmente marzo 1947; pubblicato anche in Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, pp. 410-413. Antonino Occhiuto, che avrebbe poi ricoperto il ruolo di vicedirettore generale della Banca d'Italia, era all'epoca uno stretto collaboratore di Baffi presso il Servizio studi.

dall'immissione negli scambi di scorte liquide; per giunta, l'incremento della domanda si scontrava con i vincoli dell'offerta aggregata, appesantiti dagli accantonamenti speculativi di parte dei beni prodotti²⁵⁴. Il picco era stato raggiunto negli ultimi mesi del 1946, quando si registrarono effettivi incrementi salariali²⁵⁵. Nel sogno, l'ulteriore innalzamento della domanda aggregata si saldava, così, con pressioni verso l'alto dei costi di produzione.

In conformità a quanto argomentato da Menichella a gennaio 1947 nel suo intervento all'assemblea dell'Associazione Bancaria Italiana²⁵⁶, una possibile interpretazione del sogno di Baffi è che gli aumenti salariali avvenuti negli ultimi mesi del 1946 costituissero il fattore cruciale del passaggio da una dinamica inflazionistica contingente a una spirale strutturale che – per ripetere l'espressione usata da Menichella di fronte ai banchieri – avrebbe rischiato di “non aver fine”. Del resto, nelle *Considerazioni finali* per il 1946, riferendosi ai mesi immediatamente precedenti gli aumenti salariali, Einaudi riconobbe che i prezzi avevano fatto registrare un “andamento fortemente ascendente”, ma sostenne al contempo che la mera configurazione quantitativa del mercato non poneva ancora “le premesse di un aumento dei prezzi” di portata duratura²⁵⁷. Se tale lettura fosse esaustiva, ne deriverebbe che la Banca d'Italia aveva dovuto fronteggiare un elevato rischio di dinamiche dei prezzi fuori controllo solo negli ultimi mesi del 1946.

Il sogno di Baffi esaminava, però, altre possibili determinanti dell'inflazione italiana aventi, anch'esse, una natura strutturale: la maggiore disponibilità di credito bancario e l'incremento nella spesa pubblica in disavanzo avevano generato immediati incrementi nella velocità di circolazione della moneta. Assumendo che il riaccendersi dell'inflazione nella seconda metà del 1946 fosse anche e soprattutto imputabile ad almeno uno di questi due ingredienti – ossia, al canale bancario e/o al comportamento del Tesoro, – già alla fine del 1945 vi sarebbe stato un insieme di dati empirici sufficiente per segnalare il carattere temporaneo del ripiegamento nel costo della vita durante gli ultimi mesi di quell'anno e l'imminente alto rischio di aumenti strutturali (ossia, fuori controllo) dei prezzi²⁵⁸. È importante notare subito che, al di là dei loro diversi punti di vista (cfr. *infra*), sia Einaudi sia Baffi annettevano molta importanza alle variazioni nella velocità di circolazione della moneta.

Al riguardo, le evidenze disponibili sulla circolazione monetaria erano così nette da non lasciare molti margini di ambiguità. Come è stato sottolineato da Baffi e da altri studiosi²⁵⁹,

²⁵⁴ Nel descrivere il “sogno”, Baffi confessava a Occhiuto che già “quel veggente di La Malfa” gli aveva in parte anticipato le distorsioni prodotte dai comportamenti degli operatori economici; il sogno aveva però contribuito a chiarirgli meglio “la distribuzione delle parti fra *maître*, camerieri e cuoco”. Si vedano i riferimenti nella nota precedente e, in particolare: Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, p. 411.

²⁵⁵ Cfr. anche Baffi, 1958, pp. 348-350.

²⁵⁶ ASBI, Carte Menichella, Pratt. n. 63; ora anche in Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, p. 397. D'ora in poi citato come: Menichella, 1947a.

²⁵⁷ Banca d'Italia, 1947, p. 111.

²⁵⁸ Baffi utilizzò un'efficace espressione – “bonaccia” – per indicare la caducità nella caduta dei “prezzi liberi” durante la prima metà del 1945 (cfr. Baffi, 1986, p. 111).

²⁵⁹ Cfr. Baffi, 1958, pp. 355-360; Baffi, 1953, p. 283; Gelsomino, 1998, pp. 263-270; Caracciolo e Gelsomino, 2003, pp. 383-387; Barucci, 2008, pp. 42-43 e 60-61. Baffi (1963, pp. 265-266) esamina gli specifici andamenti nelle varie fasi.

nei tre anni compresi fra l'inizio del 1945 e la fine del 1947, la velocità di circolazione della moneta era aumentata di circa due volte e mezzo mentre i depositi totali erano aumentati di quattro volte, espandendosi di quasi il 60% nel solo 1945; inoltre, durante il biennio 1944-1945, l'ammontare del debito pubblico era aumentato di quasi 660 miliardi di lire; infine, gli impieghi della Banca d'Italia a favore del Tesoro avevano coperto quasi i due terzi della moneta in circolazione. All'interno della Banca d'Italia, fu il condiviso riconoscimento del potenziale impatto sui prezzi di tali eccessi di liquidità che spinse ad attribuire i maggiori rischi di inflazione a fonti diverse.

Molti commentatori hanno osservato che Einaudi concentrò la sua attenzione sugli squilibri del bilancio pubblico e sulla sistematica pressione, proveniente dal Tesoro, per coprire gran parte dei connessi disavanzi e dello *stock* di debito in scadenza mediante emissioni di nuova moneta e incrementi della circolazione. Essi hanno registrato come conseguenza che, in sintonia con l'interpretazione tradizionale poi recepita da parte della storiografia monetaria italiana²⁶⁰, il governatore sostenesse che il più efficace contrasto dei rischi inflazionistici avrebbe richiesto un drenaggio di liquidità dal canale monetario mediante la riduzione degli squilibri presenti nel bilancio pubblico o una sterilizzazione di parte della moneta in circolazione.

I lavori di Baffi e quelli di altri economisti del Servizio studi accreditarono, invece, una visione più articolata. Essi mostrarono che sarebbe stato inappropriato addossare al solo Tesoro e – in subordine – alla Banca d'Italia l'intero onere degli aggiustamenti²⁶¹. Nel breve termine, gli squilibri del bilancio pubblico obbligavano lo Stato a fronteggiare rilevanti posizioni debitorie e probabili incrementi dell'indebitamento futuro. A fine 1946, i risparmiatori e le banche detenevano, infatti, circa 200 miliardi di lire in buoni del Tesoro con scadenze ravvicinate e circa 140 miliardi di lire in depositi a breve termine o a vista presso la Banca d'Italia; per giunta, quest'ultima non avrebbe potuto rifiutare eventuali richieste delle banche per immediati risconti di decine di miliardi connessi alle operazioni di ammasso. L'implicazione da trarre era che, data l'esigenza di significativi sostegni statali per il riavvio delle attività produttive e per il contenimento della precarietà sociale, negli anni 1945 e 1946 non sarebbe stato possibile attuare severi tagli della spesa pubblica o immaginare consistenti aumenti delle entrate fiscali.

Ciò portava a una prima conclusione in grado di accomunare, almeno in parte, le analisi di Einaudi e di Baffi: la ripresa inflazionistica nella seconda metà del 1946 e nei primi mesi del 1947 andava imputata all'aumento della domanda di liquidità da parte degli operatori di mercato e al connesso aumento della velocità di circolazione²⁶². A tale quadro, Baffi aggiunse due intuizioni cruciali. Primo, il potenziale inflazionistico dell'Italia in quel periodo derivava, soprattutto, dalle aspettative e dai comportamenti degli operatori di mercato e sarebbe stato molto elevato anche senza il concorso del Tesoro. Pertanto, pur essendo pronto ad ammettere

²⁶⁰ Spinelli e Fratianni, 1991, p. 11.

²⁶¹ Si vedano, in particolare: Mancini 1948a e 1948b. Cfr. anche: Baffi, 1948, pp. 213-214; Baffi, 1963, pp. 259-260.

²⁶² Si veda anche: Menichella, 1956, pp. 660-662.

che lo *stock* di debito pubblico era stato uno dei fattori scatenanti la dinamica dei prezzi fin dal 1943, Baffi ne traeva l'implicazione che aggiustamenti troppo severi del disavanzo e della connessa gestione di tesoreria avrebbero rischiato di peggiorare la causa ultima dell'inflazione, ossia le relative aspettative. La seconda intuizione fu che l'importanza dell'aumentata velocità di circolazione per la dinamica inflazionistica richiedeva di considerare anche, se non soprattutto, il canale bancario.

Queste analisi servono a comprendere meglio le ragioni della grande importanza, attribuita da Einaudi ai prestiti nazionali (al Prestito della Ricostruzione oltre che a quello della Liberazione) quali strumenti per drenare liquidità dalla circolazione e per contenere – così – gli eccessivi aumenti dei prezzi. Tra la fine del 1946 e l'inizio del 1947, il possibile esito di tali prestiti alimentava la speranza di domare gli eccessi di inflazione senza il ricorso a forti restrizioni rispetto al canale bancario²⁶³. Il fatto che, poco dopo, il Prestito della Ricostruzione risultasse inefficace allo scopo fu cruciale per rendere evidente la rilevanza del canale bancario e per ricostruire in maniera più articolata l'insieme delle possibili cause degli eccessi inflazionistici nell'economia italiana.

Già in una nota redatta alla fine del 1944 e pubblicata oltre tre anni dopo, Baffi fece una netta affermazione: l'eccessiva liquidità, accantonata dal settore bancario e da altri intermediari, implicava che “l'inflazione *attuale*” fosse molto più bassa “dell'inflazione *potenziale*”. Pertanto, “se il denaro che affluisce alle banche viene rimesso in circolazione, finirà col produrre tutto il suo effetto sui redditi e sui prezzi; il che, accrescendo il bisogno di circolante, lo tratterrà definitivamente nella circolazione attiva”²⁶⁴. Per giunta i dati e le analisi, elaborate dal Servizio studi della Banca d'Italia nel corso del 1946, confermavano due aspetti rilevanti e già menzionati: (i) il fenomeno dell'aumentata velocità di circolazione era di estremo rilievo per spiegare gli eccessi inflazionistici del recente passato e per rendere molto probabili forti aumenti dei prezzi nell'immediato futuro²⁶⁵; (ii) questo fenomeno era soprattutto dovuto alle discontinue ma massicce immissioni di mezzi di pagamento negli scambi di mercato, derivanti dai generosi finanziamenti concessi da banche molto liquide e dai comportamenti dei detentori

²⁶³ Fin dall'inizio di marzo del 1945, il governatore si mostrò preoccupato per gli eccessi della circolazione monetaria. In un colloquio con Carli richiamato nel suo *Diario* (Einaudi, 1993, p. 182), emerse infatti la necessità di evitare che provvedimenti del governo aumentassero la circolazione e minassero “il successo dei prestiti di Stato”. Si noti peraltro che, dall'autunno del 1946, il governatore assunse atteggiamenti più prudenti sulle cause e sull'evoluzione dell'inflazione (Nerozzi, 2021, pp. 192-195). Va anche specificato perché la posizione di Einaudi trovi una rispondenza solo parziale nelle analisi di Spinelli e Fratianni (1991, 2001), che applicano la versione friedmaniana della teoria quantitativa della moneta al caso italiano. Spinelli e Fratianni intendono provare che le variazioni nell'ammontare di moneta determinano le variazioni dei prezzi e dipendono, in larga misura, dal canale del Tesoro. Un'implicazione dell'analisi di Spinelli e Fratianni è che il canale bancario vada relegato sullo sfondo. Nel prosieguo mostreremo che la posizione di Einaudi non può essere pienamente assimilata a un'impostazione del genere.

²⁶⁴ Baffi, 1948, pp. 209 e 211.

²⁶⁵ Ciò contribuisce a spiegare perché la Banca d'Italia considerasse la velocità di circolazione della moneta come un dato sensibile da mantenere riservato. È emblematico al riguardo che, all'avvio della manovra di stabilizzazione (inizi di settembre 1947), Menichella si raccomandasse di non comunicare alla stampa i dati mensili sui tassi di crescita della circolazione monetaria e sulla dinamica inflazionistica dell'autunno 1946. Egli sostenne che i dati in questione erano “delicati” e non andavano “messi alla portata di tutti i giornalisti” (FLE, ALE, fasc. “Donato Menichella”, Menichella a Einaudi, 6 settembre 1947).

di depositi bancari²⁶⁶. La caduta del tesoreggiamento privato aveva generato consistenti fuoriuscite dei depositi bancari dal circuito presidiato dalla Banca d'Italia e dal Tesoro; e tali fenomeni si erano anche tradotti in una forte crescita degli impieghi e, almeno nel breve termine, in eccessi della domanda rispetto all'offerta aggregata di beni. Baffi e i suoi collaboratori erano, quindi, convinti che la stasi dei prezzi fosse transitoria e che il processo inflazionistico fosse soprattutto alimentato dal canale bancario.

Come cercheremo di argomentare nei prossimi paragrafi, non sarebbe esaustivo trarre conclusioni nette dall'analisi fin qui condotta. In particolare, sarebbe affrettato sostenere che la Banca d'Italia non avesse intrapreso significative restrizioni di politica monetaria già nella prima metà del 1945 o – più realisticamente – nell'estate del 1946 a causa di due soli fattori: lo scontato prevalere del punto di vista del governatore; e l'impraticabilità di tagli delle spese pubbliche, data l'esigenza prioritaria di sostenere la ripartenza economica e di contenere la precarietà sociale. Va al riguardo sottolineato che, a fronte dell'effettiva ripresa inflazionistica di metà del 1946, nessun esponente della Banca d'Italia fu portato a sostenere che il fenomeno fosse riconducibile a un'unica causa. La tesi, che divenne gradualmente condivisa, fu che si sommassero più fattori anche se il canale bancario stava diventando quello dominante e maggiormente dirompente²⁶⁷. All'inizio del secondo semestre del 1946 rimaneva comunque prevalente l'opinione che, oltre al canale bancario, si dovessero considerare altri fattori.

Il canale del bilancio pubblico era caratterizzato da squilibri derivanti da una distorta gestione degli ammassi, dalle difficoltà di riassorbire le am-lire e dall'incapacità di controllare le spese correnti²⁶⁸. Veniva, inoltre, annessa molta importanza ai fattori internazionali. Si è già mostrato quanto, in Banca d'Italia, fossero chiari i legami fra il peggioramento delle aspettative, causato dalle conseguenze economiche del Trattato di pace e – più in generale – dalle difficoltà dell'Italia nel contesto internazionale, e l'aumento delle pressioni inflazionistiche (cfr. paragrafo 8). Inoltre, per varie ragioni, il canale degli scambi con l'estero accentuava l'instabilità dei prezzi; per esempio, esso facilitava parziali decentramenti nell'accumulo degli *stock* di valute di altri paesi e alimentava ripetute variazioni del tasso di cambio della lira rispetto alle principali monete internazionali. Infine, la pressione sui prezzi

²⁶⁶ Cfr. Mancini, 1948a e 1948b; cfr. anche Baffi, 1963, p. 268. Il tema fu affrontato dal Servizio studi anche in una bozza preparatoria della *Relazione annuale* sul 1947, presumibilmente redatta fra gennaio e febbraio del 1948 (cfr. ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 302, fase. n. 4). Tale bozza riportava numerose annotazioni a margine di Menichella; di particolare interesse è la chiosa manoscritta, in cui si afferma che "bisogna dirlo con le cifre, e chi vuole intendere, intenda".

²⁶⁷ Baffi coinvolse La Malfa per pervenire a un'interpretazione comune delle cause della ripresa inflazionistica, che enfaticasse l'importanza del canale bancario e delle aspettative e che fosse convincente per il governatore. In una lettera del 4 marzo 1947, Baffi scrisse infatti a La Malfa: "il governatore mi annuncia di avermi interessato a ricercare, insieme con noi, quali fatti siano dietro l'aumento della circolazione verificatosi fra il maggio 1946 e il 20 gennaio 1947 [...]; dalla constatazione che nel bilancio della banca l'erogazione di biglietti trova quasi completamente contropartita in talune voci di somministrazione diretta o indiretta di biglietti al Tesoro (finanziamenti valute, ammassi e alleati) non si può trarre, a mio avviso, la conclusione che in assenza di quelle spese non si sarebbe avuto aumento di circolazione. Su questo il governatore mi pare d'accordo e penso che voglia appunto essere da noi ragguagliato sulla natura e l'azione degli altri fattori autonomi d'inflazione i quali hanno fatto sì che il mercato trattenesse i biglietti defluiti per quei canali" (ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 384, fasc. n. 1, sfasc. n. 56, Baffi a La Malfa, 4 marzo 1947).

²⁶⁸ Cfr. in particolare: Baffi, 1948, pp. 210-219; Baffi, 1963, pp. 266-268.

era anche dovuta agli squilibri fra la domanda e l'offerta aggregate, derivanti dalle carenze di materie prime nei mercati internazionali e dalle conseguenti strozzature nei processi produttivi nazionali. Questo quadro così complesso spinse Baffi a ribadire che sarebbe stato "pretestuoso" ricondurre il processo inflazionistico italiano a un unico fattore, anche se "dal successivo anno 1947 l'espansione del credito commerciale, alimentata sempre più dai prelevamenti sui depositi delle banche presso l'istituto di emissione, diventava la causa preminente"²⁶⁹. Dal canto suo, pur privilegiando sempre il canale monetario per la trasmissione dell'inflazione, Einaudi era consapevole della crescente importanza del canale bancario²⁷⁰.

Tali considerazioni lasciano comunque impregiudicate le ragioni sottostanti al posponimento della manovra di stabilizzazione monetaria da parte della Banca d'Italia. La manovra fu infatti concepita alla fine del 1946, proposta all'inizio del 1947 e compiutamente realizzata solo nella seconda metà di quell'anno. Come si è già in parte ricordato a proposito della costituzione del CICR (cfr. il paragrafo 6), un *iter* così tortuoso va ricondotto a una complessità di elementi economici, politici e istituzionali. La nostra tesi, meglio argomentata nel prossimo paragrafo, è che ebbe un peso rilevante la volontà del governatore di non frenare lo sviluppo dell'economia reale. Un ruolo non secondario va, tuttavia, anche attribuito all'inefficacia degli strumenti normativi allora a disposizione dei responsabili di politica monetaria per vincolare l'immissione di liquidità mediante il canale bancario. È importante chiarire subito quest'ultimo aspetto perché propedeutico alla più articolata descrizione delle scelte della Banca d'Italia che svolgeremo nel prossimo paragrafo.

In linea di principio, già nel 1945, la Banca d'Italia avrebbe potuto ricorrere a una normativa risalente alla prima legge bancaria del 1926, ma ancora in vigore, che consentiva alla vigilanza di imporre soglie massime stringenti nel rapporto fra l'ammontare complessivo dei depositi e il valore del patrimonio degli istituti di credito. Sulla scorta di quelle disposizioni, ogni banca avrebbe avuto infatti l'obbligo di congelare presso la Banca d'Italia – sotto forma di depositi vincolati (e, successivamente, allocabili anche presso il Tesoro) o di titoli di stato – l'equivalente dello *stock* di depositi iscritti al passivo del proprio bilancio eccedente di venti volte il valore del patrimonio. Tuttavia, diverse analisi prodotte dagli Studi e dalla Vigilanza mostrarono che un'applicazione meccanica di tali vecchie norme avrebbe comportato eccessive restrizioni al finanziamento dell'economia italiana²⁷¹. Per ottemperare al rapporto

²⁶⁹ Baffi, 1963, p. 268. In un passo poco sopra quello appena citato (*ivi*, pp. 267-268), lo stesso Baffi ricostruisce la situazione fattuale e la visione di Einaudi: "si può [...] affermare che, verso la metà del 1946, i tre principali fattori di variazione della massa monetaria [bilancio pubblico, credito bancario, settore estero] entrarono simultaneamente in azione, e tutti esercitarono inizialmente il loro effetto in senso espansivo [...]. Delle tre cause di espansione della circolazione, l'utilizzo, da parte delle banche, della liquidità eccedente da esse accumulata negli anni di guerra, appare ad Einaudi come un fatto che deve essere subito; non sembra che egli abbia mai pensato a blocchi dei depositi, in specie di quelli delle banche".

²⁷⁰ Il punto è sottolineato sia da Menichella (1966, pp. 838-839) sia da Baffi (1963, pp. 268 e 272). La nostra lettura trova un riscontro almeno parziale nelle tesi di Gelsomino (1998, pp. 265-269). Essa differisce invece dall'interpretazione di Omiccioli (2000, pp. 41 e 45-48 e 51), secondo il quale Einaudi sottovalutò l'impatto inflazionistico del canale bancario anche per i limiti della sua impostazione teorica (cfr. anche *infra*).

²⁷¹ Si veda per esempio ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 231, fasc. n. 1, Pro memoria per il Governatore, 12 febbraio 1947.

di 1 a 20, molti istituti di credito sarebbero stati costretti a richiedere la restituzione anticipata di quote consistenti dei debiti contratti dalle loro imprese mutuatrici, in quanto il valore nominale dei prestiti e dei depositi era stato gonfiato dall'inflazione a fronte di un aumento nel valore dei patrimoni che, nel corso del 1944 e 1945, non era stato in linea con la crescente dinamica dei prezzi²⁷².

Come si è sopra accennato (cfr. paragrafo 6), nel corso del 1946 le banche italiane avevano rafforzato gli aumenti di capitale. Inoltre, nell'ottobre del 1945, il governatore aveva richiesto l'innalzamento della soglia depositi/patrimonio da 1 a 20 a 1 a 30; e la sua istanza era stata accolta dal ministro del Tesoro Corbino fin dal febbraio del 1946²⁷³. Questi limitati aggiustamenti non furono, tuttavia, sufficienti per consentire un'applicazione della nuova soglia. I riscontri empirici della Banca d'Italia mostravano che anche un rapporto di 1 a 30 avrebbe generato eccessivi squilibri nel sostegno creditizio alle diverse categorie di imprese e nei diversi contesti territoriali, causando instabilità macroeconomica e insostenibili criticità per molte banche. La composizione dei bilanci e le capienze patrimoniali di diverse tipologie di istituti di credito e di specifiche banche all'interno di una stessa tipologia erano infatti così difformi da far sì che, in troppi casi, l'applicazione del rapporto di 1 a 30 avrebbe creato vincoli impossibili da soddisfare e avrebbe, perciò, incentivato forme di insofferenza e indisciplina.

Tali osservazioni trovarono conferma nelle rimostranze che furono inviate dalle principali associazioni bancarie alla Banca d'Italia e al Tesoro sin dal gennaio del 1946²⁷⁴. Esse assunsero nuovo vigore tra la seconda metà del 1946 e l'inizio del 1947 a fronte della minacciata applicazione del rapporto 1 a 30, che appariva giustificata dalla persistente espansione del credito e dall'urgenza di una manovra di controllo dell'inflazione²⁷⁵. Queste preoccupazioni del mondo bancario furono precocemente avallate da una lettera del ministero del Tesoro (20 agosto 1946), in cui si segnalava alla Banca d'Italia che le maggiori banche (specie quelle di interesse nazionale) avrebbero incontrato ingestibili difficoltà nel rispettare

²⁷² In una prima versione del testo da inserire nella *Relazione annuale* per il 1947, Baffi si soffermava sulle ragioni che avrebbero impedito l'applicazione delle norme del 1926. In una chiosa manoscritta posta a margine delle considerazioni di Baffi, Menichella aggiungeva: "il governatore Einaudi era, per il primo, conscio che l'applicazione della [vecchia] norma [...] sarebbe risultata in numerosi casi praticamente impossibile" (ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 320, fasc. n. 4, Bozza di Baffi e Mancini della *Relazione* per il 1947, con appunti manoscritti di Menichella, s.d., ma febbraio-marzo 1948).

²⁷³ ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 231, fasc. n. 1, Einaudi a Direzione Generale del Tesoro, 17 ottobre 1945.

²⁷⁴ ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 231, fasc. n. 1, Visentini a Einaudi, 12 gennaio 1946. Al tempo, Bruno Visentini era presidente della Banca Popolare di Treviso.

²⁷⁵ Nel gennaio 1947, Stefano Siglienti (allora presidente dell'Associazione Bancaria Italiana) sostenne che l'applicazione della nuova norma (rapporto di 1 a 30) a fine 1946 avrebbe potuto essere solo temporanea e parziale, in quanto una sua attuazione sistematica avrebbe imposto un congelamento di liquidità pari a 185 miliardi di lire (ossia un terzo della massa amministrata) con grave nocimento per il finanziamento dell'economia reale. Siglienti raccomandò, pertanto, alla Banca d'Italia di procedere con "tolleranza" o di portare il rapporto almeno a 1 a 50, possibilmente garantendo vincoli ancor meno restrittivi per le grandi banche (ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 231, fasc. n. 1 Siglienti al Tesoro e alla Banca d'Italia, 15 gennaio 1947).

il rapporto di 1 a 30. Un po' maldestramente Corbino proponeva di applicare, "solo per loro", un rapporto di 1 a 40 con un aumento dei rendimenti corrisposti sulle attività vincolate²⁷⁶.

Le prese di posizione del Tesoro e delle banche si rivelarono superflue, in quanto i nuovi orientamenti della vigilanza stavano percorrendo strade diverse. Passarono ben quattro mesi (dicembre 1946) prima che la Banca d'Italia rispondesse al Tesoro e riconoscesse che, in effetti, l'applicazione del rapporto di 1 a 30 avrebbe causato ingenti scoperti per le tre BIN (17 miliardi di lire per Comit, 12 miliardi per Banco Roma e 7 miliardi per Credit), tanto da richiedere aggiustamenti della massa fiduciaria (cioè, il totale dei depositi) che si sarebbero dovuti spingere fino al 75,4% nel caso del Banco Roma²⁷⁷. Gli squilibri di bilancio si sarebbero poi estesi anche ad altre tipologie di banche, pur se con forti variazioni, tanto da rendere palese che neppure nuovi e generalizzati aumenti rispetto al rapporto di 1 a 30 avrebbero dato soluzione al problema. Tali considerazioni giustificarono la posizione di chiusura della Banca d'Italia rispetto alle richieste del Tesoro: la lettera di risposta bocciò qualsiasi proposta di differenziazione delle regole per tipologia di banca.

L'aspetto più rilevante di quella lettera fu, però, un altro: la Banca d'Italia adombrò, per la prima volta, la necessità di modifiche radicali delle norme vigenti. La proposta di sostituire le vecchie norme con un innovativo utilizzo delle riserve bancarie gettava solide basi per la strumentazione che avrebbe caratterizzato la manovra di stabilizzazione del 1947 (cfr. il successivo paragrafo 11).

10. La costruzione della manovra

La complessità delle determinanti dell'inflazione italiana, la brusca ripresa inflazionistica dopo una fase di apparente stabilità e l'obsolescenza degli strumenti di intervento sul canale bancario offrono elementi a favore della scelta di una posizione attendista da parte della banca centrale; per contro, il quadro descritto non avalla la tesi che gli eccessivi aumenti dei prezzi abbiano assunto carattere strutturale solo negli ultimi mesi del 1946. Si tratta, quindi, di districarsi fra questi diversi segnali per approdare a una spiegazione credibile del perché, tra il dicembre 1946 e il gennaio 1947, la Banca d'Italia abbia posto le basi della manovra di stabilizzazione poi compiutamente realizzata solo nel settembre del 1947 mediante il varo di nuovi strumenti di politica monetaria.

Un primo elemento da considerare proviene dalle evidenze empiriche raccolte dal Servizio studi della Banca. Come si è già accennato, specie a partire dall'ottobre del 1946, i dati mostrarono un progressivo predominio del canale bancario nel condizionare la dinamica inflazionistica italiana²⁷⁸. In quella fase le banche stavano, infatti, attuando rilevanti riduzioni della liquidità accantonata per ampliare i finanziamenti e utilizzavano, allo scopo, la quota non

²⁷⁶ ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 231, fasc. n. 1, Corbino a Einaudi, 20 agosto 1946. Corbino giustificò il trattamento di favore per le grandi banche in quanto "indubbiamente offrono garanzie superiori" e propose, oltre all'estensione del rapporto, la possibilità di "conteggiare nel patrimonio anche le riserve straordinarie". Entrambe le richieste suscitarono lo scetticismo di Einaudi che appose a margine della lettera del ministro una serie di punti interrogativi.

²⁷⁷ ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 231, fasc. n. 1, Einaudi a Corbino, dicembre 1946; ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza, Pratt. n. 231, fasc. n. 1, Einaudi a tutte le filiali, 25 febbraio 1946.

²⁷⁸ Cfr. il già citato: Baffi, 1963, p. 268. Si veda anche: Mancini 1948b, pp. 157-159.

vincolata dei depositi che esse detenevano presso la Banca d'Italia e il ministero del Tesoro²⁷⁹. Oltre ad aumentare la quantità di moneta in circolazione, ciò rendeva inefficaci gli strumenti tradizionali di contrasto dell'inflazione a disposizione della Banca rispetto al canale monetario, ossia il ricorso a una maggiore rigidità di prezzo e di quantità nei risconti e nelle anticipazioni²⁸⁰. Tali fattori spinsero Baffi, i suoi collaboratori del Servizio studi e i consiglieri del governatore (in particolare, La Malfa) ad accrescere le pressioni su Einaudi, Menichella e gli esponenti di vertice dei principali servizi della Banca affinché venisse acquisita piena consapevolezza rispetto ai limiti della vecchia strumentazione di politica monetaria e alla necessità di dotarsi di nuove forme di intervento specie con riguardo al canale bancario.

Nell'immediato, questi sforzi non parvero coronati da successo. Il governatore fece qualche allusione alla possibilità di un'inflazione da credito in due interventi all'Assemblea costituente²⁸¹. Si trattò tuttavia di formulazioni ambigue, in quanto rimasero subordinate alla tesi che il fattore inflazionistico dominante fosse rappresentato dagli squilibri del bilancio pubblico e – soprattutto – alla tesi che gli impieghi bancari non andassero limitati perché fungevano da motore essenziale per la ricostruzione e per la ripresa economica²⁸². Prova ne sia che, durante i lavori di preparazione per le *Considerazioni finali* sul 1946, il governatore decise di espungere il passaggio di una nota di Baffi nella quale si sottolineavano i rischi inflazionistici di un'eccessiva espansione del credito bancario²⁸³. Inoltre, nella versione definitiva di quelle *Considerazioni*, Einaudi ribadì che non sarebbe stato possibile contrastare la minaccia inflazionistica senza effettuare drastici aggiustamenti degli squilibri nel bilancio pubblico e il ridimensionamento del loro finanziamento monetario: “sino a quando non si sarà provveduto a coprire, senza ricorrere ai biglietti, tutte le spese pubbliche, comprese quelle che paiono operazioni di investimento, non avremo allontanato da noi lo spettro dell'inflazione”²⁸⁴.

Peraltro, nelle stesse *Considerazioni finali*²⁸⁵, Einaudi fece riferimento a quello che riteniamo essere non solo un altro possibile elemento di spiegazione delle iniziative di stabilizzazione nel frattempo assunte dalla Banca d'Italia, bensì il fattore chiave che tende a giustificare i tempi di avvio della manovra e il grado di coinvolgimento di Einaudi: il parziale fallimento del Prestito della Ricostruzione.

²⁷⁹ Il problema era acuito dal fatto che poco meno di due terzi dell'aumento degli impieghi era attribuibile alle banche di interesse nazionale e a quelle di credito ordinario, mentre gli istituti di diritto pubblico avevano comportamenti più moderati e le casse di risparmio e le banche popolari apparivano estranee alla tendenza.

²⁸⁰ Cfr. anche Baffi, 1961, p. 416; Menichella, 1966, p. 838; Gelsomino, 1998, p. 270.

²⁸¹ Einaudi, 1946; 1947c.

²⁸² In particolare, Einaudi (1947c, pp. 470-472) dichiarò che il possibile impatto inflazionistico di una crescita del credito maggiore di quella della moneta cartacea era “un problema assai delicato”, su cui preferiva astenersi dal prendere posizione favorevole o contraria.

²⁸³ ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 255, fasc. n. 2, sfasc. n. 4 “Memoria per la relazione del Governatore (1946)”, non datata ma collocabile nel gennaio-febbraio 1947.

²⁸⁴ Banca d'Italia, 1947, p. 239; cfr. anche Omiccioli, 2000, pp. 55-56.

²⁸⁵ Banca d'Italia, 1947, pp. 222-225 e 241.

Come si è sopra detto (cfr. paragrafo 4), a inizio gennaio 1947, il Prestito della Ricostruzione aveva assicurato un incasso di 231 miliardi di lire che era stato però coperto per oltre la metà da smobilizzi bancari di depositi, da titoli vincolati e da altre poste finanziarie già al di fuori della circolazione. Pertanto, tale prestito non aveva comportato un significativo riassorbimento degli eccessi di liquidità in circolazione. Come ammise Einaudi, il gettito in contanti andava ricondotto alla più modesta cifra di 102 miliardi di lire. Peraltro, introducendo un lungo elenco di impegni pubblici pregressi e di domande retoriche volte a mostrare che la Banca d'Italia aveva dovuto coprire una fetta consistente dei disavanzi pubblici mediante monetizzazione, Einaudi sottolineò che – tra la fine di maggio del 1946 e la metà di gennaio del 1947 – la circolazione monetaria in Italia era aumentata di circa 104 miliardi di lire. L'implicazione era evidente: il Prestito della Ricostruzione non era servito a ridurre gli eccessi di liquidità, che si erano accumulati nella tarda primavera del 1946 e che avevano innescato la ripresa del processo inflazionistico; al più, esso era stato in grado di evitare che le pressioni al rialzo nel livello dei prezzi e la conseguente spinta ad aumenti della circolazione alimentassero una spirale viziosa che la Banca d'Italia avrebbe avuto molta difficoltà a porre sotto controllo.

Anche alla luce della nostra precedente analisi del Prestito della Ricostruzione, questa chiave di lettura rende molto rilevante stabilire le responsabilità nel disegno e nel varo del prestito in esame. Come si è sopra detto, nei primi mesi dopo la sua nomina a direttore generale, Menichella aveva profuso un intenso impegno nel rappresentare l'Italia presso i più delicati tavoli internazionali²⁸⁶. Anche grazie ai successi ottenuti in quel decisivo ruolo, nel settembre del 1946 Menichella fu prescelto dal presidente del Consiglio De Gasperi per ricoprire la carica di ministro del Tesoro in sostituzione del dimissionario Corbino. Nonostante le sollecitazioni ad assumere la nuova funzione che gli provennero dallo stesso Einaudi, Menichella declinò la proposta²⁸⁷. Sempre con il convinto beneplacito del governatore, egli accettò tuttavia di prendere parte a riunioni informali di un "Comitato dei ministri" incaricato di definire le linee di politica economica del governo.

Secondo Carli, svolgendo tale compito, Menichella divenne il principale artefice del Prestito della Ricostruzione e coinvolse pienamente nel progetto la sua casa madre²⁸⁸. Del resto, i vertici della Banca d'Italia erano consapevoli che l'esito del prestito sarebbe stato decisivo per il contrasto dell'inflazione, ma che l'iniziativa correva un alto rischio di inefficacia. È quindi ragionevole ritenere che Menichella condividesse con il governatore il disegno delle clausole essenziali del prestito; e non è sorprendente che persino alcuni aspetti rilevanti ma di dettaglio, relativi alle condizioni di offerta ai sottoscrittori (quali l'entità dei premi e la loro ricorrenza),

²⁸⁶ Si noti che proprio le incombenze internazionali impedirono a Menichella di essere parte attiva nella preparazione delle *Considerazioni finali* per il 1946, appena richiamate (Baffi 1986). Di conseguenza, il direttore generale mantenne una posizione più defilata rispetto al dibattito sulle cause dell'inflazione italiana.

²⁸⁷ Il governatore fu così determinato nello spingere il direttore generale all'accettazione dell'incarico governativo da adoprarsi perché, terminato l'eventuale mandato ministeriale, a Menichella fosse garantito un immediato reintegro nel ruolo pregresso presso la Banca d'Italia mediante un nuovo provvedimento legislativo *ad hoc*. Si veda AFLE, FLE, Corrispondenza "Donato Menichella", busta n. 1, Einaudi a Menichella, 14 settembre 1946.

²⁸⁸ Carli, 1993, p. 48; si veda anche: Omiccioli, 2000, p. 54.

fossero definiti da esponenti di vertice della Banca d'Italia²⁸⁹. Fu invece del tutto secondario il contributo del ministro del Tesoro (in quel momento, Giovanni Battista Bertone), che venne confinato alla funzione di firmatario e di mero esecutore²⁹⁰.

Nonostante l'impegno presumibilmente profuso dalla Banca d'Italia, le debolezze e le distorsioni nel disegno del Prestito della Ricostruzione furono profonde ed evidenti. Come si è sopra accennato (cfr. paragrafo 4), ben prima del collocamento, esse trovarono espressione nelle critiche di membri o di consulenti del Servizio studi della Banca d'Italia²⁹¹. Gli aspetti problematici del prestito furono stigmatizzati dallo stesso Baffi, che parlò – al riguardo – di clausole vessatorie poco comprensibili e ingiustificabili, pur sospendendo il giudizio rispetto al grado di coinvolgimento di Menichella ed Einaudi²⁹². Si aggiunga che la documentazione, utilizzata per la *Relazione Annuale* della Banca sul 1951, fece poi emergere una chiara consapevolezza della “profonda ingiustizia” compiuta nei confronti dei risparmiatori che avevano sottoscritto il Prestito della Ricostruzione, subendo perdite ingenti sulla propria ricchezza in termini reali²⁹³.

Il fallimento di questo prestito nel contrastare gli eccessi inflazionistici e la connessa penalizzazione dei detentori di ricchezza offre una risposta credibile e non scontata al quesito, con cui si è aperto il presente paragrafo: per quali ragioni la Banca d'Italia abbia avviato la manovra di stabilizzazione monetaria nei primi mesi del 1947, anziché nei primi mesi del 1945 o – più realisticamente – nella seconda metà del 1946. Tale fallimento offre anche una spiegazione del perché Einaudi, che ancora nella tarda primavera del 1947 attribuiva un peso prevalente al canale monetario quale causa degli eccessi inflazionistici, si fece parte attiva di una politica di stabilizzazione incentrata sul canale bancario come ministro del Bilancio²⁹⁴.

²⁸⁹ ASBI, carte Baffi, Monte Oppio, pratt. n. 39, fasc. n. 6, novembre 1949.

²⁹⁰ Cfr. ASBI, *ibidem*. Del resto, in una lunga intervista della Settimana Incom, il ministro Bertone presentò la struttura e le caratteristiche del prestito in un modo così incerto e inadeguato da rendere palese la marginalità del suo contributo e l'insufficienza delle sue conoscenze tecniche per valutare le condizioni, a cui il nuovo titolo veniva emesso. Si veda l'intervista a Bertone realizzata dall'Istituto Luce e disponibile presso: <http://faregliitaliani.archivioluce.com/FareItalia/1945-1/la-nascita-della-repubblica/1946/Il-ministro-del-Tesoro-Bertone-avvia-il-Prestito-della-ricostruzione-legato-alla-strategia-di-rilancio-delleconomia-del-governo-insieme-allimpo.html#contMediaspace>. Si ringrazia Massimo Omiccioli per la segnalazione di questa intervista.

²⁹¹ Come ricorda Baffi (1986, p. 113), i più critici furono Steve e Coppola D'Anna, tanto che il secondo chiese allo stesso Baffi (1946, pp. 354-356) di riportare le sue caustiche osservazioni al governatore e al direttore generale.

²⁹² Scrive Baffi (1986, p. 114): “in quale misura Einaudi e Menichella abbiano propugnato la formula scelta, o l'abbiano soltanto subita, non mi è chiaro [...]; nella seduta del 18 settembre della Costituente De Gasperi lo [Menichella] ringraziò per l'opera svolta in quella sede”.

²⁹³ Si veda in particolare: ASBI, Banca d'Italia, Segreteria particolare, pratt. n. 435, fasc. n. 1 dove è conservata una nota non datata ma presumibilmente preparatoria per la *Relazione Annuale* del 1951 citata anche da Leonardi, 2008, p. 632, n. 120.

²⁹⁴ L'apparente contraddizione è sottolineata anche da Omiccioli (2000, pp. 51-52), che la risolve sostenendo che: (i) Menichella si basava su una spiegazione dell'inflazione molto diversa da quella di Einaudi; (ii) la sostanziale paternità della manovra di stabilizzazione deve essere attribuita al direttore generale della Banca d'Italia anziché al governatore (cfr. *ivi*, pp. 53-57). La tesi di Omiccioli è condivisa, in forme ancora più nette, da Gigliobianco, 2006, pp. 235-237. Essa non ci appare convincente perché implicherebbe che Einaudi abbia compiuto un passo

Fin dalla *Relazione* per il 1945 e – ancor più nettamente – nei due citati interventi all’Assemblea costituente, il governatore chiarì che la sua priorità era il rafforzamento della crescita produttiva anche a costo di sottovalutare gli eccessi nella dinamica dei prezzi²⁹⁵. Nella *Relazione* si sostenne che, per superare simili eccessi, la popolazione italiana doveva “guardare in faccia alla realtà”. I relativamente modesti danni di guerra, sofferti dall’apparato industriale, e l’inclusione dell’Italia nei primi programmi di aiuti internazionali erano “promettenti indizi” di una grande opportunità: superare le strozzature produttive per rafforzare il potenziale di crescita. La realtà, che si doveva guardare “in faccia”, consisteva pertanto nello sfruttare queste opportunità. Al riguardo, si trattava di attingere alle cospicue riserve liquide detenute soprattutto dal settore bancario, impiegare tali riserve a fini produttivi e confidare nell’efficacia delle scelte allocative delle stesse banche per il sostegno dello sviluppo economico del Paese. Questi elementi avrebbero giovato alla ripresa italiana ben più dei – pur inevitabili – aiuti pubblici.

La rilevanza dell’andamento dell’economia reale e il ruolo riservato al credito bancario come fattore decisivo per la crescita economica italiana contribuiscono a spiegare perché, fra il 1945 e la fine del 1946, Einaudi considerasse il tradizionale canale monetario come la causa fondamentale degli eccessi nei tassi di inflazione. Solo privilegiando quel canale, risultava sensato salvaguardare la crescita e procedere in modo graduale – anziché con immediati e radicali interventi restrittivi – a un contenimento dei rialzi nei prezzi che si stavano attestando al di sopra del 100% su base annua. Infatti, pur non essendo stato colpito in misura profonda dagli eventi bellici, l’apparato produttivo italiano era strutturalmente fragile e non sarebbe stato in grado di espandersi a fronte di drastici tagli degli impieghi bancari; d’altro canto, le condizioni di diffusa povertà della popolazione italiana rendevano intollerabili i costi economici e sociali di repentine riduzioni della spesa pubblica. Aggiustamenti di bilancio diluiti nel tempo potevano, invece, essere compatibili con una persistente crescita economica purché combinati con adattamenti istituzionali attesi nel medio periodo: una progressiva abolizione dei prezzi politici per i beni essenziali, una graduale attenuazione delle distorsioni legate agli ammassi, una riforma della scala mobile, una riduzione dei finanziamenti statali ‘a pioggia’ stanziati per agevolare una prima fase di ricostruzione degli impianti industriali.

Come si è accennato nel precedente paragrafo²⁹⁶, vi erano specifici indicatori che avallavano la propensione di Einaudi a procedere con gradualità rispetto agli aggiustamenti relativi al canale monetario. Nel periodo 1945-’46, l’inerzia degli interventi pubblici avrebbe reso infatti velleitari i tentativi di ridurre la spesa nel breve termine. In quegli anni, fu decisa la triplicazione dei prezzi dei prodotti agricoli conferiti in ammasso, con il fine di sostenere le produzioni del settore ma con l’effetto immediato di accrescere la spesa pubblica e di innescare aspettative inflazionistiche. I conseguenti impatti furono aggravati da concomitanti aumenti nei prezzi internazionali, che portarono a ulteriori sovvenzioni statali per calmierare il prezzo del pane. Le aspettative inflazionistiche furono poi alimentate dalle diffuse ondate di

indietro proprio quando la sua paziente tessitura per la ricostruzione dell’economia del Paese stava dando frutti tangibili anche se problematici.

²⁹⁵ Banca d’Italia, 1946b, pp. 160-161.

²⁹⁶ Cfr. anche: Gelsomino, 1998, pp. 264-268.

pessimismo, che raggiunsero picchi elevati in coincidenza con le notizie che provenivano dalla Conferenza di Parigi rispetto alle clausole capestro che il Trattato di pace minacciava di imporre all'economia italiana. Ne derivarono i già menzionati incrementi nelle scorte di materie prime e i connessi rialzi speculativi nel mercato borsistico che, combinandosi con le tensioni nel mercato del lavoro, aggravarono le strozzature dal lato dell'offerta²⁹⁷. Infine, il ventilato varo di un'imposta patrimoniale su tutte le forme di ricchezza spinse ad aumenti della spesa corrente.

Oltre a essere preoccupante, il quadro descritto avvalorava la tesi, secondo cui il modo più efficace per riassorbire le dinamiche inflazionistiche, legate al canale monetario, fosse la realizzazione di alti tassi di crescita dell'economia. Pertanto, pur essendo consapevole di altre possibili determinanti della dinamica dei prezzi – non fosse altro che per le evidenze prodotte dalle ricerche interne alla Banca d'Italia, – Einaudi si assunse il rischio di preferire la visione parziale di un'inflazione alimentata dal canale monetario pur di non ostacolare il rafforzamento in corso dei processi produttivi²⁹⁸. A ciò si aggiunga che il governatore non attribuiva impatti solo negativi a una moderata dinamica inflazionistica che, anzi, era vista come un potenziale fattore di stimolo per la crescita dell'economia reale e per il sostegno dei processi di accumulazione; per giunta, gli aumenti nel livello dei prezzi contribuivano, in modo sostanziale, all'assorbimento delle stesse cause del fenomeno inflazionistico, diminuendo il peso del debito pubblico rispetto al livello nominale del reddito prodotto²⁹⁹. Sarebbe, però, una forzatura applicare tali considerazioni alla dirompente dinamica inflazionistica che colpì l'economia italiana in quegli anni. Su queste basi non riteniamo di dover avallare la tesi estrema secondo cui il governatore avrebbe assecondato l'esplosione inflazionistica per risanare il bilancio pubblico.³⁰⁰

Quanto detto fornisce una spiegazione plausibile del perché, nel 1945, Einaudi non avesse voluto imporre vincoli stringenti all'attività del settore bancario. Per giunta, queste stesse argomentazioni offrono una giustificazione altrettanto plausibile del perché, nella seconda

²⁹⁷ Sulla correlazione giornaliera fra le informazioni provenienti da Parigi e l'andamento dei valori di borsa, si veda: ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 513, fasc. n. 1, Baffi al Ministero degli Affari Esteri, 16 settembre 1946.

²⁹⁸ Come ricorda Barucci (2008, pp. 24-27) richiamando un discorso tenuto da De Gasperi al Senato a fine novembre 1949, Einaudi fu – a vario titolo – protagonista delle tre fasi di politica economica che caratterizzarono l'Italia nel periodo della ricostruzione: la ripresa economica che includeva la lotta alla povertà e l'ammodernamento delle infrastrutture; il contrasto dell'inflazione e la stabilità della moneta; l'efficienza produttiva e l'apertura internazionale. La sequenza temporale delle tre fasi conferma che Einaudi governatore diede priorità alla crescita economica.

²⁹⁹ Come sottolinea Omiccioli (2000, p. 40), Einaudi (1943) aveva già scritto dall'esilio che, in Italia, la probabile ripresa dell'inflazione non sarebbe stata un gran male, in quanto – se controllata – avrebbe aiutato a diffondere sentimenti di fiducia e a promuovere una più convinta mobilitazione delle risorse inutilizzate: “un qualche miliardo di più di biglietti potrebbe, se usato per creare credito in un clima di fiducia, promuovere occupazione e combinazione di elementi produttivi inerti e creare reddito e ricchezza”.

³⁰⁰ Una tesi del genere è sostenuta da Spinelli e Fratianni, 1991, p. 468. Come ricorda Omiccioli (2000, pp. 38-39), essa è avanzata anche da Masera (1984, p. 175) e adombrata da Carli (1993, pp. 15-16). La posizione di Carli è, peraltro, più articolata in quanto insiste sul nesso fra inflazione e crescita, interpretando le scelte di Einaudi in modo compatibile con l'analisi qui proposta. La differenza fondamentale è che Carli opta per una scelta politica (“Einaudi sapeva di giocare con il fuoco”), mentre noi privilegiamo motivazioni economiche.

metà del 1946, il governatore avesse deciso di modificare la sua strategia. L'innescarsi di un nuovo processo inflazionistico, che minacciava di essere elevato e persistente nonostante una crescita economica italiana superiore alle più ottimistiche previsioni, convinse infatti Einaudi che era diventato necessario contrastare gli aumenti dei prezzi già nel breve termine. A nostro avviso, la crescente importanza che i vertici della Banca d'Italia attribuirono agli esiti del Prestito della Ricostruzione, disegnato nei primi mesi del 1946, va spiegata in tale chiave. Se quel prestito fosse stato in grado di assorbire l'eccessiva liquidità in circolazione (come era accaduto, almeno in via temporanea, quindici mesi prima grazie al Prestito della Liberazione), Einaudi avrebbe potuto reiterare la propria strategia, affidando il contenimento dell'inflazione a gradualità restrizioni nel canale monetario e non intervenendo sulla dinamica dei prestiti bancari a sostegno della ripresa economica. Tuttavia, come si è mostrato, il Prestito della Ricostruzione non fu in grado di assolvere al suo fondamentale compito.

Questo esito causò gravi preoccupazioni al governatore, confessate peraltro nelle pagine del suo *Diario*³⁰¹. Divenne evidente che, dopo aver sottoscritto il prestito, i grandi e – soprattutto – i piccoli detentori di ricchezza ne avrebbero ben presto compreso le implicazioni: la perdita di gran parte delle capacità di spesa che avevano sperato di accumulare con i loro passati risparmi. Per giunta, si sarebbe diffusa la sensazione di un vero e proprio raggirio, data l'ormai scontata decisione del governo di attuare una forma molto depotenziata di quell'imposta patrimoniale che, nella configurazione originaria, era stata addotta a giustificazione dei vessatori rendimenti nominali del prestito. Il risultato fu che, fra la fine del 1946 e l'inizio del 1947, Einaudi si convinse che le prospettive di crescita dell'economia italiana sarebbero state minacciate più da un'inversione delle aspettative dei detentori di ricchezza che da rallentamenti nei tassi di crescita dei prestiti bancari a sostegno dell'offerta aggregata. Infatti, pur se accompagnato da aumenti nella crescita del reddito, l'aggravarsi della dinamica inflazionistica avrebbe indebolito i "sentimenti di fiducia" degli italiani e li avrebbe inesorabilmente spinti a diffidare delle opportunità aperte.

Ciò spiega perché, durante il primo semestre del 1947, Einaudi prese atto che non era più sufficiente agire mediante il canale monetario, ma che era diventato necessario seguire le indicazioni del Servizio studi e approntare strumenti efficaci per controllare la dinamica dei prestiti bancari. Come si è sostenuto nelle conclusioni del precedente paragrafo, la difficoltà risiedeva nel fatto che la banca centrale non poteva utilizzare i rigidi vincoli quantitativi nel rapporto depositi/patrimoni ereditati dal passato senza creare pesanti distorsioni al funzionamento del settore bancario e, presumibilmente, alimentarne l'indisciplina rispetto alle regole della vigilanza. Si dovevano, quindi, approntare nuovi strumenti di politica monetaria. Prima di esaminare nel dettaglio le iniziative assunte al riguardo (cfr. il successivo paragrafo 11), va però ricordato che la ricostruzione della genesi della manovra – da noi qui proposta – rimane controversa. Una tesi diffusa è che l'intervento di stabilizzazione venne varato con ritardo³⁰²; e, secondo alcuni commentatori, il ritardo andrebbe – in ultima istanza – imputato

³⁰¹ Einaudi, 1993. Si vedano soprattutto le annotazioni riportate nei giorni successivi al Natale 1946.

³⁰² Si vedano, in particolare: Barucci, 2008; Omiccioli, 2000.

al fatto che Einaudi aderiva a una concezione troppo elementare della teoria quantitativa della moneta³⁰³.

L'ultima affermazione si basa su due punti. Il primo è che Einaudi includesse nell'offerta di moneta (M) il solo contante anziché, come indicato già da Fisher (1911), la somma fra contante e depositi bancari. Pertanto, il governatore avrebbe assunto una velocità di circolazione della moneta sufficientemente stabile, tale da assicurare un nesso causale fra le variazioni del contante e le variazioni nel livello generale dei prezzi per un dato utilizzo delle risorse produttive disponibili³⁰⁴. Il secondo punto è che, se riferito a un sistema economico concreto, questo nesso causale definiva un equilibrio quantitativo fra la dinamica della massa monetaria e la dinamica dei prezzi e dei redditi in ogni istante di tempo; pertanto, il processo inflazionistico italiano negli ultimi anni della guerra e nell'immediato secondo dopoguerra sarebbe stato funzionale a cancellare il temporaneo squilibrio creatosi tra i passati andamenti della massa monetaria rispetto a quelli dei redditi reali.

In effetti, vi sono affermazioni di Einaudi che paiono andare nella direzione indicata. Oltre al suo intervento all'Assemblea costituente nella prima metà del 1947³⁰⁵, è utile ricordare un'articolata e personale comunicazione indirizzata, nell'aprile del 1946, all'addetto finanziario presso l'ambasciata statunitense di Roma, Biagio Di Venuti. In quel testo, Einaudi sostenne che l'economia italiana stava ormai raggiungendo “una nuova posizione di equilibrio”, frutto di una dinamica “in buona parte compiuta” di “transizione dal vecchio livello dei prezzi e di redditi a un livello vicino a quello che può considerarsi di equilibrio con l'ammontare attuale degli scambi (ossia essenzialmente del reddito nazionale) e della massa monetaria”³⁰⁶. In assenza di abnormi incrementi nella circolazione monetaria, si poteva ritenere che una tale evoluzione avrebbe comportato, negli anni successivi, moderati aumenti dei prezzi in grado di soddisfare e mantenere le condizioni di equilibrio. In quest'ottica, era agevole giustificare la nuova ondata inflazionistica verificatasi nella seconda metà del 1946 e nella prima metà del 1947: la necessità di attuare un nuovo aggiustamento nel livello dei prezzi a causa della forte e drammatica esplosione della circolazione monetaria.

Fatto è che la posizione, attribuita al governatore, è infondata: prova troppo, se si accetta di assimilare M al solo contante; rischia di fraintendere, peraltro, la concezione di moneta in Einaudi³⁰⁷. Si assuma provvisoriamente che il solo contante copra tutta la circolazione monetaria. Ne deriverebbe che qualsiasi variazione esogena di M , eccedente variazioni nel livello di attività, genererebbe squilibri compensabili solo con aggiustamenti dei prezzi; per

³⁰³ Casarosa, 2009.

³⁰⁴ Si ricordi che la cosiddetta “equazione degli scambi” è: $MV \equiv PQ$, dove le altre tre variabili indicano – rispettivamente – la velocità di circolazione, il livello generale dei prezzi e il livello della produzione reale.

³⁰⁵ Si veda la precedente nota 281.

³⁰⁶ La lunga lettera di Einaudi a Di Venuti, 13 aprile 1946, citata anche da Omiccioli (2000, p. 44), è pubblicata in Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, p. 310–317. Allegata a questa lettera, il governatore trasmise a Di Venuti ben quattro copie delle bozze a stampa della *Relazione annuale* sul 1945, che era stata presentata il 31 marzo 1946.

³⁰⁷ Per un confronto fra Fisher ed Einaudi sulla teoria quantitativa della moneta che tende a escludere per entrambi una meccanica proporzionalità fra le variazioni di M e quelle di P , si veda anche Ciocca 2022, p. 44.

definizione, qualsiasi processo inflazionistico non andrebbe dunque contrastato, perché servirebbe a ripristinare l'equilibrio e si esaurirebbe meccanicamente, una volta espletato il suo compito. Tale conclusione paradossale è, tuttavia, destinata a decadere se la teoria quantitativa della moneta viene ridotta a un'identità (ossia, all'equazione degli scambi) priva di nessi causali. In effetti, se M include sia il contante che i depositi bancari, i nessi causali fra M e il livello generale dei prezzi sono cancellati dall'endogeneità nell'offerta di moneta e dalla conseguente instabilità nella velocità della circolazione monetaria³⁰⁸. Lo squilibrio diventa superabile non solo grazie ad aggiustamenti di prezzo ma anche grazie a tre diversi cambiamenti: il contenimento dell'eccessivo aumento nella quantità di moneta, la riduzione della velocità di circolazione, gli incrementi dell'*output*. Qualsiasi banca centrale è in grado di influire, direttamente, sulle prime due variabili e, per via indiretta, sulla terza.

Date le considerazioni fatte, la validità della nostra interpretazione richiede solo di mostrare che Einaudi non commise l'errore di ricondurre M al solo contante. Il governatore annetteva un'importanza così marcata alla creazione bancaria di mezzi di pagamento per il sostegno dell'accumulazione e della crescita economica da affermare che, se gli investimenti dipendessero solo “dagli atti di risparmio di una quota parte dei redditi recati alle banche, il rifiorimento, la ricostruzione sarebbero troppo lenti”³⁰⁹. Egli riconobbe, dunque, che gli investimenti erano finanziati anche, e soprattutto, dagli impieghi bancari: se distribuiti e utilizzati in modo efficiente, questi ultimi stimolavano il processo economico e – a livello aggregato – alimentavano i risparmi e la raccolta delle stesse banche. A ciò si aggiunga il passaggio di una lettera che Einaudi, ormai Presidente della Repubblica, scrisse alcuni anni più tardi a Menichella. Il suo successore aveva appena rifiutato la nomina ad accademico dei Lincei, accampando la propria inadeguata competenza teorica per poter sedere in quel prestigioso consesso³¹⁰. Nel passaggio di quella lettera, Einaudi sottolineò con ironia che, in una passata riunione dell'Accademia, un economista insigne, membro dei Lincei (Luigi Luzzatti), era stato incapace di comprendere i legami fra l'aumento dei mezzi bancari di pagamento (anziché del solo contante) e l'andamento dell'inflazione. Einaudi chiosò: “io non banfai per deferenza; ma Rodolfo Benini, giovane, lo distrusse con poche parole”.

Le precedenti considerazioni permettono di smentire un'altra interpretazione rispetto alle determinanti della manovra monetaria del 1947³¹¹: Einaudi si sarebbe deciso ad avviare quella manovra avendo come obiettivo non tanto il contrasto dell'inflazione, quanto la tutela del risparmio detenuto sotto forma di depositi bancari che stavano diventando troppo rischiosi. È vero che, alla fine del 1946, il rapporto fra depositi e impieghi si era avvicinato a un valore critico (una soglia compresa fra il 65% e il 70%, secondo il consenso internazionale del tempo) e che, a fine luglio 1947, era andato oltre i livelli massimi di quella soglia (72%). Tuttavia, il governatore tendeva a leggere l'andamento di tale rapporto come un indicatore della fase

³⁰⁸ Si veda, in proposito: Schumpeter, 1917-'18.

³⁰⁹ Einaudi, 1946, pp. 413-415. Si tratta del celebre passaggio, in cui Einaudi ricorda le corrispondenze fra David Ricardo e il suo amico James Pennington. Cfr. anche Baffi, 1963, p. 272.

³¹⁰ FLE, ALE, Corrispondenza “Donato Menichella”, busta n. 3, Einaudi a Menichella, 30 luglio 1951.

³¹¹ Casarosa, 2009.

economica attraversata dal Paese³¹²; e ciò confermava che le differenze fra la sua posizione e quella del Servizio studi in merito alle cause dell'inflazione non erano tanto dovute a contrastanti visioni teoriche, quanto al diverso peso attribuito agli andamenti dell'economia reale. Inoltre, Einaudi riteneva che la tutela del risparmio e la lotta all'inflazione fossero obiettivi strettamente collegati³¹³.

11. I contenuti della manovra

L'ulteriore specificazione, che ha chiuso il precedente paragrafo, completa il quadro entro cui collocare i passi effettuati dalla Banca d'Italia per il varo di nuovi strumenti di contrasto degli eccessivi tassi di inflazione³¹⁴. L'iniziativa si concretizzò in due atti. Alla metà di febbraio 1947, Einaudi comunicò al nuovo ministro delle Finanze e del Tesoro (Campilli) la predisposizione di una proposta che avrebbe seguito le linee già anticipate al ministero nel precedente mese di dicembre (cfr. sopra, paragrafo 9) e che avrebbe richiesto un intervento normativo. Negli stessi giorni, egli inviò a Campilli una nota formale di "modifica della disciplina del rapporto tra patrimonio e massa fiduciaria delle aziende di credito", in cui si motivava la possibile svolta di politica monetaria e se ne definivano i contenuti in modo così dettagliato da allegare uno schema per l'emanazione del necessario "Decreto del Ministro delle Finanze"³¹⁵. In quella nota, dopo aver ribadito l'inefficacia di ulteriori modifiche dei vigenti – ma troppo spesso disattesi – vincoli relativi ai livelli massimi del rapporto fra depositi

³¹² Ciò chiarisce perché sarebbe improprio applicare il concetto einaudiano di "punto o momento critico" al superamento di quella soglia. Come Einaudi chiarì nelle *Considerazioni finali* di marzo 1947 (Banca d'Italia 1947, p. 249) e – soprattutto – in un successivo articolo (Einaudi 1947b, pp. 551-552), nella sua analisi il "punto critico" indicava situazioni di squilibrio che rischiavano di diventare irreversibili. Sull'andamento del rapporto fra impieghi e depositi nel periodo esaminato, si veda anche: Ricossa, 2003, p. 401.

³¹³ Si veda, ad esempio, Einaudi 1945, pp. 120-121.

³¹⁴ È opportuno notare, in premessa, che la nostra analisi tende a sottovalutare il peso che i vincoli politici interni ebbero nel condizionare le scelte di politica monetaria della Banca d'Italia. Secondo vari commentatori (per tutti, si veda: Barucci, 2008), una ragione cruciale che spinse Einaudi a posporre la manovra di stabilizzazione fino all'agosto 1947 fu la fragilità del quadro politico, emblematicamente rappresentata dal terzo governo De Gasperi. Come dovrebbe già risultare evidente dalla lettura dei precedenti paragrafi, noi non neghiamo che i vincoli politici interni abbiano avuto un ruolo di rilievo nella riorganizzazione della Banca d'Italia durante l'immediato dopoguerra. Riteniamo, però, che il governatore perseguì la sua strategia di politica monetaria con molti gradi di libertà rispetto ai condizionamenti governativi. A differenza di Carli (Banca d'Italia, 1974, p. 426), Einaudi non avrebbe ritenuto che fosse un "atto sedizioso" forzare i vincoli politici a tutela della crescita economica e della stabilità dell'Italia postbellica. Semmai, le sue scelte di politica monetaria furono condizionate dal quadro internazionale. Come sottolinea Harper (1986, pp. 111-116), durante il viaggio ufficiale di Menichella a fianco di De Gasperi negli Stati Uniti, gli esperti economici di quel paese caldeggiarono interventi per la riduzione dei tassi di inflazione come premessa per l'accesso dell'Italia a futuri aiuti internazionali. È inoltre assai probabile che analoghe indicazioni provenissero dalle interlocuzioni di Einaudi con due importanti esponenti della Banca dei Regolamenti Internazionale, Niemeyer e Jacobsson (Baffi, 1985, pp. 13-15). In particolare, Jacobsson venne in Italia a inizio 1947 per discutere con Einaudi il prestito Eximbank e per incontrare altri esponenti della Banca e del mondo politico. Le perplessità, espresse dall'alto esponente della BRI nella prima e informale stesura del suo rapporto sulla situazione economica italiana (gennaio 1947), erano anche imputabili alla difficile gestione del problema inflazionistico. Invece, la più positiva versione finale del rapporto, elaborata con il decisivo contributo di Baffi nell'estate del 1947, risentiva anche dell'influenza dell'imminente manovra di stabilizzazione. I "rapporti Jacobsson" si trovano in ASBI, Carte Baffi, Governatore Onorario, Pratt. n. 51, fasc. n. 17. Sulle loro diverse stesure si veda anche Piccone (2017, pp. XVII-XX), nell'introduzione alla nuova edizione di Baffi (1985).

³¹⁵ ASBI, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 231, Einaudi a Campilli, 15 febbraio 1947; ora anche in: Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, pp. 414-417.

e patrimonio delle banche, il governatore sottolineava l'aspetto cruciale del cambiamento proposto³¹⁶. Egli ricordava, infatti, che recenti risultati teorici raccomandavano di attribuire alle banche centrali strumenti per "l'espansione o la contrazione del volume del credito", volti a tutelare non tanto l'interesse dei "singoli depositanti" quanto la più vasta "generalità dei cittadini, i quali sono tutti interessati alla stabilità monetaria"³¹⁷.

I nuovi strumenti per la stabilità monetaria andavano applicati nell'ambito di un sistema "elastico" basato su due elementi. Innanzitutto, ogni banca avrebbe avuto piena libertà nell'allocare importi fino a dieci volte il proprio patrimonio; inoltre, essa avrebbe avuto l'obbligo di accantonare l'eccedenza della sua massa fiduciaria rispetto a quel limite in base ad aliquote variabili, fissate dalla banca centrale "in relazione all'andamento della situazione creditizia"³¹⁸. Si introduceva così una riserva obbligatoria elastica come fattore di controllo diretto dei finanziamenti bancari all'economia e di controllo indiretto della base monetaria³¹⁹. A margine della proposta, oltre a fornire al ministro probanti riscontri in merito ai progressi che sarebbero derivati dall'introduzione della nuova norma, il governatore prevedeva che la stabilizzazione nel livello dei prezzi durante la specifica fase in corso avrebbe richiesto un'aliquota del 40% sulla "parte dei depositi eccedente il decuplo del patrimonio"³²⁰. Egli

³¹⁶ Si noti peraltro che, il 29 gennaio del 1947, Einaudi aveva comunicato al ministro Bertone la decisione di dare "immediata applicazione" alla cogenza del rapporto di 1 a 30 fra patrimonio e depositi per fronteggiare una situazione in grave deterioramento degli equilibri economici (cfr. ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 231, fasc. n. 1). Inoltre, qualche giorno prima, Menichella (1947a) aveva minacciato il settore bancario italiano di applicare quel rapporto o di introdurre altri stringenti vincoli quantitativi, se le banche non avessero assunto comportamenti meno speculativi. Si chiarirà tra breve (cfr. *infra*) che ambedue le prese di posizione si configurarono come un'estrema e possibile minaccia e non come la rivalutazione di un vincolo ormai giudicato obsoleto. Come si è ripetuto in più occasioni, la Banca d'Italia disponeva di evidenze empiriche rispetto alle conseguenze distorsive che sarebbero derivate da un utilizzo del rapporto di 1 a 30. Vi sarebbero stati impatti molto differenziati sulle masse fiduciarie che le singole banche avrebbero dovuto bloccare. Nei calcoli della Banca d'Italia, si oscillava da un'incidenza minima inferiore al 7% a una massima superiore al 75%. Inoltre, l'imposizione di quel rapporto avrebbe incentivato le banche a scelte opportunistiche e rischiose (rivalutazione dei valori immobiliari), come alternativa al drastico taglio dei prestiti. Si vedano, in particolare, le elaborazioni riportate in: ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 16, fasc. n. 4, "Relazione sull'attività svolta dal servizio nell'anno 1946", 18 febbraio 1947.

³¹⁷ ASBI, Vigilanza, Pratt. n. 231, Einaudi a Campilli, 15 febbraio 1947; ora anche in: Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, p. 415.

³¹⁸ *Ibidem*.

³¹⁹ Nella conferenza tenuta alla Società di economia politica di Zurigo, Menichella (1956, pp. 662-664) sottolineò che, nel 1947, la scelta rivestiva carattere di novità. Albareto e Trapanese (1999, pp. 80-84) condividono il punto, ma con due qualificazioni: (i) la legge bancaria del 1926 già prevedeva il possibile ricorso alla riserva obbligatoria, pur se come strumento rigido e finalizzato a salvaguardare la solvibilità delle banche; (ii) la legge bancaria del 1936 ammetteva la flessibilità del vincolo di riserva e ne prefigurava, quindi, il possibile utilizzo come strumento di politica monetaria. I due autori sottolineano peraltro che, fino al secondo dopoguerra, il vincolo patrimonio/depositi di 1 a 20 non era stato stringente e non aveva richiesto specifici interventi; di conseguenza, all'inizio del 1947, l'applicazione della riserva bancaria a fini di politica monetaria rivestì effettivamente carattere di novità.

³²⁰ La citazione è tratta dalla già richiamata memoria di Einaudi a Campilli, 15 febbraio 1947. Secondo le valutazioni empiriche della Banca d'Italia, rispetto al vecchio rapporto di 1 a 30, l'applicazione del nuovo metodo della riserva elastica (nell'ipotesi di un'aliquota discrezionale severa perché pari al 50%) avrebbe ridotto al di sotto di un quinto la varianza negli aggiustamenti richiesti alle diverse banche. Il nuovo metodo avrebbe, inoltre, eliminato alla radice l'incentivo a quei comportamenti bancari opportunistici sopra segnalati (cfr. n. 316). Si veda

auspicava poi che il corrispettivo di quell'aliquota potesse essere coperto non solo con nuovi titoli pubblici (ordinari e straordinari) da depositare presso la Banca d'Italia, ma anche con le "somme in essere nei conti correnti presso il Tesoro" e presso la Banca stessa³²¹.

Come mostreremo in seguito riprendendo le considerazioni di Baffi contenute in una già citata nota preparatoria per la *Relazione* della Banca sul 1948 e l'evidenza empirica offerta da Gaiotti e da altri studiosi³²², le specificazioni quantitative e i dettagli qualitativi anticipati dal governatore nella nota a Campilli erano il frutto di accurati calcoli, effettuati dal Servizio studi della Banca d'Italia anche in base a riscontri rispetto all'effettiva situazione dei bilanci del settore bancario. Per molti versi, non è quindi sorprendente che la successiva attuazione delle scelte di politica monetaria si sia largamente fondata su questo insieme di dati. L'obiettivo esplicito era di realizzare una manovra di stabilizzazione in grado di contrastare il processo inflazionistico, senza causare eccessive restrizioni al finanziamento dell'economia italiana che ne avrebbero compromesso le prospettive e il ritmo di crescita.

La manovra, proposta dalla Banca d'Italia, era ambiziosa e di non facile attuazione. Menichella ha sintetizzato molto efficacemente tale aspetto, richiamando il giudizio del già ricordato esponente della BRI allora in visita in Italia, Per Jacobsson³²³. Quest'ultimo manifestò ottimismo circa la "felice riuscita" dell'iniziativa. Richiamando una sentenza di Napoleone, egli affermò infatti che qualsiasi "strategia economica" andava ricondotta a un'arte semplice, "tutta di esecuzione", e doveva fondarsi su "convinzione, forza di carattere e coraggio", ossia proprio sulle doti che – per riconoscimento unanime – erano in possesso di Einaudi. Peraltro, il successo della stabilizzazione fu anche dovuto a quello che, oggi, la teoria della politica economica definirebbe un 'effetto annuncio'³²⁴. Infatti, dall'inizio del 1947, sia il governatore sia – soprattutto – il direttore generale segnarono al settore bancario che la Banca d'Italia non avrebbe più tollerato quegli eccessi nell'offerta di credito che, nei mesi precedenti, avevano alimentato l'accumulo di scorte speculative da parte dei mutuatari. Come si è sopra accennato (cfr. n. 316), fu al riguardo cruciale l'intervento che Menichella tenne all'Associazione bancaria italiana verso la metà di gennaio 1947³²⁵.

Reduce dalla missione negli Stati Uniti al seguito del presidente del Consiglio, Alcide De Gasperi, il direttore generale della Banca iniziò il suo intervento esaminando i molti vincoli e le imperdibili opportunità offerte dal quadro internazionale, per mettere poi in evidenza che le

ancora: ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 16, fasc. n. 4, "Relazione sull'attività svolta dal servizio nell'anno 1946", 18 febbraio 1947.

³²¹ Le citazioni sono sempre tratte dalla lunga lettera di Einaudi a Campilli (ASBI, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 231, Einaudi a Campilli, 15 febbraio 1947; ora anche in Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, pp. 414-417 e, in particolare, p. 417.

³²² Gaiotti, 2003. Si vedano anche Gelsomino, 1998; Ricossa, 2003, pp. 403-405. Si vedano soprattutto i cenni presenti nella lettera del dicembre 1946, in cui la banca centrale rispondeva al ministero del Tesoro con un ritardo di quattro mesi (cfr. ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle Aziende di credito, Pratt. n. 231, fasc. n. 1. Quella lettera è già stata esaminata nel precedente paragrafo 9.

³²³ Si veda Menichella, 1966, pp. 837-841 e, su Per Jacobsson, le precedenti note 12, 72 e 314.

³²⁴ Cfr., per esempio: Sargent, 1987.

³²⁵ Oltre a Menichella (1947a, pp. 220-221), si veda lo scritto giornalistico di Einaudi (1947a, p. 432), pubblicato a fine marzo dello stesso anno. Lo stesso Einaudi (1947c e 1947d) ritornò sul tema a giugno e ottobre del 1947.

conseguenti “possibilità di sviluppo dell’economia italiana” erano raggiungibili a condizione che si pervenisse a una “stabilità monetaria”. Al riguardo, la tesi di Menichella fu molto netta: le banche avrebbero dovuto “tenere nella concessione di finanziamenti una linea di condotta” che cessasse di favorire “fenomeni di eccessiva formazione di scorte”³²⁶. Se così non fosse accaduto, la tutela dell’interesse nazionale avrebbe imposto alla Banca d’Italia di accantonare i criteri di non “particolare severità” fino ad allora adottati nei confronti dei vigilati, facendo ricorso a “mezzi inusitati nel nostro Paese quali un obbligo delle banche di versare una parte delle loro disponibilità”³²⁷. La minaccia fu, dunque, formulata in termini chiari ed espliciti: in mancanza di autoregolamentazione da parte delle varie banche, i responsabili della politica monetaria e della vigilanza non avrebbero atteso il varo di strumenti sistematici ma sarebbero ricorsi alle norme in vigore nonostante il loro noto impatto distorsivo.

Va sottolineato che, nei due anni successivi alla fine della Seconda guerra mondiale, il segnale inviato da Menichella a inizio 1947 non rappresentò uno sporadico caso di pressione esercitato dalla Banca d’Italia, affinché il settore bancario contenesse la propria erogazione di credito e soffocasse gli istinti speculativi delle imprese; l’elenco di precedenti e autorevoli raccomandazioni, che andavano nella stessa direzione, sarebbe lungo³²⁸. Eppure, quei precedenti tentativi si tradussero in vane minacce, prive di effetti significativi; solo l’intervento di Menichella aprì la stagione di quell’efficace *moral suasion* nei confronti delle banche italiane che la banca centrale avrebbe poi esercitato per tutti gli anni Cinquanta e anche oltre.

Secondo Baffi (1963), il risultato derivò dalla peculiarità del messaggio: per la prima volta, il vertice della Banca aveva motivato la minaccia di un’applicazione rigorosa della vecchia normativa (rapporto massimo fra patrimonio e depositi di 1 a 30 per ogni banca) o di altri interventi eccezionali con ragioni di controllo macroeconomico, da attuarsi mediante la regolamentazione del volume totale dei prestiti bancari. È altamente probabile che i responsabili delle banche italiane conoscessero i nuovi orientamenti di politica monetaria, elaborati dalla banca centrale per raggiungere tale risultato mediante gestioni elastiche della riserva obbligatoria³²⁹; ed è altrettanto probabile che percepissero le difficoltà istituzionali per

³²⁶ Menichella, 1947a, p. 220.

³²⁷ *Ibidem*. Come si è già detto, la Banca d’Italia era ben consapevole che sarebbe stato distorsivo procedere a un’attuazione generalizzata della regola di 1 a 30 (tanto che Menichella e Baffi indicarono, informalmente, una regola di 1 a 100) (cfr. ASBI, Banca d’Italia, Studi, Pratt. n. 302, fasc. n. 4. “Bozza” per la *Relazione* del 1947, presumibilmente attribuibile a Baffi e Mancini, con appunti manoscritti di Menichella, non datata ma collocabile fra gennaio e marzo 1948). Eppure, nel primo trimestre del 1947, la Vigilanza fece pressioni sul governatore perché, a fronte dell’insufficiente adozione da parte delle banche di finanziamenti più cauti in una situazione ormai insostenibile, si attuassero drastici provvedimenti restrittivi (cfr. ASBI, Banca d’Italia, Vigilanza sulle Aziende di credito, Pratt. n. 231, fasc. n. 1, Appunto preparatorio della ‘Relazione’ sul 1946). Il linguaggio, inusitatamente esplicito e irrituale usato dalla Vigilanza, mostrava il grado di preoccupazione e di nervosismo che albergava in una Banca d’Italia in attesa di acquisire efficaci strumenti di politica monetaria. Solo il timore di bloccare la crescita spinse il governatore a resistere alle pressioni dette.

³²⁸ Basti ricordare che il governatore Einaudi emise varie circolari (come quella di inizio del 1946) che assunsero un tenore sempre più incalzante con l’aggravarsi dell’inflazione.

³²⁹ Non è pensabile che i responsabili delle banche e delle loro associazioni ignorassero i contenuti della lettera di dicembre 1946, inviata dalla Banca d’Italia al Tesoro in risposta alla richiesta di allentare le norme inerenti al rapporto fra depositi e patrimoni. Come si è ricordato nei precedenti paragrafi (cfr. in particolare, paragrafo 9), in quella lettera la Banca d’Italia anticipava le linee di fondo che avrebbero poi ispirato la bozza di intervento di

una rapida acquisizione di questi strumenti e le conseguenti pressioni interne alla Banca per l'adozione di interventi di emergenza. Inoltre, il mondo bancario era ben consapevole della crescente dinamica nei tassi di inflazione. Esso giudicò perciò "credibile" che, in mancanza di una convincente reazione da parte delle banche italiane, la minaccia di Menichella si traducesse in iniziative straordinarie da parte della Banca d'Italia. Per quanto circoscritte nel tempo, tali iniziative avrebbero avuto impatti molto negativi sui bilanci bancari e sui successivi rapporti fra mutuantici e mutuatari. Fatto è che, durante il primo semestre del 1947 – ossia, quando non si era ancora esaurito il procedimento per la costituzione del CICR e non si avevano certezze rispetto alle modalità di attuazione della manovra –, in Italia gli impieghi bancari in termini reali subirono un significativo ridimensionamento.

Le considerazioni, sopra svolte, hanno almeno tre implicazioni.

Risulta innanzitutto rafforzata la tesi, già sostenuta, secondo cui la principale ragione di posponimento della manovra monetaria all'inizio del 1947 non fu dovuta né alla carenza di evidenze empiriche in merito alla natura strutturale dell'aumento dei prezzi nel 1945 e nella seconda parte del 1946, né a interpretazioni diverse in merito alle cause dell'inflazione. Pur essendo presenti, questi aspetti furono dominati dalla scelta del governatore di non indebolire prematuramente il sostegno a una ripresa economica rapida ma ancora fragile. A ciò si aggiunga che gli interventi sul canale bancario furono resi urgenti, nel 1947, da altri fattori esogeni e furono gradualmente integrati dal controllo degli squilibri provenienti dal canale monetario³³⁰.

In secondo luogo, una volta condivisa la necessità di un intervento di stabilizzazione, la Banca d'Italia subordinò l'attuazione della relativa manovra alla predisposizione di un efficace strumento di politica monetaria, appunto la riserva obbligatoria elastica. La stessa calibrazione quantitativa della manovra imponeva che le banche adottassero le nuove regole in tempi brevi e certi. Si spiega anche così l'insistenza, con cui il governatore sollecitò il ministro del Tesoro a emanare il decreto e a rendere inderogabile il tempo concesso alle banche per conformarsi al suo contenuto (tre mesi al massimo).

Infine, la decisione di avviare la manovra monetaria all'inizio del 1947 coincise, non per caso, con il sostanziale fallimento del Prestito della Ricostruzione nel drenare gli eccessi di liquidità in circolazione. Il persistere delle tensioni inflazionistiche rischiava infatti di peggiorare le aspettative delle famiglie e delle imprese, ponendo pesanti ipoteche negative sul possibile consolidamento della ripresa macroeconomica.

All'inizio del 1947, i vertici della Banca d'Italia erano quindi convinti che vi fosse urgente necessità di quel nuovo quadro normativo disegnato nella lettera inviata a gennaio al ministro del Tesoro e prodromico al varo di efficaci strumenti di politica monetaria. Diversamente dai

gennaio 1947 e la manovra della successiva estate. Per giunta, nel suo intervento all'ABI di metà gennaio 1947, Menichella fece un sintetico ma palese riferimento agli intendimenti di politica monetaria perseguiti dalla banca centrale.

³³⁰ Come sottolineato da Menichella (1956, p. 662) e da Baffi (1958, pp. 353-354), in quel periodo le riserve ufficiali della Banca d'Italia si stavano esaurendo e incombeva sul Paese un elevato rischio di crisi valutaria (cfr. anche Gelsomino, 1998, p. 276). Toniolo (2022, p. 705) esamina la dinamica di quelle riserve fra l'armistizio e la fine della guerra.

conseguenti auspici per un percorso legislativo accelerato, l'andamento del processo fu lungo e tortuoso. Come si è già detto (cfr. paragrafo 2), forse a causa della fragilità del contesto politico generale e della vulnerabilità della sua posizione personale dovuta a procedimenti a suo carico, il ministro Campilli reagì con ritardo alle richieste del governatore volte a far sì che il governo approvasse sollecitamente la riforma della riserva obbligatoria³³¹. Il ministro condivise, infatti, i contenuti di quella riforma solo ad aprile. Soprattutto, egli decise di posporre la presentazione del relativo decreto all'istituzione del CICR che, per di più, venne sottoposta a un *iter* farraginoso tanto da coinvolgere l'Assemblea costituente.

Le scelte di Campilli resero necessari molteplici passaggi formali e innescarono polemiche e tensioni politiche³³². La situazione si sbloccò grazie a una concomitanza di fattori favorevoli. A maggio 1947, vi fu la nomina del nuovo e più forte quarto governo De Gasperi che, come si è già ricordato, riservò a Einaudi il ruolo di vicepresidente del Consiglio e di preminente ministro economico. Inoltre, nella sua qualità di presidente della Commissione permanente per l'esame dei progetti di legge in sede costituente, Ugo La Malfa si adoperò al fine di evitare che la pratica CICR rimanesse insabbiata nei complessi lavori dell'Assemblea. Infine, si moltiplicarono i segnali di imminenti aiuti internazionali che avrebbero potuto beneficiare l'Italia, solo nel caso in cui l'inflazione fosse stata preventivamente posta sotto controllo³³³.

Il risultato fu che, nel luglio 1947, si pervenne alla costituzione del CICR. Intervenendo il successivo 4 agosto alla prima riunione del nuovo organismo in rappresentanza della Banca d'Italia, Menichella espone i dettagli della manovra di stabilizzazione monetaria³³⁴. Il nuovo quadro normativo, che ricalcava i tratti salienti dello schema predisposto dalla banca centrale nel febbraio del 1947, entrò in vigore il 30 settembre di quell'anno. La differenza più rilevante fra le regole approvate e la precedente proposta riguardò il dimezzamento dell'aliquota da porre a riserva rispetto allo *stock* dei depositi eccedente il decuplo del patrimonio bancario: alla data di avvio del nuovo quadro, la relativa aliquota venne fissata al 20%, aggiungendo che non avrebbe comunque potuto superare il 15% della massa fiduciaria di ogni banca. Va peraltro considerato che, con riguardo agli incrementi nei flussi netti dei depositi che si sarebbero realizzati dopo il 1° ottobre 1947, fu riproposta l'aliquota ipotizzata da Einaudi sei mesi prima (appunto, il 40%), pur se calmierata da una soglia massima pari al 25% della massa fiduciaria complessiva. Si decise anche che le banche potevano ottemperare ai connessi accantonamenti a riserva, depositando diverse tipologie di titoli pubblici o effettuando versamenti in conti

³³¹ Nel febbraio del 1947, il ministro fu coinvolto in una delicata vicenda di aggio e sottoposto a una commissione di inchiesta che lo prosciolsse dalle accuse solo ad aprile dello stesso anno (cfr. Barucci, 2008, pp. 125-129). Combinandosi con la debolezza del governo (il terzo guidato da De Gasperi), ciò spiega forse perché Campilli non fece ricorso all'articolo 32 della legge bancaria che gli avrebbe consentito di rendere immediatamente operativo il nuovo obbligo di riserva. Il ministro si costruì coperture istituzionali che procrastinarono di cinque mesi il varo dello strumento (cfr. Ricossa, 1992, pp. 50-52).

³³² I rappresentanti dei partiti di sinistra avevano espresso una chiara preferenza per interventi di politica fiscale anziché di politica monetaria. Si vedano: Daneo, 1975; Giovagnoli, 1982.

³³³ Cfr. anche la precedente nota 314.

³³⁴ Cfr. Menichella (1947d). Si ricordi che, dalla fine di maggio, il direttore generale svolgeva anche le funzioni di governatore.

vincolati fruttiferi presso la Banca d'Italia o il Tesoro. La manovra fu completata, nella prima decade di settembre, con un innalzamento del tasso ufficiale di sconto dal 4% al 5,5%³³⁵.

Come specificheremo nel prossimo paragrafo, la stabilizzazione ebbe un successo così rilevante da superare le più ottimistiche previsioni dei responsabili della politica monetaria. Il tasso di incremento dei prezzi registrò un'immediata riduzione e, poi, cambiò addirittura di segno; per giunta, tali rapidi aggiustamenti non si fondarono su una severa stretta creditizia e su una drastica caduta dei flussi di spesa pubblica. In realtà, la preesistente forte dinamica dei finanziamenti bancari subì una battuta d'arresto senza, però, collocarsi su traiettorie discendenti; nell'anno, i disavanzi pubblici fecero addirittura segnare un incremento. Questi esiti, già di per sé sorprendenti, appaiono ancor più difficili da spiegare alla luce degli intoppi istituzionali che avevano ritardato l'attuazione della manovra di circa sei mesi. A fronte della drammatica dinamica inflazionistica che aveva caratterizzato l'economia italiana tra la fine del 1946 e la prima parte del 1947, vi era un'alta probabilità che l'accentuato ritardo temporale nell'intervento di politica monetaria compromettesse il processo di aggiustamento; e vi era una probabilità ancora più elevata che l'attenta calibrazione quantitativa della riserva obbligatoria, effettuata dal Servizio studi della Banca, risultasse superata dal trascorrere del tempo e dall'evolversi delle condizioni reali.

Il riscontro fattuale portò, invece, a un risultato all'apparenza paradossale: il ritardo nell'attuazione della manovra contribuì a irrobustirne i positivi impatti. La *moral suasion* sul settore bancario italiano, avviata con successo da Menichella grazie al suo discorso di metà gennaio all'ABI, ebbe più tempo per affermarsi e per ridurre il sostegno bancario all'accumulazione di scorte speculative, disinnescando così *ex ante* una delle cause dell'inflazione. La formazione del quarto governo De Gasperi, che aveva escluso dalla nuova coalizione i partiti di sinistra e che aveva posto Einaudi al vertice dei dicasteri economici, mandò analoghi segnali di contrasto all'inflazione: la nuova composizione governativa segnava un arretramento del partito della spesa pubblica e delle politiche sociali accomodanti, aprendo spazi credibili per efficaci politiche economiche antinflazionistiche. L'esito fu che gran parte degli operatori economici non cercò di trarre benefici distorti o di assumere atteggiamenti passivi ed attendisti rispetto a una protratta condizione, in cui la banca centrale non disponeva di efficaci strumenti di controllo monetario e aveva difficoltà a vararne di nuovi (cfr. anche le precedenti note 327 e 329). Gli operatori sembrarono piuttosto convincersi che la Banca d'Italia si stesse preparando con successo a eliminare gli eccessi di inflazione, tanto da rendere conveniente per i singoli attori di anticipare la tendenza. Di conseguenza, le aspettative e le scelte individuali o quelle di singole tipologie di operatori ebbero un ruolo importante nel disinnescare i fattori inflazionistici.

Tale risultato fu rafforzato da altri due elementi. Primo: i ritardi nell'attuazione della manovra diedero agli operatori economici il tempo necessario per valutare la positiva rilevanza stabilizzatrice della precoce inclusione dell'Italia negli accordi di Bretton Woods; e la percezione che il Paese si stava inserendo nel nuovo contesto internazionale fu confermata dal prestito che Eximbank concesse all'Italia a corollario della visita ufficiale di De Gasperi negli

³³⁵ Gaiotti, 2003, p. 448; Ricossa, 2003, p. 405.

Stati Uniti (gennaio 1947). Secondo: il posponimento della stabilizzazione alla tarda estate del 1947 diede tempo a Einaudi di maturare la convinzione che, se non si fosse data priorità alla lotta contro l'inflazione e si fosse continuato a puntare su abbondanti finanziamenti bancari, le aspettative degli operatori economici avrebbero potuto peggiorare compromettendo la futura crescita economica dell'Italia. Essendo conforme alle valutazioni della Banca d'Italia, ciò creò una piena sintonia fra l'Einaudi attivo ministro del Bilancio e l'Einaudi governatore pur se in quiescenza. L'esito fu che il governo abbracciò, senza troppe remore, l'iniziativa della banca centrale³³⁶.

Le considerazioni fin qui svolte palesano che le decisioni di politica monetaria dell'estate del 1947, incentrate sul nuovo sistema di riserva obbligatoria, misero a disposizione della Banca d'Italia uno strumento elastico in grado di porre sotto controllo l'immissione della moneta e del credito e di variarne l'ammontare a seconda delle fasi cicliche³³⁷. Nella congiuntura specifica, si trattava di contrastare un processo inflazionistico che rischiava di sfuggire al controllo delle autorità monetarie e che – data l'elevata liquidità bancaria – non poteva essere ridotto con un semplice inasprimento delle condizioni di sconto. L'aspettativa di un nuovo sistema di riserva obbligatoria fu efficace nel determinare una drastica riduzione nella velocità di circolazione della moneta e nel contenere i tassi di aumento dei prestiti bancari³³⁸. Come si è accennato nel precedente paragrafo, ciò determinò una repentina discesa del tasso di inflazione che sconfinò addirittura in territorio negativo.

Per precisare le ultime affermazioni fatte e fornire un'adeguata valutazione dei risultati raggiunti mediante la manovra di stabilizzazione (cfr. il prossimo paragrafo), è ancora necessario specificare alcuni effetti diretti del ritardo temporale, con cui venne varato l'intervento di politica monetaria, e le conseguenze indirette che questo ritardo ebbe sui relativi contenuti. È noto che la manovra fu dilazionata per più di sei mesi: anziché diventare operativa alla fine di febbraio del 1947 come avrebbe desiderato la Banca d'Italia, essa venne realizzata alle soglie del successivo autunno. Come si è appena detto, tale dilazione contribuì all'indebolimento di svariati fattori inflazionistici che pesavano, in quel periodo, sull'economia italiana e che erano soprattutto riconducibili a eccessi di credito e ad accantonamenti speculativi dei beni prodotti. L'inasprirsi della *moral suasion* esercitata dalla banca centrale nei confronti del settore bancario, la credibilità rispetto al contenimento della spesa pubblica vantata dal quarto governo De Gasperi e i primi prestiti internazionali accordati all'Italia diminuirono l'instabilità macroeconomica migliorando le prospettive produttive e riducendo la domanda e l'offerta speculativa di finanziamenti bancari.

Questi fattori appaiono in grado di spiegare, almeno in parte, perché le autorità di politica monetaria decisero di ridurre, a settembre 1947, l'aliquota applicata sullo *stock* dei depositi eccedente il decuplo del patrimonio bancario rispetto alla proposta originaria, avanzata da

³³⁶ Si vedano i due documenti governativi di valutazione della manovra, ossia la relazione del ministro Einaudi al Consiglio dei ministri dell'8 settembre 1947 e la memoria del governo italiano sulle misure antiinflazionistiche del 18 settembre dello stesso anno. Ambedue i documenti sono ora riprodotti in: Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, pp. 470-478.

³³⁷ Gaiotti 2003, pp. 448-457.

³³⁸ Gelsomino 1998, p. 275.

Einaudi nel precedente mese di febbraio. Resta tuttavia difficile rispondere a due ulteriori e più cogenti interrogativi: perché venne deciso proprio un dimezzamento di quell'aliquota; e, prima ancora, come fu possibile utilizzare dopo tanti mesi il complesso calcolo quantitativo dei coefficienti elastici di riserva obbligatoria che, come abbiamo accennato nel precedente paragrafo, consentì alla manovra di diminuire la velocità di circolazione monetaria senza compromettere i sostegni bancari all'economia reale nell'autunno del 1947?

Secondo Baffi, i parametri del nuovo strumento monetario vennero decisi “sperimentalmente”, nel senso che – come si spiegava nella “Bozza” per la relazione sul 1947 – “si ricercò quale aliquota le banche avrebbero potuto fronteggiare con i mezzi liquidi da esse detenuti presso l'istituto di emissione e il Tesoro, senza dover dar luogo a disinvestimenti”³³⁹. Tale calcolo fu effettuato a fine 1946 sulla base di solidi riscontri empirici, frutto del confronto con le diverse componenti del settore bancario italiano. L'obiettivo era, appunto, di far sì che gran parte delle banche fosse posta in condizione di ottemperare alle rinnovate regole senza la necessità di liquidare anticipatamente i propri impieghi verso l'economia reale. Secondo le valutazioni espresse dallo stesso Baffi nella bozza in esame, l'applicazione di quella complessa calibrazione a settembre 1947 e il connesso dimezzamento dell'aliquota rispetto alla previsione formulata da Einaudi più di sei mesi prima ebbero pieno successo. Ciò trovò un riscontro quantitativo nella relazione del Servizio vigilanza della Banca d'Italia per il 1947: le nuove regole vincolarono come riserva obbligatoria poco più di 112 miliardi di lire a fronte di uno *stock* pari a poco meno di 115 miliardi di lire, che era detenuto dalle banche nella forma di saldi immediatamente disponibili presso la banca centrale e il Tesoro e nella forma di titoli utilizzabili come riserva³⁴⁰.

12. L'impatto della manovra

Le ultime osservazioni, esposte nel precedente paragrafo, spiegano perché il settore bancario italiano fu in grado di adattarsi in modo molto rapido alle nuove regole. Considerato che le casse di risparmio, i monti di credito su pegno e le casse rurali e artigiane furono esentate dall'applicazione della norma, quasi il 65% delle altre banche soddisfece i coefficienti di riserva obbligatoria entro i tre mesi previsti; e, a parte il caso del Monte dei Paschi di Siena (con una carenza di circa 1,7 miliardi di lire), l'inadempienza del residuo 35% di banche fu di modesta entità³⁴¹.

La nostra tesi è che questo successo della manovra, talmente congruo nella sua dimensione quantitativa da risultare quasi sorprendente, vada ascritto a due fattori di fondo che erano stati

³³⁹ Si veda il già citato: ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 302, fasc. n. 4. “Bozza” per la *Relazione* del 1947, presumibilmente attribuibile a Baffi e Mancini, con appunti manoscritti di Menichella, non datata ma collocabile fra gennaio e marzo 1948. È interessante notare che, in una delle note a margine, Menichella manifestò a Baffi l'inopportunità di fornire un riscontro così dettagliato in sede di *Considerazioni finali*. Fatto è che la parte venne espunta.

³⁴⁰ Si veda la bozza conservata in: ASBI, Banca d'Italia, Vigilanza sulle aziende di credito, Pratt. n. 16, fasc. n. 1, *Relazione esercizio 1947*, non datata ma collocabile a febbraio 1948. Cfr. anche: Ricossa, 2003, p. 413.

³⁴¹ Oltre alla bozza preparatoria per la *Relazione annuale sul 1947* citata alla precedente nota 327, si vedano: Albareto e Trapanese, 1999, pp. 82-84; Asso e Nerozzi, 2016, pp. 90 e ss.

già intuiti da Baffi e che sono stati sottolineati nella successiva letteratura³⁴²: il ruolo cruciale, svolto dalle aspettative del settore bancario e – in subordine – degli altri operatori economici; e la pressione esercitata dalla banca centrale nel condizionare la formazione di quelle aspettative. Come ricorda ancora Baffi nel documento sopra citato³⁴³, la Banca d'Italia tradusse il suo obiettivo di evitare una riduzione degli impieghi a seguito della manovra in un impegno nei confronti del settore bancario, sostanziato da una circolare che “dava atto di tali assicurazioni”. Ciò suggerisce che la banca centrale non si fosse limitata a calcolare, con estrema cura, gli appropriati coefficienti elastici di riserva in un punto del tempo (fine 1946), ma avesse proceduto a un sistematico e attivo monitoraggio dell'evolversi della situazione nel corso dei mesi successivi. Nell'attesa di concretizzare la manovra, l'istituto di via Nazionale esercitò infatti una pressione sulle banche perché aderissero agli inviti di Einaudi e Menichella alla moderazione negli impieghi così da evitare sostegni alla speculazione; al contempo, trasmise ai vigilati ripetute ed esplicite rassicurazioni informali sui contenuti dei suoi successivi interventi e sfruttò il conseguente clima di collaborazione per verificare con sistematicità gli effetti delle sue mosse sull'evolversi dei saldi bancari.

Tale risultato può essere letto come la traduzione pratica, *ante litteram*, di un concetto che sarebbe stato formalizzato dalla teoria economica solo una quarantina di anni più tardi: quello di aspettative (o profezie) che “si autoavverano”³⁴⁴. Va peraltro notato che quelle profezie non furono tanto il portato di segnali di mercato, quanto l'esito delle complesse azioni intraprese dalla Banca d'Italia per convincere le banche e le loro principali associazioni di categoria che la stabilizzazione non avrebbe ridimensionato il peso del settore nel sostegno all'economia reale.

Nella nostra analisi, il ruolo fondamentale delle aspettative bancarie nel segnare il successo della manovra di stabilizzazione si salda con il ruolo delle aspettative dei risparmiatori nello spingere la Banca d'Italia ad avviare quella manovra proprio all'inizio del 1947. Nei precedenti paragrafi, abbiamo infatti sostenuto che i vertici della Banca scelsero di intervenire sul canale bancario a seguito dei deludenti risultati ottenuti dal Prestito della Ricostruzione. Si trattava di evitare che il conseguente deteriorarsi delle aspettative dei detentori di ricchezza, che avevano estesamente investito in quel Prestito, potesse costituire un freno alla crescita senza che si riuscisse a porre sotto controllo il tasso di inflazione. In base alla nostra interpretazione, le aspettative furono pertanto un fattore cruciale anche per l'avvio della manovra di stabilizzazione: le autorità di politica monetaria decisero di prendere quell'iniziativa per ridurre il rischio che una parte troppo ampia di risparmiatori e di operatori economici si formasse aspettative negative. La conclusione è che le aspettative delle banche e dei diversi attori di mercato svolsero una fondamentale funzione sia a monte che a valle del processo di stabilizzazione: a monte, perché ne resero opportuno l'avvio; a valle, perché ne

³⁴² Cfr. Baffi, 1965, p. 408. Fra i contributi recenti, si vedano in particolare: Gaiotti, 2003; Omiccioli, 2000; Ciocca, 2022.

³⁴³ ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 302, fasc. n. 4. “Bozza” per la Relazione del 1947, presumibilmente attribuibile a Baffi e Mancini, con appunti manoscritti di Menichella, non datata ma collocabile fra gennaio e marzo 1948.

³⁴⁴ Cfr., per esempio, Azariadis e Guesnerie, 1986; Woodford, 1990.

assicurarono il successo. Inoltre, la Banca d'Italia guidò la formazione di queste aspettative mediante interventi sistematici, che plasmarono la manovra e condizionarono i dettagli della sua attuazione.

Si è già accennato che il risultante e positivo quadro fu rafforzato da vari fattori esogeni³⁴⁵. Di particolare rilievo furono i primi aiuti internazionali e gli annunci del varo di imminenti programmi statunitensi. Nel 1945 e 1946, l'Italia era stata ammessa a due iniziative attuate dall'UNRRA e volte ad alleviare i disagi della popolazione dei paesi più colpiti dagli eventi bellici³⁴⁶. Nel gennaio del 1947, l'Italia era poi riuscita a ottenere il più volte menzionato prestito dalla Eximbank per finanziare l'importazione di beni e servizi statunitensi. Al di là del modesto ammontare del prestito (100 milioni di dollari destinati a finanziare una gestione speciale dell'IMI) e dell'evidente pressione politica esercitata da De Gasperi e dai suoi collaboratori durante la missione statunitense, si era trattato di un risultato rilevante perché aveva segnalato che i settori finanziario e produttivo italiano si stavano rafforzando così che il Paese meritava sostegni per la sua potenziale presenza internazionale e non solo per ragioni umanitarie³⁴⁷. Intersecandosi con l'avvio della manovra di stabilizzazione, tali fattori esogeni rafforzarono il miglioramento delle aspettative degli operatori di mercato. Il quadro delle 'buone notizie' fu completato dalle anticipazioni informali e – poi – dall'annuncio ufficiale del varo di un consistente e pluriennale programma statunitense di aiuto (il Piano Marshall), che – dall'inizio del 1948 – avrebbe potuto coinvolgere in misura considerevole anche l'Italia. La condizione era che il nostro Paese fosse in grado di utilizzare in modo efficace il prestito Eximbank e di stabilizzare la propria situazione finanziaria³⁴⁸.

I fattori esogeni internazionali, qui ricordati, convinsero le autorità italiane ad allentare la politica dei cambi e a sostenere, anche attraverso gli scambi con il resto dell'Europa e con gli Stati Uniti, la produzione industriale interna. Ciò rafforzò il quarto governo De Gasperi e interagì positivamente con gli effetti di stabilizzazione della manovra³⁴⁹. Dati i concomitanti progressi nella definizione e nell'utilizzazione dei nuovi strumenti di politica monetaria, le allarmate denunce delle difficoltà attraversate dal nostro Paese, che furono avanzate da vari

³⁴⁵ Si ricordi al riguardo che, in quei mesi, il ministro Campilli realizzò la tanto temuta imposta patrimoniale ma in forma molto alleggerita, applicando un calcolo presuntivo e non analitico alle componenti più liquide di ricchezza. Oltre a essere legata al mancato cambio della moneta, la scelta incontrò il pieno favore del governatore Einaudi (si veda, al riguardo, la precedente nota 101) anche perché migliorò le aspettative dei detentori di ricchezza finanziaria.

³⁴⁶ Cfr. sopra, nota 209. Come emerge in un articolo del New York Times (16 gennaio 1947), riprodotto in Ricossa e Tuccimei (a cura di) (1992), De Gasperi ottenne anche impegni statunitensi a non richiedere il pagamento dei beni e servizi ceduti all'Italia dall'esercito di occupazione prima dell'inserimento del nostro Paese nell'UNRRA e a trasferire 50 milioni di dollari all'Italia per compensare i servizi e gli approvvigionamenti ceduti dal nostro Paese alle truppe di occupazione.

³⁴⁷ Menichella, 1947a, p. 395.

³⁴⁸ Si veda, per esempio, la lettera del 16 aprile 1947, inviata dal rappresentante dell'Ufficio Italiano dei Cambi negli Stati Uniti (Cigliana Piazza) a Luigi Einaudi e pubblicata ora in Ricossa e Tuccimei (a cura di) (1992). Si veda, in particolare, p. 426.

³⁴⁹ L'allentamento dei vincoli, indotti dagli imminenti aiuti internazionali rispetto alla scarsità delle riserve valutarie del Paese, spinse infatti il governo italiano ad agevolare le importazioni di *input* produttivi mediante l'utilizzo di disponibilità in valuta estera che erano state accantonate in forme più o meno legali, senza ottemperare ai vincoli di cambio. Il riferimento è alle cosiddette importazioni "franco valuta".

esponenti italiani negli Stati Uniti, vennero sovrastate dal messaggio ottimistico lanciato sempre negli Stati Uniti da Vittorio Valletta in rappresentanza della FIAT³⁵⁰. Queste considerazioni attribuiscono molta importanza alle variabili internazionali e istituzionali. Esse non giustificano però la tesi estrema, secondo cui il controllo del processo inflazionistico italiano nel corso del 1947 fu soprattutto dovuto agli annunci, riguardanti l'imminente varo del Piano Marshall, e all'assetto politico garantito da un governo privo dei partiti rappresentativi delle forze di sinistra e – come tale – più rassicurante per gli Stati Uniti³⁵¹. La nostra tesi è più articolata: ci limitiamo a riconoscere che anche questi fattori esogeni contribuirono a migliorare le aspettative degli operatori di mercato, confermandone la crucialità per spiegare il varo e il successo della manovra monetaria.

È dovuto trascorrere più di mezzo secolo prima che il ruolo, svolto dalle aspettative per il successo della manovra di stabilizzazione, fosse pienamente riconosciuto³⁵². Uno degli esiti più rilevanti, che ne sono derivati, è una robusta conferma empirica che la stabilizzazione non determinò una stretta creditizia in senso proprio. Ciò significa che le scelte di politica monetaria della tarda estate del 1947 non possono essere etichettate come un intervento restrittivo e recessivo anche se contribuirono a cambiare in profondità “le regole del gioco”. Tale radicale mutamento, configurabile come un “cambio di regime”, si produsse proprio grazie a un miglioramento delle aspettative dei vari operatori di mercato che si sostanziò in nuove “funzioni di comportamento”³⁵³. Così, la banca centrale riuscì a rafforzare la sua credibilità e a dotarsi di una più adeguata strumentazione di politica monetaria, mentre il settore bancario diminuì la detenzione di liquidità e accrebbe la domanda di titoli senza per questo compromettere il sostegno alle attività produttive; al tempo stesso, le imprese rallentarono significativamente o diminuirono gli accantonamenti speculativi di materie prime e di prodotti intermedi.

La conclusione da trarre è che il ruolo svolto dalle aspettative è stato duplice. La manovra di stabilizzazione venne disegnata alla fine del 1946 e proposta all'inizio del 1947, perché la Banca d'Italia percepì un preoccupante peggioramento nelle aspettative degli operatori

³⁵⁰ Il tema è richiamato da Cigliana Piazza a Einaudi nella lettera del 16 aprile 1947, citata nella precedente nota 348. Si veda, in particolare: p. 425.

³⁵¹ Cfr. al riguardo: Casella and Eichengreen, 1991.

³⁵² Gran parte del merito va attribuito al più volte citato lavoro di Gaiotti (2003). La sua analisi fornisce un'evidenza descrittiva e un riscontro econometrico in grado di confermare e approfondire le intuizioni di Baffi e di specificare l'impatto della manovra sulle variabili creditizie. Emerge così che la stabilizzazione non determinò una significativa caduta dei prestiti bancari.

³⁵³ Cfr. ancora Gaiotti 2003, pp. 468-483; si veda anche Ciocca (2022, pp. 50-51). La lettura, proposta nel testo, contrasta con l'interpretazione elaborata da altri studiosi nel corso degli anni Sessanta e Settanta. Alcuni di questi studiosi ricostruiscono un dettagliato quadro delle variabili monetarie e bancarie in gioco per giungere alla conclusione che si era trattato di un intervento eccessivamente restrittivo (cfr. in particolare: De Cecco, 1968). Il volume di Daneo (1975) sostenne una tesi non dissimile, privilegiando tuttavia l'importanza delle variabili politico-istituzionali. Al di là delle diversità segnalate, si può osservare che entrambi i critici concordano con Gaiotti nel sostenere che la manovra di stabilizzazione fu uno spartiacque per l'evoluzione economica italiana. Inoltre, va soprattutto notato che alcune delle critiche, rivolte alla manovra, trovarono un'efficace replica in un appunto datato settembre 1947 e redatto – con ogni probabilità – da Baffi per Menichella. In particolare, quell'appunto risponde a quattro ricorrenti obiezioni (cfr. APPB, Carte Baffi Fregene, faldone non numerato, BXII, varie).

economici rispetto alla futura dinamica inflazionistica. La stessa manovra ebbe un notevole successo nel riportare il processo inflazionistico sotto controllo senza compromettere la crescita di medio-lungo periodo dell'economia italiana perché, grazie anche all'influenza della Banca d'Italia, migliorò le aspettative degli operatori economici rispetto alle prospettive di stabilità e di crescita dell'economia italiana.

Nelle sue prime *Considerazioni finali* relative al 1947 e in altri interventi pubblici e di fronte al Consiglio Superiore della Banca, Menichella attestò la sua piena soddisfazione in proposito. Egli affermò che, fin dagli ultimi mesi del 1947, era apparso chiaro che la manovra non avrebbe spinto le banche a una significativa contrazione degli impieghi, nonostante un aumento superiore al previsto nell'ammontare di liquidità da esse accantonato. L'intervento sulle riserve obbligatorie avrebbe solo provocato un significativo decremento nel tasso di crescita di quegli stessi impieghi³⁵⁴. Nelle sue annotazioni alla richiamata bozza di preparazione per la *Relazione* sul 1947, Menichella fu ancora più esplicito: “nel primo trimestre di applicazione delle nuove norme sulle riserve bancarie [...] il volume degli impieghi è rimasto pressoché stabile, laddove si è ricostituito un apprezzabile margine di liquidità”³⁵⁵. Per di più, Menichella attestò che le banche avevano ripreso ad accantonare, presso la Banca d'Italia e il Tesoro, un ammontare in contanti superiore a quello richiesto dalle regole della riserva obbligatoria: si trattava di importi aggiuntivi rispetto “alle somme che le nuove norme le chiamano a vincolare (circa 44 miliardi di eccedenze)”. A ciò si aggiunga che il decremento nel tasso di crescita degli impieghi bancari venne riassorbito già nel 1948 (con una positiva dinamica per 234 miliardi di lire). Le considerazioni, svolte da Baffi dieci anni dopo³⁵⁶, furono complementari a quelle di Menichella.

A ulteriore conferma del fatto che l'applicazione delle nuove aliquote di riserva obbligatoria non determinò una restrizione monetaria e – pur tuttavia – riportò l'inflazione sotto controllo, si possono elencare altri dati³⁵⁷. Dopo la manovra di stabilizzazione, la base monetaria fece segnare tassi di crescita maggiori di quelli del reddito prodotto. L'esercizio contabile del 1947-'48 si caratterizzò per aumenti nel disavanzo pubblico maggiori di quelli dell'esercizio precedente. Per giunta, nella seconda metà del 1947, la monetizzazione del conseguente *deficit* pubblico da parte della Banca d'Italia subì un'intensificazione; e, come conseguenza, risultò necessario – a fine 1947 (si veda, *infra*) – aumentare da 1 a 100 miliardi di lire la soglia massima delle anticipazioni ordinarie richiedibili dal Tesoro e consolidare le anticipazioni straordinarie prive di tetto³⁵⁸. Eppure, la dinamica inflazionistica subì un'immediata battuta

³⁵⁴ Cfr. Banca d'Italia, 1948, pp. 159-162. Tale aspetto è ribadito in: Menichella, 1956, pp. 662-664.

³⁵⁵ ASBI, Banca d'Italia, Studi, Pratt. n. 302, fasc. n. 4. “Bozza” per la Relazione del 1947, presumibilmente attribuibile a Baffi e Mancini, con appunti manoscritti di Menichella, non datata ma collocabile fra gennaio e marzo 1948.

³⁵⁶ Baffi, 1958, pp. 358-360.

³⁵⁷ Si vedano al riguardo le memorie della Banca d'Italia, predisposte per il Comitato interministeriale per la ricostruzione (con annotazioni e documenti redatti da Baffi) e ora ripubblicate in: Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, pp. 516-537. Si vedano anche: Gelsomino, 1998; Omiccioli, 2000; Gaiotti, 2003; Ciocca, 2022.

³⁵⁸ Si veda Mancini, 1948b, pp. 156-157. Va peraltro segnalato che il riferimento è alla dinamica nominale delle anticipazioni straordinarie in un più esteso lasso di tempo, ossia dagli anni immediatamente precedenti lo scoppio della guerra (1938) al 1947. Partendo da 2 miliardi di lire, si arrivò a 79 miliardi nel 1943 (con un incremento

d'arresto³⁵⁹. Il livello dei prezzi passò da incrementi annuali intorno al 60% a una variazione negativa del 3% già a ottobre del 1947; nel 1948, il tasso di inflazione si attestò su valori medi annuali negativi; negli anni Cinquanta, eccezion fatta per la guerra di Corea (1951), esso oscillò in un intervallo contenuto perché compreso fra lo 1% e il 5%.

L'identità, che definisce la "equazione degli scambi" (si veda anche la precedente nota 304), aiuta a giustificare la compatibilità fra i dati appena richiamati. Il miglioramento nelle aspettative di inflazione, legato alla *moral suasion* della Banca d'Italia e alla nuova politica monetaria, indusse le banche a ridurre progressivamente la loro precedente e indiscriminata espansione degli impieghi e – soprattutto – segnalò agli altri operatori economici che l'interesse bancario non sarebbe più coinciso con quell'espansione proprio a causa della diminuzione nei tassi attesi di inflazione. Ciò determinò una forte caduta della velocità di circolazione della moneta che si sostanziò in un'effettiva riduzione della pressione sui prezzi. La reazione delle imprese rafforzò la tendenza: divenne conveniente offrire sul mercato le scorte di beni, accumulate nei mesi precedenti per realizzare i guadagni della speculazione sulla dinamica inflazionistica sino ad allora crescente, ma ormai percepita in riduzione in base alle nuove aspettative. Si innescò, così, una spirale virtuosa rafforzata da positivi fattori esogeni: oltre a quelli internazionali già ricordati, anche variabili interne quali i buoni raccolti agricoli, gli incrementi del commercio internazionale, e così via. In tale quadro, il settore bancario continuava a detenere un'elevata liquidità. Come segnalato da Menichella, questa liquidità fu in parte allocata in titoli pubblici e in parte in depositi presso la banca centrale. Ciò spiega perché divenne possibile, almeno per qualche tempo, finanziare crescenti squilibri nel bilancio pubblico (anche con monetizzazione del relativo disavanzo) senza gravi ripercussioni sulla dinamica dei prezzi.

Pur scontando inevitabili squilibri nel breve periodo, la manovra rafforzò gli andamenti dell'economia italiana in un orizzonte più lungo e stemperò il clima di conflittualità sociale che era esploso nell'autunno del 1947 soprattutto nel nord del Paese. Nel luglio del 1948, Menichella riunì il Consiglio superiore della Banca d'Italia dopo più di cinque anni di assenza. Nella riunione di dicembre, il nuovo governatore sottolineò che, nel primo anno di applicazione della manovra, si erano registrati sensibili aumenti nella propensione al risparmio e una connessa estensione nella platea dei detentori di ricchezza, pur se di modesta dimensione³⁶⁰. Ciò aveva consentito al settore bancario di intermediare una quota rilevante di tale ricchezza e di indirizzarla verso investimenti produttivi, superando preesistenti presidi

del 61% rispetto all'anno precedente) e a più di 340 miliardi alla fine del 1945; poi, dopo la sostanziale invarianza nel 1946, nel 1947 vi furono ulteriori incrementi che portarono al consolidamento appena segnalato.

³⁵⁹ L'affermazione, secondo cui, la manovra monetaria non comportò una restrizione, sembra trascurare il fatto che, a settembre 1947, vi fu un innalzamento nel tasso di sconto di ben 150 punti base. Tuttavia, come sottolinea Mancini (1948b, p. 158), nel periodo esaminato (1946 e gran parte del 1947) il settore finanziario godeva di un eccesso di liquidità e non aveva quindi necessità di ricorrere sistematicamente ai risconti presso la banca centrale. La sola eccezione era rappresentata da quegli enti finanziari non bancari che dovevano riscontare gli effetti degli ammassi senza aver la possibilità di raccogliere depositi. Non si trattava, però, di operazioni che avevano un impatto macroeconomico significativo. È pertanto appropriato concentrare l'analisi della manovra sugli effetti indotti dal nuovo coefficiente di riserva obbligatoria.

³⁶⁰ Intervento di Menichella al Consiglio Superiore, Tornata del 20 dicembre 1948 (ASBI, Banca d'Italia, Verbali Consiglio Superiore, regg. n. 593).

monopolistici e distorsioni nell'allocazione dei flussi finanziari. Secondo Menichella, si trattava di tendenze destinate a rafforzarsi grazie a un persistente aumento degli impieghi bancari, che avevano ormai raggiunto un'incidenza del 77% sui depositi pur in presenza di un parallelo incremento nell'emissione di obbligazioni e di azioni.

Sarebbe, tuttavia, inappropriato concludere che la manovra di stabilizzazione non provocò conseguenze negative sull'andamento dell'economia reale e sul funzionamento degli stessi mercati finanziari. L'impatto ebbe, però, un'ampiezza e una durata assai minori rispetto a quanto si sarebbe potuto temere³⁶¹. All'inizio del 1948, si registrò una diminuzione della produzione industriale pari a circa il 15% rispetto al picco raggiunto a ottobre 1947. Pur essendo stata riassorbita a partire dalla metà di quello stesso anno, questa caduta della produzione determinò un incremento del tasso di disoccupazione che, nel corso dell'anno in esame (1948), passò dallo 8,5 al 9,4%. Il livello massimo di disoccupazione (quasi 2 milioni e mezzo di disoccupati) fu raggiunto ad aprile³⁶². Sul versante finanziario, il sottile mercato azionario italiano fece registrare una sensibile caduta. Inoltre, come si è già accennato, si verificarono squilibri per specifiche tipologie di banca. Negli ultimi mesi del 1947, numerose piccole banche private e poche grandi banche pubbliche denunciarono riserve inadeguate per ottemperare ai nuovi coefficienti di riserva. Di conseguenza, tali banche furono costrette a liquidare una parte dei loro impieghi. Ne derivò un rafforzato ruolo delle casse di risparmio che, come si è già ricordato, erano state esentate dal provvedimento. Questo sviluppo ricevette una positiva accoglienza da parte di Menichella³⁶³.

Gli aspetti problematici, che abbiamo appena richiamato, furono contingenti e non inficiarono gli effetti positivi della manovra di stabilizzazione. Prima di trarre un bilancio definitivo al riguardo, rimangono però da esaminare due punti.

Il punto più importante, che è già stato accennato, riguarda l'opzione che consentì alle banche di ottemperare ai nuovi obblighi di riserva mediante l'acquisto di varie tipologie di titoli pubblici, compresi buoni del Tesoro di medio-lungo termine. Tale opzione, che fu richiamata anche nelle *Relazioni annuali* sul 1947 e sul 1948, potrebbe spiegare perché il settore bancario italiano non diminuì l'ammontare totale dei prestiti e perché vi fu la coesistenza di dati macroeconomici all'apparenza contraddittori. Una critica ben fondata, che venne rivolta all'utilizzo di questo meccanismo, fu infatti di alimentare un potenziale "circolo vizioso" fra la creazione delle riserve bancarie e la copertura di crescenti disavanzi pubblici, dal momento

³⁶¹ Gaiotti, 2003, pp. 449-457; Ricossa, 2003, pp. 406-407.

³⁶² Si veda, in particolare, l'articolo "Appunto" sulla disoccupazione, predisposto dal Servizio studi a fine 1948 e attribuibile, con alta probabilità, ad Antonino Occhiuto. In quell'appunto, l'analisi della disoccupazione si fondava su confronti internazionali e su numerose disaggregazioni per settori e per tipologie di potenziali lavoratori, utilizzando serie statistiche di diversa provenienza. L'appunto è conservato in: ASBI, Banca d'Italia, Studi, pratt. n. 382, fasc. n. 14.

³⁶³ Menichella sottolineò la sua positiva interpretazione del fenomeno in alcuni interventi successivi. In particolare, il nuovo governatore sottolineò come il rafforzamento delle casse di risparmio fosse un passaggio essenziale per intercettare la ricchezza finanziaria, che era stata accantonata dal settore agricolo, e per mobilitarla a fini industriali o di modernizzazione dell'agricoltura (Menichella, 1956). Tale aspetto, che divenne ancora più importante durante il governatorato di Menichella, presenta profili di complessità che non possono essere affrontati in questo lavoro.

che permetteva agli istituti di credito di aumentare le proprie riserve mediante la concessione di finanziamenti di lungo termine (e, dunque, illiquidi) allo Stato³⁶⁴.

Baffi riconobbe la fondatezza e la rilevanza del problema sollevato, ma sottolineò che la manovra era stata graduale e aveva introdotto soluzioni temporanee e giustificate dall'emergenza³⁶⁵. Si trattava, in particolare, di considerare che: l'economia italiana era caratterizzata da un ampio volume di titoli pubblici; gli aggiustamenti del bilancio pubblico richiedevano tempi più lenti di quelli monetari; le banche italiane non sarebbero state in grado di fronteggiare deflussi nella raccolta che, per giunta, avrebbero ostacolato la riduzione nella velocità di circolazione. A sostegno della sua posizione, Baffi sottolineò che il problema in esame era stato risolto nel 1953, limitando le componenti della riserva bancaria obbligatoria ai depositi presso la banca centrale e ai buoni ordinari del Tesoro che, essendo di breve termine, rappresentavano strumenti caratterizzati da un elevato grado di liquidità³⁶⁶. La risposta di Baffi fu ben calibrata rispetto a una critica che, pur assumendo una veste tecnica, era dirimente in quanto metteva in discussione uno dei capisaldi dell'intera manovra di stabilizzazione, ossia il principale strumento di assorbimento della liquidità in circolazione.

Il secondo dei due punti ancora in discussione riguarda le polemiche che precedettero o seguirono l'attuazione dell'intervento di politica monetaria di fine settembre 1947. Nonostante i limitati impatti negativi sopra richiamati, tale intervento venne criticato da importanti banchieri e imprenditori pubblici o privati (basti ricordare: Raffaele Mattioli, Cesare Merzagora e Oscar Sinigaglia). Qui ci limitiamo a esaminare il conseguente dibattito fra la Banca d'Italia e i banchieri.

La prima riunione del CICR (5 agosto 1947), in cui Menichella aveva esposto i contenuti della manovra di politica monetaria e aveva ottenuto l'avallo istituzionale per procedere, innescò malumori nel settore bancario. Pertanto, il successivo 20 agosto, Menichella convocò il presidente dell'ABI e quaranta fra i più rappresentativi banchieri italiani per illustrare i dettagli dell'imminente intervento disegnato dalla Banca³⁶⁷. Dopo un dibattito anche acceso, il relatore ritenne che gli esponenti del settore bancario fossero stati convinti tanto da essere pronti a collaborare per il successo della manovra di stabilizzazione. Due giorni dopo, la Banca d'Italia emanò così una circolare, in cui si affermava che le nuove norme erano state "riconosciute applicabili" senza che vi fosse la necessità, "nella quasi totalità dei casi, di addivenire a restrizioni delle facilitazioni creditizie in corso". Viceversa, la reazione del mondo bancario si inasprì. Una settimana dopo quell'incontro, Mattioli inviò una lettera a Menichella per sostenere che le decisioni prospettate dalla Banca d'Italia avrebbero addossato gli ingenti costi della stabilizzazione sul settore bancario e sull'economia reale, anziché imporre correzioni al vero colpevole dell'inflazione: il bilancio pubblico. La risposta di Menichella fu tagliente. Oltre a ricordare a Mattioli l'importante ruolo svolto dalle banche nella creazione di mezzi di

³⁶⁴ Cfr. Lutz and Lutz, 1950. Cfr. anche Banca d'Italia, 1948 e 1949.

³⁶⁵ Cfr. Baffi, 1958.

³⁶⁶ Con disposizione del CICR del 10 gennaio 1953, venne stabilito che le somme da vincolare dovevano essere esclusivamente costituite da buoni del Tesoro ordinari, da depositarsi presso l'istituto di emissione, e da contante, da versare in apposito conto corrente speciale fruttifero presso lo stesso istituto.

³⁶⁷ La sintesi dell'incontro è tratta da Calabresi, 1986, pp. 240-241.

pagamento, il governatore accusò l'interlocutore di trascurare il problema cruciale che aveva caratterizzato la dinamica inflazionistica italiana nell'ultimo anno: gli eccessi nella concessione di prestiti da parte del settore bancario³⁶⁸.

Le tensioni, che si erano manifestate anche prima della riunione inaugurale del CICR, spinsero la politica a trovare compromessi. Così, nonostante le vigorose resistenze di Menichella, una delle decisioni di quella riunione fu il varo di programmi per la concessione di crediti agevolati a favore del settore meccanico (il già ricordato fondo di rotazione attribuito al FIM) e a favore di piccole imprese sotto il controllo dell'IRI. Quest'ultimo venne ampiamente finanziato con risconti presso la Banca d'Italia. Inoltre, come già accennato (cfr. nota 349), tutte le imprese ottennero concessioni rispetto alle importazioni "franco valuta". Tali agevolazioni servirono a correggere gli eventuali impatti restrittivi della manovra e alimentarono i disavanzi nel bilancio pubblico³⁶⁹.

A proposito di questi squilibri, va ricordato che vari ministri (in particolare, Fanfani e Togni) avevano un'elevata propensione a espandere la spesa pubblica e ad accrescere il ricorso alle anticipazioni della Banca d'Italia. I disavanzi pubblici si ampliarono anche nei mesi successivi alla stabilizzazione monetaria con grave preoccupazione della Banca d'Italia. Il governatore riteneva, infatti, che i risultati raggiunti con la manovra sarebbero diventati duraturi solo dopo aver posto sotto controllo la dinamica del bilancio pubblico. Al riguardo, i due esercizi finanziari del 1948-49 e del 1949-50 fornirono qualche segnale positivo ma contingente perché legato ad aiuti internazionali. Va tuttavia ricordato che, sfruttando il suo ruolo di preminenza fra i ministri economici, Einaudi fece approvare un Decreto-legge (24 dicembre 1947) che introduceva due stringenti vincoli alla spesa pubblica. Innanzitutto, tale decreto eliminava la discrezionalità del potere esecutivo nella richiesta di anticipazioni straordinarie alla Banca d'Italia, stabilendo una soglia massima normativa superabile solo in base a specifiche leggi e per importi definiti. In secondo luogo, lo stesso decreto subordinava i prelievi dal conto corrente, detenuto dal ministero del Tesoro presso la Banca d'Italia, al rispetto di soglie massime di sbilancio.

A prima vista, l'iniziativa di Einaudi non ebbe grande successo. Già ad aprile del 1948, il vincolo imposto (50 miliardi di lire) divenne insostenibile e subì uno sfioramento di più del 60%. Fu quindi inevitabile trasformare la soglia da un valore assoluto a un tetto percentuale, che fissò lo squilibrio massimo al 15% rispetto alle originarie previsioni di spesa e ai successivi stati di variazione. Combinandosi con altri fattori, questa mitigazione del decreto rallentò ma

³⁶⁸ ASBI, Banca d'Italia, Direttorio Menichella, Pratt., n. 97.1, fasc. n. 17, Mattioli a Menichella, 23 agosto 1947 e sua risposta dell'8 settembre 1947. Ambedue le lettere sono state ripubblicate in: Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, pp. 465-469 e 479-481.

³⁶⁹ Cfr. Mancini, 1948a, p. 17. Si noti che, nel redigere un'analisi sulla situazione italiana per il governo statunitense, Hirschman (1948) fu favorevole al compromesso raggiunto. Egli sostenne che, dopo aver subito un periodo di "violenta" inflazione, combinare una politica economica con tendenze deflazionistiche a incentivi in specifici settori era una politica dotata di logica. D'altro canto, a fronte dei risultati positivi raggiunti dalla manovra, anche Mattioli assunse una posizione più conciliante. Nella *Relazione* tenuta alla Banca Commerciale nel 1948, egli si limitò a chiedere che l'uso delle aliquote di riserva obbligatoria non diventasse un espediente per altre restrizioni.

non fermò il processo di riequilibrio del bilancio pubblico che rimase un obiettivo perseguito con tenacia da Einaudi³⁷⁰.

13. Conclusioni

Alla fine degli anni Quaranta, il progressivo aggiustamento dei più gravi squilibri economici sancì l'ideale chiusura della fase della ricostruzione avviata al termine della Seconda guerra mondiale. Rimanevano insoluti problemi rilevanti del sistema produttivo e finanziario italiano, che ne caratterizzarono gli sviluppi sia interni che internazionali. La Banca d'Italia era, tuttavia, pronta a contribuire al superamento di tali problemi svolgendo un ruolo cruciale nelle scelte di politica economica del Paese. Durante il governatorato di Einaudi, la Banca aveva infatti realizzato una profonda riorganizzazione e riacquisito funzioni preminenti per la vigilanza del settore finanziario; inoltre, la manovra di stabilizzazione aveva dotato la banca centrale di nuovi ed efficaci strumenti per il controllo dell'attività creditizia e della circolazione monetaria. L'elasticità nella fissazione dei coefficienti di riserva obbligatoria rappresentava una "minaccia credibile" (per usare l'attuale gergo della "teoria dei contratti") nei confronti dei vigilati, senza la necessità di effettivi interventi *ex post*. Si consolidava così quella *moral suasion* che, nel bene e nel male, avrebbe sostanziato a lungo il ruolo della Banca d'Italia come "banca delle banche". Attraverso il controllo della politica bancaria, la Banca non avrebbe solo proceduto alla definizione della politica monetaria ma, per diverso tempo, avrebbe anche fornito un contributo sostanziale alle scelte di politica di bilancio e di politica industriale.

Le ricostruzioni e le considerazioni che abbiamo svolto in questo lavoro hanno mirato a spiegare gli effetti rilevanti e duraturi che il governatorato di Luigi Einaudi produsse sulla successiva organizzazione e sui rinnovati ruoli della Banca d'Italia. Baffi ha sostenuto che, fin dal suo arrivo a via Nazionale, Einaudi si era adoperato, con il sostanziale contributo di Introna, per porre fine al periodo di "oscuramento" e di progressiva emarginazione attraversato dalla banca centrale in Italia fra il 1930 e il 1943, fra la morte di Bonaldo Stringher e il drammatico epilogo del governatorato di Vincenzo Azzolini. Pur svolgendo la sua attività per poco più di due anni, il nuovo governatore riuscì a generare rilevanti cambiamenti interni alla Banca d'Italia che determinarono, in vario modo, sia l'evoluzione nell'articolazione delle funzioni e dei servizi sia la progressiva specificazione degli obiettivi e degli strumenti. Ciò spiega perché Einaudi gettò le fondamenta che consentirono alla Banca d'Italia di pesare sugli andamenti di lungo periodo dell'economia e della società italiane. Gli esiti del suo governatorato contribuiscono, dunque, a dare consistenza analitica a un'affermazione che, invece, è stata spesso trattata come una frase a effetto: la coincidenza fra la storia della Banca d'Italia e alcuni passaggi e mutamenti fondamentali della storia economica e sociale del nostro Paese.

Secondo Baffi, il raggiungimento di tali risultati non fu il frutto di un processo lineare. Un disegno tanto ambizioso aveva infatti causato una sovraesposizione della Banca d'Italia, che

³⁷⁰ Al riguardo, basta riferirsi alla lettera che Einaudi scrisse a De Gasperi il 29 aprile 1948 per definire le condizioni, a cui avrebbe proseguito nel suo impegno governativo (cfr. FLE, I.2, De Gasperi). La lettera è ora ripubblicata in: Ricossa e Tuccimei (a cura di), 1992, pp. 538-542.

era stata aggravata dal suo assorbente coinvolgimento nelle principali missioni internazionali non controbilanciato da adeguati riassetti nel governo dell'istituzione. I protagonisti, che furono destinati a occupare posizioni di vertice, avrebbero dovuto essere pronti per crescenti assunzioni di responsabilità e così maturi da ordinare l'ampio spettro di questioni aperte in chiare scale di priorità. Il rinnovamento dei responsabili dei più importanti Servizi della Banca e il rafforzamento di delicate funzioni di *staff* avevano, invece, richiesto una fase di riorganizzazione per dare frutti positivi. Ponendo in luce – in modo, a nostro avviso, fin troppo severo – presunte deficienze del Servizio studi da lui diretto, Baffi ne indusse che, diversamente dalla pur drammatica situazione dell'inverno 1944-45, negli anni fra il 1945 e il 1948 le esigenze di riorganizzazione avevano limitato l'operatività della Banca. Di qui, l'incapacità di offrire al governatore una tempestiva e accurata analisi e più articolati strumenti di intervento rispetto a problemi rilevanti e, in particolare, rispetto ai processi inflazionistici del 1945 e del 1946-'47.

Nei precedenti paragrafi, ci siamo soffermati a lungo sulle difficoltà incontrate dal riassetto della nostra banca centrale. Abbiamo però anche sostenuto che, entro i limiti consentiti dalla "cassetta di strumenti" disponibile ottant'anni fa, il Servizio vigilanza e – soprattutto – il Servizio studi offrirono ai vertici della Banca indagini preziose e accurate in merito all'evoluzione del settore bancario e ai processi inflazionistici in atto. Basti ricordare al riguardo che, ancor prima della fine della guerra, Baffi e i suoi più stretti collaboratori sottolinearono che una delle determinanti della eccessiva dinamica dei prezzi in Italia era rappresentata dal canale bancario. Ciò permise a Baffi (e ad altri membri del Servizio studi, come Mancini e Occhiuto) di individuare le possibili radici dell'inflazione nella complessa interazione fra canale monetario e canale bancario e di attribuirne l'accelerazione, nella seconda metà del 1946, al prevalere di quest'ultimo.

Tali osservazioni spiegano perché, a nostro avviso, sarebbe inappropriato attribuire gli eccessivi tempi di avvio e di esecuzione della manovra di stabilizzazione a deficienze interpretative del fenomeno inflazionistico. In alternativa, molti studiosi hanno spiegato questi tempi eccessivi con i vincoli posti dal debole quadro politico-istituzionale che precedette il varo del quarto governo De Gasperi. In quel quadro, governi con composizione eterogenea rifuggivano da opzioni in possibile conflitto con gli interessi di breve termine delle imprese, dei lavoratori, di una popolazione stremata dagli eventi bellici. Pertanto, solo con l'esclusione dei partiti progressisti dal governo si procedette, in ritardo, ad attuare una politica monetaria di contrasto dell'inflazione. Anche tale interpretazione non ha trovato riscontro nella nostra analisi. È indubbio, come abbiamo più volte riconosciuto, che gli aspetti politico-istituzionali abbiano inciso, dilazionandoli, sui tempi di attuazione della manovra di stabilizzazione che la Banca d'Italia aveva predisposto fin dal dicembre 1946 e poi definito nei dettagli nel corso dei primi due mesi del 1947. Siamo tuttavia convinti che le scelte della Banca fra il 1945 e il dicembre 1946 furono scarsamente condizionate da vincoli politici o istituzionali. La manovra di stabilizzazione fu disegnata e sollecitata dopo che Einaudi si convinse, a seguito del fallimento del Prestito della ricostruzione nel drenare liquidità dalla circolazione monetaria e a seguito della connessa evoluzione delle aspettative dei principali attori di mercato, che l'economia italiana avrebbe tratto il minor nocumento da una severa lotta all'inflazione pur se con l'effetto di una più moderata dinamica nel sostegno finanziario alla crescita.

La nostra posizione non equivale a sostenere che il processo di ricostruzione dell'economia italiana e, nel suo ambito, la manovra di stabilizzazione siano stati realizzati nel modo più efficiente e nell'istante più appropriato possibili. Riteniamo al contrario molto probabile che gli elementi positivi, presenti in quei processi, si siano accompagnati al riprodursi di fattori strutturali di debolezza che avrebbero poi pesato sull'economia e sulla società italiana nel lungo periodo. Il presente lavoro non ha, comunque, affrontato temi così complessi. Ci siamo limitati a sostenere due tesi. La prima è che, pur riconoscendo la molteplicità e la complessità dei fattori che influirono sui contenuti e sui tempi della manovra di stabilizzazione, gli aspetti dirimenti furono la decisione di intervenire sul canale bancario a causa della difficoltà di drenare liquidità mediante il canale monetario. La seconda tesi è che la manovra sia stata calibrata in modo da salvaguardare la crescita dell'economia reale, non distrutta dalla guerra ma strutturalmente fragile, tanto da non configurarsi come una stretta di politica monetaria. Fatto è che, come è stato sottolineato anche da altri autori (in particolare, Eugenio Gaiotti), la manovra di stabilizzazione fu uno spartiacque per l'economia italiana in quanto inaugurò un decennio di stabilità dei prezzi e di conquista di spazi nei mercati internazionali.

Riferimenti bibliografici

Fonti archivistiche

ACS – Archivio Centrale dello Stato, Roma – Presidenza del Consiglio dei Ministri.

ALE – Archivio Luigi Einaudi, Fondazione Einaudi, Torino.

APPB – Archivio Privato Paolo Baffi – Carte Baffi Fregene.

ASBI – Archivio Storico della Banca d'Italia, Roma.

- Fondo Banca d'Italia: Consiglio Superiore; CSVI; Direttorio Azzolini; Direttorio Introna; Direttorio Einaudi; Direttorio Menichella; Direttorio Baffi; Sconti; Segreteria Particolare; Segretariato; Studi; Vigilanza sulle aziende di credito,
- Fondi diversi: Carte Baffi; Carte Carli; Carte Introna; Carte Menichella.

ASBINT – Archivio Storico di Banca Intesa, Milano – Carte Mattioli.

ASBR – Archivio Storico del Banco di Roma, Roma – Carte Guarneri.

ASPR – Archivio Storico della Presidenza della Repubblica, Roma – Archivio Cesare Merzagora.

BEA – Bank of England Archives, Overseas Department.

MBCA – Mediobanca Corporate Archive, Archivio Storico di Mediobanca, Milano.

Bibliografia

Albareto, G. (1999), “Concorrenza e politica bancaria”, 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, vol. 7, Laterza, Roma-Bari, pp. 171-217.

Albareto, G. e Trapanese, M. (1999), “La politica bancaria 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, vol. 7, Laterza, Roma-Bari, pp. 3-166.

Amatori, F. (a cura di) (2013), *Storia dell'IRI. Vol. 2: il “miracolo” economico e il ruolo dell'IRI*, Laterza, Roma-Bari.

Asso, P. F. (1997), “La politica del cambio negli anni della ricostruzione. Aspetti internazionali della linea Einaudi”, *Il pensiero economico italiano*, a. 5, n. 2, pp. 119-150.

Asso, P. F., Biagioli, A. e Picozza, C. (1998), “Ordinamento valutario, politica del cambio e gestione delle riserve (1945-1960)”, in Cotula, F. (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. 2. Problemi strutturali e politiche economiche*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Contributi, vol. 7, Laterza, Roma-Bari, pp. 63-249.

Asso, P. F. e De Cecco, M. (1994), *Storia del Crediop, 1919-1960*, Laterza, Roma-Bari.

Asso, P. F. e Nerozzi, S. (2016), *Il Monte dei Paschi nel Novecento. Storia di una banca pubblica (1929-1995)*, Donzelli, Roma.

- (2017), “Storia del Banco di Sicilia. L’Istituto di credito di diritto pubblico (1926-1991)”, in Asso, P. F. (a cura di), *Storia del Banco di Sicilia*, Donzelli, Roma, pp. 111-399.
- Asso, P. F., Nerozzi, S. e Selmi, S. (2024), *Storia della Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia. Credito, risparmio, territorio (1831-1992)*, Laterza, Roma-Bari.
- Asso, P. F. e Raitano, G. (1999), “Trasformazione e sviluppo del credito mobiliare negli anni del governatorato Menichella”, 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, vol. 7, Laterza, Roma-Bari, pp. 309-589.
- Azariadis, C. e Guesnerie, R. (1986), “Sunspots and cycles”, *Review of Economic Studies*, vol. 53, n. 5, pp. 725-737.
- Baffi, P. (1946), “Appunto di Paolo Baffi per il governatore e il direttore generale”, in Ricossa, S. e Tuccimei, E. (a cura di), (1992), *La Banca d’Italia e il risanamento post-bellico, 1945-1948*, Collana storica della Banca d’Italia, serie Documenti, vol. 10, Laterza, Roma-Bari, pp. 354-356.
- (1948), “Il problema monetario italiano sullo scorcio del 1944”, *Giornale degli economisti e Annali di economia*, n. 1-2, pp. 30-62; ora in Baffi, P. (2011), *Studi sulla moneta*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 209-255.
- (1953), “Betrachtungen zur jüngsten Währungspolitik in Deutschland und in Italien”, in Einaudi, L. et al. (a cura di), *Wirtschaft ohne Wunder*, Eugen Rentsch, Erlenbach-Zürich, pp. 225-257; trad. it. “Osservazioni intorno alla politica monetaria della Germania e dell’Italia”, ora in Baffi, P. (2011), *Studi sulla moneta*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 277-308.
- (1958), “Monetary developments in Italy from the war economy to limited convertibility (1935-1958)”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 11, pp. 399-483; trad. it. “L’evoluzione monetaria in Italia dall’economia di guerra alla convertibilità”, ora in Baffi, P. (2011), *Studi sulla moneta*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 309-405.
- (1961), “Monetary stability and economic development in Italy”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 14, pp. 3-30; trad. it. “Stabilità monetaria e sviluppo economico in Italia, 1946-1960”, ora in Baffi, P. (2011), *Studi sulla moneta*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 407-438.
- (1963), “Memoria sull’azione di Einaudi, 1945-1948”, *Cahiers Vilfredo Pareto*, vol. 2, pp. 217-231; ora in Baffi, P. (2011), *Studi sulla moneta*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 257-275.
- (1985), “Via Nazionale e gli economisti stranieri: 1944-1953”, *Rivista di storia economica*, vol. 2, n. 1, pp. 1-45; ora in Piccone, B. A. (a cura di), (2017), *Via Nazionale e gli economisti stranieri 1944-1953*, Aragno Editore, Torino.
- (1986), “Il primo anno di Menichella alla direzione della Banca d’Italia”, in Banca d’Italia (a cura di), *Donato Menichella. Testimonianze e studi raccolti dalla Banca d’Italia*, Laterza, Roma-Bari, pp. 111-121.
- Baffigi, A. (2010), “Teoria economica e legislazione sociale nel testo delle *Lezioni*”, in Gigliobianco, A. (a cura di), *Luigi Einaudi: libertà economica e coesione sociale*, Collana storica della Banca d’Italia, serie Saggi e Ricerche, vol. 6, Laterza, Roma-Bari, pp. 48-89.
- Banca d’Italia (1946a), *Adunanza generale ordinaria dei partecipanti (anno 1944)*, Banca d’Italia, Roma.

- (1946b), *Adunanza generale ordinaria dei partecipanti (anno 1945)*, Banca d'Italia, Roma.
- (1947), *Adunanza generale ordinaria dei partecipanti (anno 1946)*, Banca d'Italia, Roma.
- (1948), *Adunanza generale ordinaria dei partecipanti (anno 1947)*, Banca d'Italia, Roma.
- (1949), *Adunanza generale ordinaria dei partecipanti (anno 1948)*, Banca d'Italia, Roma.
- (1950), *Adunanza generale ordinaria dei partecipanti (anno 1949)*, Banca d'Italia, Roma.
- (1951), *Adunanza generale ordinaria dei partecipanti (anno 1950)*, Banca d'Italia, Roma.
- (1974), *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti (anno 1973)*, Banca d'Italia, Roma.
- Baratta, P. (1983), “Alberto Beneduce e la costituzione e la gestione del Crediop”, in IRI (a cura di), *Alberto Beneduce e i problemi dell'economia italiana del suo tempo*, Edindustria, Roma, pp. 53-62.
- (1999), “Banche e non banche. Menichella, il credito mobiliare e il completamento della riforma bancaria nel dopoguerra”, 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, vol. 7, Laterza, Roma-Bari, pp. 591-599.
- 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, vol. 7, Laterza, Roma-Bari, pp. 657-877.
- Barca, F. (a cura di) (2010), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Donzelli, Roma.
- Barucci, P. (2008), “Introduzione”, in Barucci, P. (a cura di), *Luigi Einaudi. Considerazioni finali della Banca d'Italia*, Treves editore, Milano, pp. 1-287.
- Bassetto, M. e Sargent, T.J. (2020), “Shotgun wedding: Fiscal and monetary policy”, *NBER Working Paper*, n. 27004, April.
- Benigno, P.P., Canofari, P., Di Bartolomeo, G. e Messori, M. (2023), “The ECB's asset purchase programme: Theory, effects, and risks”, *Journal of Economic Surveys*, vol. 37, n. 3, pp. 890-914.
- Bianchi, N. e Giorcelli, M. (2023), “Reconstruction aid, public infrastructure, and economic development: The case of the Marshall Plan in Italy”, *Journal of Economic History*, vol. 83, n. 2, pp. 501-537.
- Cafagna, L., Caffè, F., Quazza, G. e Salvati, M. (1983), “Interventi su ‘Stato e industria nella ricostruzione’”, *Italia Contemporanea*, fasc. n. 150, pp. 73-88.
- Calabresi, G. F. (1986), “Alcuni problemi bancari nella concezione e nell'opera di Donato Menichella”, in Banca d'Italia (a cura di), *Donato Menichella. Testimonianze e studi raccolti dalla Banca d'Italia*, Laterza, Roma-Bari, pp. 227-271.
- Campus, M. (2008), *L'Italia, gli Stati Uniti e il piano Marshall*, Laterza, Roma-Bari.
- Caracciolo, A. (a cura di) (1992), *La Banca d'Italia fra l'autarchia e la guerra, 1936-1945*, Laterza, Roma-Bari.
- Caracciolo, A. e Gelsomino, C. O. (2003), “La Banca d'Italia tra l'autarchia e la guerra 1936-1945”, 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, vol. 4, Laterza, Roma-Bari, pp. 353-392.
- Cardarelli, S. e Martano, R. (2000), *I nazisti e l'oro della Banca d'Italia. Sottrazione e recupero, 1943-1958*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Saggi e Ricerche, vol. 3, Laterza, Roma-Bari.
- Carli, G. (1947), "Lettera" dell'amministratore esecutivo del Fondo monetario internazionale Guido Carli a Luigi Einaudi, 5 luglio 1947; ora in Ricossa, S. e Tuccimei, E. (a cura di), (1992), *La Banca d'Italia e il risanamento post-bellico, 1945-1948*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 10, Laterza, Roma-Bari (1992), pp. 439-449.
- (1993), *Cinquant'anni di vita italiana*, in collaborazione con Peluffo, P., Laterza, Roma-Bari.
- Casarosa, C. (2009), "A proposito delle *Considerazioni finali* di Luigi Einaudi, a cura di Piero Barucci: Un dibattito", *Il Pensiero Economico Italiano*, vol. XVII, n. 2, pp. 97-105.
- Casella, A. e Eichengreen, B. (1991), *Halting inflation in Italy and France after World War II*, National Bureau of Economic Research Working Paper, n. 3852, Cambridge, Massachusetts.
- Castronovo, V. (a cura di) (2012), *Storia dell'IRI. Vol. 1: dalle origini al dopoguerra*, Laterza, Roma-Bari.
- Cesarano, F. (2000), *Gli accordi di Bretton Woods. La costruzione di un ordine monetario internazionale*, Laterza, Roma-Bari.
- Ciocca, P. (2015), *Storia dell'IRI, vol. 6: L'IRI nella economia italiana*, Laterza, Roma-Bari.
- (2018), "Introduzione", in Ciocca, P. (a cura di), *L. Einaudi, Scritti di economia, I.1. Le vicende economiche di un'epoca*, Banca d'Italia, Roma, pp. 9-29.
- (2022), *La Banca d'Italia. Un'istituzione 'speciale'*, Aragno Editore, Torino.
- Conigliani, C. (1990), *La concentrazione bancaria in Italia*, il Mulino, Bologna.
- Cotula, F., Gelsomino, C. O. e Gigliobianco, A. (a cura di) (1997), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell'economia italiana, 1946-1960*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 13, Laterza, Roma-Bari.
- Croce, P. (2020), *Storia della Banca d'Italia come ente organizzato (1893-2019)*, Roma, mimeo, pp. 1-170.
- Cukierman, A. (1992), *Central bank strategy. Credibility and independence: Theory and evidence*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Daneo, C. (1975), *La politica economica della ricostruzione 1945-1949*, Einaudi, Torino.
- D'Aroma, A. (1975), *Luigi Einaudi: memorie di famiglia e di lavoro*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, Roma.
- De Cecco, M. (1968), *Saggi di politica monetaria*, Giuffrè editore, Milano.
- (1974), "La politica economica durante la ricostruzione", in Woolf, S. J. (a cura di), *Italia 1943-1950: la ricostruzione*, Roma-Bari, pp. 283-318.
- Einaudi, L. (1926), "Prefazione", in Segre, M., *Le banche nell'ultimo decennio, con particolare riguardo al loro sviluppo patologico nel dopoguerra*, La Stampa Commerciale, Milano.

- (1930), “Ci sono troppe banche in Italia?”, *La Riforma Sociale*, luglio-agosto, pp. 356-364.
- (1931), “Dei diversi significati del concetto di liberismo economico e dei suoi rapporti con quello di liberalismo”, *La Riforma Sociale*, marzo-aprile, pp. 186-194; ora in Marchionatti, R. (a cura di), *L. Einaudi, Scritti di economia, I.2. Metodo, economia teorica e applicata, storia del pensiero economico*, Einaudi, Torino, 2025, pp. 164-170.
- (1934), “Italian banking”, *The Economist*, vol. 118, n. 4731, Londra, pp. 928-929.
- (1935), “Di altri scatoloni pseudo-commerciali e pseudo-bancari”, *La Riforma Sociale*, gennaio-febbraio, pp. 1-22.
- (1943), “Ma non occorrono decenni...”, *Giornale d'Italia*; anche in L. Einaudi (1954), pp. 291-295.
- (1944), *Che cosa è un mercato*, Tip. F.lli Molè, Locarno.
- (1945), “Insediamento del governatore Luigi Einaudi e del direttore generale Niccolò Introna alla Banca d'Italia. Discorso di Luigi Einaudi, governatore della Banca d'Italia”, in Ricossa, S. e Tuccimei, E. (a cura di), (1992), *La Banca d'Italia e il risanamento post-bellico, 1945-1948*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 10, Laterza, Roma-Bari, pp. 118-122.
- (1946), “Intervento”, *Assemblea costituente*, 24 settembre, in Martinotti Dorigo, S. (a cura di), *Luigi Einaudi, Interventi e relazioni parlamentari, II, Dalla Consulta nazionale al Senato della Repubblica (1945-1958)*, 2 voll., Fondazione Luigi Einaudi, Torino; ora anche in Barucci, P. (a cura di), (2008), *L. Einaudi, Considerazioni finali della Banca d'Italia*, Treves Editore, Milano, pp. 393-423.
- (1947a), “Chi è che governa la Banca d'Italia”, *Corriere di informazione*, 31 marzo; ora anche in Barucci, P. (a cura di), (2008), *L. Einaudi, Considerazioni finali della Banca d'Italia*, Treves Editore, Milano, pp. 431-437.
- (1947b), “Sul nuovo corso di politica economica”, *Rinascita*, a. 4, n. 5, pp. 113-116; ora in Ciocca, P. (a cura di), *L. Einaudi, Scritti di economia, I.1. Le vicende economiche di un'epoca*, Banca d'Italia, Roma, pp. 549-554.
- (1947c), “Intervento”, *Assemblea costituente*, 18 giugno, in Martinotti Dorigo, S. (a cura di), *Luigi Einaudi, Interventi e relazioni parlamentari, II, Dalla Consulta nazionale al Senato della Repubblica (1945-1958)*, 2 voll., Fondazione Luigi Einaudi, Torino, pp. 439-493.
- (1947d), “Intervento”, *Assemblea costituente*, 4 ottobre, in Martinotti Dorigo, S. (a cura di), *Luigi Einaudi, Interventi e relazioni parlamentari, II, Dalla Consulta nazionale al Senato della Repubblica (1945-1958)*, 2 voll., Fondazione Luigi Einaudi, Torino; ora anche in Barucci, P. (a cura di), (2008), *L. Einaudi, Considerazioni finali della Banca d'Italia*, Treves Editore, Milano [fonte qui usata], pp. 507-550.
- (1949), *Lezioni di politica sociale (1943-1944)*, Edizioni Scientifiche Einaudi, Torino.
- (1954), *Il buongoverno. Saggi di economia e politica (1897-1954)*, a cura di E. Rossi, Laterza, Bari.
- (1993), *Diario, 1945-1947*, a cura di Soddu, P., Laterza, Roma-Bari.
- Einaudi L. e Rossi, E. (1988), *Carteggio, 1925-1961*, a cura di Busino, G. e Martinotti Dorigo, S., Fondazione Luigi Einaudi, Torino.

- Einaudi, M. (1986), “Suoi rapporti fra Donato Menichella e Luigi Einaudi”, in Banca d’Italia (a cura di), *Donato Menichella. Testimonianze e studi raccolti dalla Banca d’Italia*, Laterza, Roma-Bari, pp. 149-153.
- Elia, L. (1986), “Ipotesi sulla mancata costituzionalizzazione della Banca d’Italia”, in Banca d’Italia (a cura di), *Donato Menichella. Testimonianze e studi raccolti dalla Banca d’Italia*, Laterza, Roma-Bari, pp. 127-136.
- Fauci, R. (1986), *Luigi Einaudi*, Utet, Torino.
- Fauri, F. (2010), *Il Piano Marshall e l’Italia*, il Mulino, Bologna.
- Fisher, I. (1911), *The purchasing power of money*, MacMillan, New York.
- Friedman, M. (1968), “The role of monetary policy”, *American Economic Review*, vol. 58, n. 1, pp. 1-17.
- Fubini, F. (2024), *L’oro e la patria. Storia di Niccolò Introna eroe dimenticato*, Mondadori, Milano.
- Gaiotti, E. (2003), “La stabilizzazione del 1947: ‘effetti psicologici’ e domanda di moneta?”, 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, vol. 7, Laterza, Roma-Bari, pp. 441-486.
- Gelsomino, C. O. (1998), “Moneta e sviluppo nel dopoguerra. La politica monetaria italiana negli anni Cinquanta (1945-1964)”, in Cotula, F. (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. 2. Problemi strutturali e politiche economiche*, Collana storica della Banca d’Italia, serie Contributi, vol. 7, Laterza, Roma-Bari, pp. 259-395.
- Gigliobianco, A. (2006), *Via Nazionale. Banca d’Italia e classi dirigenti. Cento anni di storia*, Donzelli, Roma.
- Gigliobianco, A., Piluso, G. e Toniolo, G. (1999), “Il rapporto banca-impresa in Italia 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, vol. 7, Laterza, Roma-Bari, pp. 225-302.
- Giovagnoli, A. (1982), *Le premesse della ricostruzione: tradizione e modernità della classe dirigente cattolica del dopoguerra*, Nuovo Istituto Editoriale Italiano, Milano.
- Goodhart, C. A. E. (1994), “Central bank independence”, *Journal of International and Comparative Economics*, vol. 3, n. 1; ora in Goodhart, C. A. E. (a cura di), *The central bank and the financial system*, MacMillan, London, 1995, pp. 60-71.
- Guarino, G. e Toniolo, G. (a cura di) (1993), *La Banca d’Italia e il sistema bancario, 1919-1936*, Collana storica della Banca d’Italia, serie Documenti, vol. 7, Laterza, Roma-Bari.
- Harper, J. L. (1986), *America and the reconstruction of Italy, 1945-1948*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Hirschman, A. O. (1947a), “France and Italy. Patterns of reconstruction”, *Federal Reserve Bulletin*, vol. 33, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, pp. 353-366; ora in Hirschman, A. O. (2022), *The postwar economic order: National reconstruction and international cooperation*, a cura di Alacevich, M. e Asso, P. F., Columbia University Press, New York, pp. 71-98.

- (1947b), “Public finance, money markets, and inflation in France”, *Review of Foreign Developments*, United States Federal Reserve Board, Washington; ora in Hirschman, A. O. (2022), *The postwar economic order: National reconstruction and international cooperation*, a cura di Alacevich, M. e Asso, P. F., Columbia University Press, New York, pp. 99-111.
- (1948), “Credit restrictions and deflation in Italy”, *Review of Foreign Developments*, United States Federal Reserve Board, Washington; ora in Hirschman, A. O. (2022), *The postwar economic order: National reconstruction and international cooperation*, a cura di Alacevich, M. e Asso, P. F., Columbia University Press, New York, pp. 112-119.
- Introna, N. (1945), “Insediamento del governatore Luigi Einaudi e del direttore generale Niccolò Introna alla Banca d’Italia. Discorso di Niccolò Introna, Direttore generale della Banca d’Italia”, in Ricossa, S. e Tuccimei, E. (a cura di), (1992), *La Banca d’Italia e il risanamento post-bellico, 1945-1948*, Collana storica della Banca d’Italia, serie Documenti, vol. 10, Laterza, Roma-Bari, pp. 122-125.
- La Malfa, G. (2025), *Cuccia e il segreto di Mediobanca*, Feltrinelli, Milano, 2ª edizione.
- Leonardi, A. (2008), “Il sistema bancario nella ricostruzione del paese: fra vecchi e nuovi equilibri”, in Cova, A., La Francesca, S., Moiola, A. e Bermond, C. (a cura di), *Storia d’Italia. Annali 23. La banca*, Einaudi, Torino, pp. 605-660.
- Lombardo, G. (1998), *L’Istituto Mobiliare Italiano. I. Modello istituzionale e indirizzi operativi: 1931-1936*, il Mulino, Bologna.
- Lutz, F. e Lutz, V. (1950), *Monetary and foreign exchange policy in Italy*, Princeton University Press, Princeton.
- Mancini, M. (1948a), “Il mercato monetario, il finanziamento del Tesoro e gli impieghi bancari per rami di attività economica”, *Moneta e Credito*, vol. 1, n. 1, pp. 13-33.
- (1948b), “L’anno bancario 1947 in Italia”, *Moneta e Credito*, vol. 1, n. 2, pp. 155-167.
- Manfredi, S. (2008), *Debito pubblico in Italia fra ricostruzione e sviluppo. Analisi della ripartizione regionale dei buoni del Tesoro poliennali (1943-1963)*, F. Angeli, Milano.
- Martinez Oliva, J. C. (2000), “L’adesione dell’Italia agli accordi di Bretton Woods”, in Cotula, F. (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. I. L’Italia nel contesto internazionale*, Collana storica della Banca d’Italia, serie Contributi, vol. 7, Laterza, Roma-Bari, pp. 75-109.
- Masera, R. (1984), “Inflazione, stabilizzazione e ripresa economica in Italia dopo la guerra”, in Ente Einaudi (a cura di), *Moneta, dualismo e pianificazione nel pensiero di Vera C. Lutz*, il Mulino, Bologna, pp. 157-183.
- Mazzantini, M. (1949), “I costi di gestione delle banche italiane”, *Moneta e credito*, vol. 2, n. 7, pp. 265-297.
- Menichella, D. (1946a), “Intervento” a una riunione della Commissione Economica presso il Centro economico per la Ricostruzione, 26 luglio; ora in Cotula, F., Gelsomino, C. O. e Gigliobianco, A. (a cura di), (1997), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell’economia italiana, 1946-1960*, Collana storica della Banca d’Italia, serie Documenti, vol. 13, Laterza, Roma-Bari, pp. 191-196.
- (1946b), “Appunto preparatorio”, 1° agosto; ora in Cotula, F., Gelsomino, C. O. e Gigliobianco, A. (a cura di), (1997), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell’economia*

- italiana, 1946-1960*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 13, Laterza, Roma-Bari, pp. 199-202.
- (1947a), “Discorso all’assemblea dell’Associazione Bancaria Italiana”, 18 gennaio; ora in Cotula, F., Gelsomino, C. O. e Gigliobianco, A. (a cura di), (1997), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell’economia italiana, 1946-1960*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 13, Laterza, Roma-Bari, pp. 201-221.
- (1947b), “Lettera” al rappresentante dell’Ufficio Italiano dei Cambi a New York Giorgio Cigliana, 14 luglio; ora in Cotula, F., Gelsomino, C. O. e Gigliobianco, A. (a cura di), (1997), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell’economia italiana, 1946-1960*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 13, Laterza, Roma-Bari, pp. 236-242.
- (1947c), “Lettera a Giorgio Cigliana”, 14 luglio; ora in Cotula, F., Gelsomino, C. O. e Gigliobianco, A. (a cura di), (1997), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell’economia italiana, 1946-1960*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 13, Laterza, Roma-Bari, pp. 243-245.
- (1947d), “Verbale del Comitato interministeriale per la difesa del risparmio e per la disciplina della funzione creditizia”, 2 agosto, in Consulenza legale della Banca d'Italia (1992), *La normativa sulla Banca d'Italia dalle origini a oggi*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 12, Laterza, Roma-Bari; ora anche in Cotula, F., Gelsomino, C. O. e Gigliobianco, A. (a cura di), (1997), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell’economia italiana, 1946-1960*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 13, Laterza, Roma-Bari, [Fonte qui usata], pp. 246-255.
- (1956), “Le esperienze italiane circa il concorso delle banche nella realizzazione dell’equilibrio monetario e della stabilità economica”, *Bancaria*, a. 36, n. 1, pp. 7-19; ora in Cotula, F., Gelsomino, C. O. e Gigliobianco, A. (a cura di), (1997), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell’economia italiana, 1946-1960*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 13, Laterza, Roma-Bari, pp. 645-673.
- (1962), “Discorso all’Assemblea annuale della Banca d'Italia”, in Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti (anno 1961)*; ora in Cotula, F., Gelsomino, C. O. e Gigliobianco, A. (1997), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell’economia italiana, 1946-1960*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 13, Laterza, Roma-Bari, pp. 801-808.
- (1966), “Per Jacobsson e le vicende monetarie italiane del 1946-1947”, *Bancaria*, n. 11, pp. 1283-1288; ora in Cotula, F., Gelsomino, C. O. e Gigliobianco, A. (a cura di), (1997), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell’economia italiana, 1946-1960*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 13, Laterza, Roma-Bari, pp. 832-843.
- Minsky, H. P. (1982), “The financial instability hypothesis: Capitalist processes and the behaviour of the economy”, in Kindleberger, C. P. e Laffargue, J. P. (a cura di), *Financial crises: Theory, history, and policy*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 13-39.
- Mori, R. (1987), *Il cambio della moneta: i progetti in Italia nel secondo dopoguerra*, Banca d'Italia, Roma.
- Nerozzi, S. (2021), *Luigi Einaudi scrittore di banca e borsa*, Bancaria Editrice, Roma.

- Omiccioli, M. (2000), "Einaudi e l'inflazione del 1946-1947: un riesame", *Rivista di Storia Economica*, fasc. 1, pp. 37-64.
- Osio, B. (2022), "Il processo a Vincenzo Azzolini. 9 ottobre 1944", *Libro Aperto*, n. 111, pp. 185-186.
- Panetta, F. (2024), "L'attualità dell'insegnamento di Luigi Einaudi", Convegno su *L'insegnamento di Luigi Einaudi a 150 anni dalla nascita*, Roma.
- (2025), "Politica monetaria e previsioni macroeconomiche: gli ultimi cinquant'anni", *Conferenza Prometeia 50*, Milano.
- Pellegrini, I. (1964), "Valicammo le Alpi su un mulo", *Rivista del personale della Banca d'Italia*, a. IV, Banca d'Italia, Roma.
- Piccone, B. A. (2017), "Paolo Baffi protagonista del dopoguerra italiano", in Piccone, B. A. (a cura di), *Via Nazionale e gli economisti stranieri 1944-1953*, Aragno Editore, Torino, pp. VII-XLV.
- Polsi, A. (2002), "La vigilanza bancaria dai decreti del 1926 al piano sportelli del 1938", in Conti, G. e Fanfani, T. (a cura di), *Regole e mercati: fiducia, concorrenza e innovazioni finanziarie nella storia creditizia italiana*, Editore Plus, Pisa.
- Puccini, G. (1978), *L'autonomia della Banca d'Italia. Profili costituzionali*, Giuffrè, Milano.
- Ricci, A. G. (a cura di) (1996), *Verballi del Consiglio dei Ministri*, vol. VI, parte 2, Presidenza del Consiglio dei Ministri, Roma.
- Ricossa, S. (1992), "Introduzione", in Ricossa, S. e Tuccimei, E. (a cura di), (1992), *La Banca d'Italia e il risanamento post-bellico, 1945-1948*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 10, Laterza, Roma-Bari, pp. 1-104.
- (2003), "La Banca d'Italia e il risanamento postbellico, 1945-1948", 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, vol. 4, Laterza, Roma-Bari, pp. 393-414.
- Ricossa, S. e Tuccimei, E. (a cura di) (1992), *La Banca d'Italia e il risanamento postbellico, 1945-1948*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Documenti, vol. 10, Laterza, Roma-Bari.
- Roselli, A. (2000), *Il governatore Vincenzo Azzolini, 1931-1944*, Collana storica della Banca d'Italia, serie Saggi e Ricerche, vol. 2, Laterza, Roma-Bari.
- Saraceno, P. (1947), "La réconstruction industrielle en Italie", *Critica economica*, vol.1, n. 6, pp. 3-28; trad. it. ridotta in Saraceno, P. (1969), *Ricostruzione e pianificazione (1943-1948)*, a cura di Barucci, P., Laterza, Bari, pp. 253-269.
- Sargent, T. J. (1987), *Dynamic macroeconomic theory*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Sargent, T. J. and Wallace, N. (1981), "Some unpleasant monetarist arithmetic", *Federal Reserve of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 5, n.1, pp. 1-17.
- Schumpeter, J. A. (1917-'18), "Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige: Glossen und Beiträge zur Geldtheorie von heute", *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik*, vol. 44, pp. 627-715; trad. ingl. in *International Economic Papers*, 1956, Macmillan, London, pp. 148-211.
- Scoccimarro, M. (1956), *Il secondo dopoguerra*, Editori Riuniti, Roma.

- Siciliano, G. (2011), “150 anni di borsa in Italia: uno sguardo d’insieme”, in *Dall’Unità ai nostri giorni: 150 anni di borsa in Italia*, Consob, Roma, pp. 12-39.
- Soddu, P. (1993), “Introduzione”, in Soddu, P. (a cura di), *Luigi Einaudi, Diario. 1945-1947*, Laterza, Roma-Bari, pp. 5-48.
- Spinelli, F. e Fratianni, M. (1991), *Storia monetaria d’Italia. L’evoluzione del sistema monetario e bancario*, Mondadori, Milano.
- (2001), *Storia monetaria d’Italia. Lira e politica monetaria dall’Unità all’Unione Europea*, Etas Libri, Milano.
- Steve, S. (1947), “L’imposta straordinaria sul patrimonio”, *Critica Economica*, vol. 1, pp. 33-41.
- Toniolo, G. (a cura di) (1988), *Central banks’ independence in historical perspective*, De Gruyter, Berlino.
- (2005), *Central bank cooperation at the Bank for International Settlements, 1930-1973*, Cambridge University Press, Cambridge.
- (2022), *Storia della Banca d’Italia. Formazione ed evoluzione di una banca centrale, 1893-1943*, Tomo 1, Collana storica della Banca d’Italia, serie Saggi e Contributi, vol. 14, Il Mulino, Bologna.
- Tremolada, I. (2015), “‘The mission’: Quintieri e Mattioli negli Stati Uniti per l’Italia (1944-1945)”, *Eunomia*, n. 1, pp. 117-144.
- Tuccimei, E. (1993), “La Banca d’Italia durante il regime commissariale, 1943-1945”, in Contessa, A. M., De Mattia, A., Ferro, P., Mulone, G. e Tuccimei, E., *Ricerche per la storia della Banca d’Italia*, vol. 4, Collana storica della Banca d’Italia, serie Contributi, Laterza, Roma-Bari, pp. 229-280.
- Ufficio Italiano dei Cambi (1995), *Cinquant’anni di storia*, Laterza, Roma-Bari.
- Visco, I. (2010), “Conoscere per deliberare, conoscenza come guida dell’azione”, in Acocella, N. (a cura di), *Luigi Einaudi: studioso, statista, governatore*, Carocci, Roma, pp. 65-70.
- (2025), “Reflections on Luigi Einaudi economist and politician in the margins of the national edition of his writings”, in *Annals of the Fondazione Luigi Einaudi*, vol. LIX 1, pp. 5-18.
- Woodford, M. (1990), *Self-fulfilling expectations and fluctuations in aggregate demand*, National Bureau of Economic Research Working Paper, n. 3361, Cambridge, Massachusetts.
- Zamagni, V. (1998). “Italy: how to lose the war and win the peace”, in Harrison, M. (a cura di), *The Economics of World War II Six Great Powers in International Comparison*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 177-223.
- (2003), *Dalla periferia al centro. La seconda rinascita economica dell’Italia (1861-1990)*, il Mulino, Bologna.

“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 Growth 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 Chilosì 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).
- N. 55 – *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).
- N. 56 – *The Cambridge School of Monetary Theory: an Empirical Analysis for Italy*, di Francesco Montaruli e Roberto Rinaldi (Ottobre 2025).
- N. 57 – *Il protezionismo negli anni '30 del Novecento: breve storia di un "Trade Policy Disaster"*, di Dario Pellegrino (Gennaio 2026).

(*) I Quaderni sono disponibili su internet all'indirizzo:
www.bancaditalia.it