

Stefania Manfrellotti

**DEBITO PUBBLICO
IN ITALIA
FRA RICOSTRUZIONE
E SVILUPPO**

**Analisi della
ripartizione regionale
dei buoni del Tesoro
poliennali (1945-1963)**

FrancoAngeli

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità.

Copyright © 2008 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

“When post-war fiscal policy is discussed, the public debt and its burden loom in the eyes of many economists and laymen as the greatest obstacle to all good things on earth. The remedy suggested is always the reduction of the absolute size of the debt or at least the prevention of its further growth. If all the people and the organizations who work and study, write articles and make speeches, worry and spend sleepless night – all because of fear of the debt – could forget about it for a while and spend even half their efforts trying to find ways of achieving a growing national income, their contribution to the benefit and welfare of humanity – and to the solution of the debt problem – would be immeasurable”.

(E. D. Domar, *The “Burden of the debt” and the national income*, in “The American economic review”, vol. 34, no. 4., Dec. 1944, p. 823).

Indice

Introduzione	pag.	9
	»	
Parte I		
Basi e strumenti di rilancio dell'Italia nel secondo dopoguerra		
1. Dinamiche economico-finanziarie e politiche del debito pubblico nel secondo dopoguerra (1945-1950)		
1. La fine dell'emergenza	»	15
2. Aiuti internazionali, politica di bilancio e ripresa finanziaria	»	21
3. La politica del debito pubblico	»	23
4. Struttura, collocamento e rendimenti dei titoli del debito pubblico	»	27
2. Le coordinate geografiche del collocamento dei titoli pubblici a lungo termine nel periodo della Ricostruzione		
1. Una ricostruzione della distribuzione regionale dei flussi di debito pubblico a lungo termine nell'immediato dopoguerra	»	39
1.1. Il Prestito della Liberazione	»	39
1.2. Il Prestito della Ricostruzione	»	45
2. Emissione e collocamento territoriale dei buoni del Tesoro poliennali alle soglie degli anni '50	»	50
Parte II		
Politiche di sviluppo e politiche del debito pubblico tra il 1950 e il 1963		
3. Gli anni dello sviluppo e della sostenibilità del debito		
1. Verso il "miracolo" dell'economia italiana	»	61

2. L'obiettivo del bilancio "neutrale"	»	71
3. Fabbisogno dello Stato e debito pubblico	»	75
4. Struttura e politica del debito pubblico	»	77
5. Le scelte d'investimento in titoli pubblici per settori istituzionali	»	90
4. Misurazione dei flussi dei buoni del Tesoro poliennali per regioni negli anni dello sviluppo economico		
1. Le emissioni di BTP tra il 1951 e il 1963	»	99
2. Il collocamento regionale dei buoni del Tesoro poliennali emessi nei primi anni Cinquanta	»	100
3. La "rimonta" della Lombardia sul Lazio: le emissioni di buoni del Tesoro poliennali degli ultimi anni Cinquanta	»	117
4. I primi anni Sessanta e le emissioni per "conversione" di buoni del Tesoro poliennali	»	127
Parte III		
Ricostruzione e stima della propensione all'investimento in buoni del Tesoro poliennali per regioni		
5. Evoluzione delle consistenze dei buoni del Tesoro poliennali per regioni e valutazioni di confronto	»	
1. Nota metodologica	»	139
2. Dinamiche della distribuzione regionale delle consistenze di buoni del Tesoro poliennali dal 1945 al 1963	»	140
3. Crescita reale e andamento delle consistenze di BTP per regioni: un'analisi comparativa	»	150
4. Una stima della ricchezza finanziaria nelle regioni italiane: buoni del Tesoro poliennali, depositi bancari e risparmio postale a confronto	»	159
Conclusioni	»	177
Appendice	»	181
Bibliografia	»	185
Indice delle tabelle e dei grafici	»	195

Introduzione

Dal secondo dopoguerra e soprattutto a partire dagli anni Cinquanta e fino ai primi anni Sessanta, in Italia si registrò un'elevata crescita della ricchezza pro-capite, collegata al poderoso processo di sviluppo economico e testimoniata anche dalla crescita dei tassi di risparmio e da un conseguente incremento degli investimenti in attività finanziarie. In riferimento a queste ultime, quelle che conobbero un maggiore progresso furono, oltre al risparmio postale e soprattutto ai depositi bancari, quelle pubbliche, in particolar modo i buoni del Tesoro poliennali (BTP), i buoni del Tesoro ordinari (BOT) e le obbligazioni. Gli investimenti in titoli azionari risentirono invece negativamente, oltre che dell'intrinseco maggior grado di rischiosità (assente nei titoli pubblici), di molti fattori che scoraggiarono le scelte dei risparmiatori: la nominatività, i saggi di rendimento inferiori rispetto ai titoli pubblici, i numerosi oneri fiscali, etc. Una forte azione di orientamento è poi certamente riconducibile alla politica delle autorità governative e monetarie del paese che mirarono ad incentivare gli acquisti in titoli pubblici, specialmente, in buoni del Tesoro poliennali.

Il presente lavoro si pone l'obiettivo, per il periodo 1945-1963, di approfondire le dinamiche degli investimenti degli italiani in titoli pubblici a lungo termine dalla speciale prospettiva della base regionale. Più in particolare, l'obiettivo è quello di analizzare il collocamento dei buoni del Tesoro poliennali per regioni, dando evidenza alle preferenze dei risparmiatori in relazione a fattori motivazionali, correlati principalmente a variabili dei sistemi economico (produzione di ricchezza regionale, gradi di sviluppo industriale) e finanziario (depositi bancari, risparmio postale e diffusione territoriale delle istituzioni creditizie) locali.

Un'analisi di carattere regionale sulle attività finanziarie degli italiani sembra fondamentale per comprendere al meglio la struttura del mercato finanziario nazionale, per studiarne più in dettaglio gli orientamenti ed i gradi di sviluppo attraverso la ricerca di conferme e/o divergenze rispetto ai risultati finora desunti dai dati aggregati a livello nazionale.

Ad oggi le informazioni su base territoriale relative alla composizione del portafoglio finanziario degli italiani e alle tendenze del mercato mobi-

liare risultano ancora insufficienti, soprattutto fino agli anni Settanta. Infatti, i più importanti studi volti a ricostruire le attività finanziarie delle famiglie italiane, per grandi ripartizioni territoriali (Nord, Centro, Sud) coprono l'arco temporale più recente dell'ultimo trentennio (1970-2004). Per tutti si ricordano gli studi di Magnani, relativi al periodo 1970-1992, e quelli effettuati nell'ambito della Banca d'Italia, come le analisi di Berrettoni ed altri, per gli anni dal 1970 al 1995¹. Gli studi più recenti di Cannari e D'Alessio, attuando una più ampia disaggregazione territoriale, hanno ricostruito un quadro più approfondito della distribuzione del reddito e della ricchezza nelle regioni italiane nel periodo 1995-2000, e per il 2004 hanno ricostruito la ricchezza degli italiani, mettendo in evidenza la composizione delle attività reali e finanziarie delle famiglie su scala regionale, dimostrando la palese persistenza del dualismo nord-sud che ancora caratterizza la società italiana anche nelle scelte d'investimento². Tenendo come punto di riferimento la metodologia utilizzata da Cannari e D'Alessio e Paiella³ nella ricostruzione dei dati relativi alla ricchezza reale e finanziaria degli italiani su scala regionale, alcuni studiosi hanno proposto una nuova stima di tale ricchezza (comprensiva di più elementi di valutazione) per il periodo 1998-2005⁴. Un lavoro più specifico sulla ripartizione territoriale del debito pubblico in Italia, è stato compiuto da De Iaco e Fausto, al fine di stabilire, in un'ottica di tipo federalista, quali dovrebbero essere le regioni più indicate a sostenere parte del maggiore peso dell'attuale debito pubblico. Si tratta, comunque, di un lavoro riguardante gli anni tra il 1999 ed il 2004⁵. Vanno, infine, ricordate, anche le indagini campionarie sui bilanci delle famiglie effettuate dalla Banca d'Italia e dalla Banca Nazionale del Lavoro.

¹ M. Magnani, *La ricchezza finanziaria delle famiglie e la bilancia dei pagamenti di parte corrente Nord-Sud (1970-1992)*, in "Rivista economica del Mezzogiorno", vol. 11, n. 1, 1997, pp. 29-68; P. Berrettoni, R. Delogu, C. Pappalardo e P. Piselli, *Una ricostruzione omogenea di dati regionali: conti economici e reddito disponibile delle famiglie 1970-1995*, in "Temi di discussione della Banca d'Italia", n. 346, 1999.

² L. Cannari e G. D'Alessio, *La distribuzione del reddito e della ricchezza nelle regioni italiane*, in "Temi di discussione della Banca d'Italia", n. 482, 2003; Id., *La ricchezza degli italiani*, Bologna, 2006.

³ L. Cannari e G. D'Alessio e M. Paiella, *La ricchezza delle famiglie italiane: un'analisi territoriale*, in a cura di L. Cannari e F. Panetta, *Il sistema finanziario e il Mezzogiorno. Squilibri strutturali e divari finanziari*, Bari, 2006, pp. 267-296.

⁴ G. Albareto, R. Bronzini, D. Caparra, A. Carmignani e A. Venturini, *The real and financial wealth of italian households by region*, in "Temi di discussione della Banca d'Italia", n. A3, 2008. Tale lavoro è stato precedentemente presentato al convegno, Household wealth in Italy, Banca d'Italia, Perugia, ottobre 2007.

⁵ L. De Iaco e D. Fausto, *Debito pubblico e riforma federalista*, in *Riforme e mutamento strutturale in Italia: mercato, imprese ed istituzioni in un sistema dualistico*, a cura di A. Giannola, Roma, 2006, pp. 91-132.

Avendo come cornice di riferimento i risultati della letteratura, il presente lavoro si propone di offrire un contributo originale al processo di ricostruzione di alcune attività finanziarie degli italiani su scala regionale, negli anni dal 1945 al 1963, colmando in parte una lacuna cronologica nella ricostruzione delle statistiche di base.

La scelta specifica dell'analisi del comparto dei BTP è essenzialmente motivata dall'importanza che lo Stato italiano attribuì a tale strumento sia in termini di copertura del deficit di bilancio, che di finanziamento di spese particolari o straordinarie (la bonifica agraria, la ricostruzione delle ferrovie, la marina mercantile, le spese per l'alluvione del Polesine nel 1951) nonché per effettuare operazioni di rinegoziazione del debito (alcune emissioni di BTP diedero la possibilità ai detentori di buoni in scadenza di rinnovarli invece che riceverne il rimborso, oppure servirono a consolidare parte dei BOT in circolazione, al fine di ridurre il debito fluttuante, soprattutto nell'immediato dopoguerra).

Nella ricostruzione del database, la principale difficoltà incontrata è stata quella del reperimento delle fonti documentarie e della omogeneizzazione dei dati. I documenti ufficiali utilizzati sono infatti di carattere eterogeneo sia per ente di compilazione che per partizioni territoriali prescelte per le rilevazioni. Si tratta delle relazioni del Ministero del Tesoro – Direzione Generale del Debito Pubblico (Relazione del Direttore Generale alla Commissione di vigilanza, Relazione generale sulla situazione economica del paese); delle pubblicazioni della Banca d'Italia (Bollettino, Relazione annuale), dell'Istat (Annuario statistico italiano). In particolare, dalle Relazioni del Direttore Generale alla Commissione di vigilanza sono stati rilevati i dati relativi alle emissioni dei BTP, del "Prestito della Ricostruzione" e del "Prestito Trieste", in quanto unica fonte disponibile per l'analisi di questi titoli su base regionale. L'analisi territoriale è stata articolata sulla base di circoscrizioni geografiche: area nord-occidentale (Piemonte, Valle d'Aosta, Liguria, Lombardia); area nord-orientale (Trentino-Alto Adige, Friuli-Venezia Giulia, Veneto, Emilia-Romagna); area centrale (Toscana, Umbria, Marche, Lazio); area meridionale (Abruzzo, Molise, Campania, Puglia, Basilicata, Calabria) ed area insulare (Sicilia, Sardegna). Non è stato possibile, però, effettuare l'analisi della ripartizione territoriale dei BTP fra i vari settori istituzionali (Banca d'Italia, aziende di credito ed istituti di categoria, Cassa Depositi e Prestiti, privati, istituti speciali di credito, istituti di previdenza e di assicurazioni), a causa della mancanza dei relativi dati. Le stesse Relazioni del Ministero del Direttore Generale alla Commissione di vigilanza non contengono specificazioni in tal senso. Dunque, l'analisi dei BTP e di altri titoli del debito pubblico fra i diversi settori istituzionali è stata effettuata solo a

livello nazionale, sulla base dei dati raccolti dalle Relazioni annuali della Banca d'Italia.

La prima e la seconda parte del presente lavoro sono strutturate su base cronologica, con una ripartizione tra gli anni della Ricostruzione (1945-1950) e gli anni dello Sviluppo economico (1951-1963), e sono organizzate secondo uno schema di analisi generale di contesto economico e finanziario e di politica del debito pubblico attuata dal governo (capp. 1 e 3), cui seguono le specifiche osservazioni su base territoriale in linea con le finalità del lavoro (capp. 2 e 4). Infine, nella terza parte, viene analizzata l'evoluzione delle consistenze dei buoni del Tesoro poliennali detenuti a livello regionale in comparazione all'andamento del reddito netto regionale e di altre variabili finanziarie, come il risparmio postale ed i depositi bancari (cap. 5).

Nel dare alle stampe il presente volume, sento di dover esprimere la più profonda gratitudine nei confronti del prof. Francesco Balletta oltre che per avermi avvicinato, attraverso i suoi studi, al complesso ambito della storia della finanza pubblica e dei mercati finanziari, per i preziosi spunti di riflessione che hanno costantemente favorito la crescita e l'organizzazione di questo lavoro e per averne consentito la pubblicazione. Ai proff. Giuseppe Conti, Giuseppe Della Torre e Domenicantonio Fausto devo la sempre cortese disponibilità all'ascolto e ai consigli. Resto grata, inoltre, al dott. Riccardo Bonci, del Servizio Studi della Banca d'Italia, per il suo esperto parere in merito alla rielaborazione dei dati. La mia gratitudine va anche al personale del Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro Direzione II – Ufficio X, per l'ausilio ricevuto nella raccolta dei dati. Ringrazio, inoltre, la dott.ssa Linda Fasti, della FrancoAngeli, per il paziente supporto nelle fasi di redazione. Un grazie particolare va alla prof.ssa Maria Carmela Schisani per la sua costante presenza nello svolgimento di questo lavoro e per l'amichevole attenzione dedicatami. Grazie, infine, a Massimo per l'instancabile sostegno morale e affettivo.

Resto ovviamente la sola responsabile di quanto prodotto e affermato in questo volume e particolarmente degli eventuali errori o inesattezze.

Dedico questo libro a mio padre, mia madre e mia sorella.

Parte I

*Basi e strumenti di rilancio dell'Italia
nel secondo dopoguerra*

1. Dinamiche economico-finanziarie e politiche del debito pubblico nel secondo dopoguerra (1945-1950)

1. La fine dell'emergenza

Durante gli anni della Ricostruzione, furono attuate, in Italia, una serie di scelte di governo che influirono positivamente sul processo di crescita economica che connotò l'Italia degli anni Cinquanta. La gestione delle linee fondamentali della politica economica fu affidata a personaggi chiave dell'area conservatore-liberista, come Soleri, Ricci, Einaudi, Merzagora ed altri¹, che diedero vita ad una politica di stampo liberale in controtendenza rispetto a quelle di carattere keynesiano e interventistiche in senso lato, prevalenti in altri stati dell'Europa occidentale, come la Francia e la Gran Bretagna².

All'indomani della fine del secondo conflitto mondiale, lo Stato italiano si trovava ad affrontare problemi di ricostruzione in ambito politico, sociale ed economico-finanziario, in seguito ai danni provocati dalla guerra³. “La ricostruzione economica era un processo che quasi tutti i paesi europei dovevano necessariamente intraprendere se volevano garantire alle proprie popolazioni una disponibilità di beni di prima necessità almeno migliore di quella degli anni bellici”⁴. Molte erano le questioni che non consentivano una ripresa dell'economia: le attrezzature produttive distrutte dai bombar-

¹ R. Balducci, *Capitale finanziario e struttura industriale*, in *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, a cura di F. Vicarelli, Bologna, 1979, p. 361; F. Balletta, *La politica finanziaria in Italia nel primo e nel secondo dopoguerra. L'opera di Marcello Soleri*, Napoli, 1993, p. 7-8; Id., *Mercato finanziario e Corriere della Sera (1944-1947). La pubblicistica Rolandi-Ricci*, Fabrizi, Einaudi, Bresciani-Turroni e Lenti, Napoli, 2003, pp. 5-10.

² G. Balcet, *L'economia italiana: evoluzione, problemi e paradossi*, Milano, 1997, p. 48.

³ Per un approfondimento sui danni provocati dalla guerra si veda: V. Zamagni, *Un'analisi macroeconomica degli effetti sulla guerra*, in *Come perdere la guerra e vincere la pace*, a cura di V. Zamagni, Bologna, 1997, pp. 35-40.

⁴ P. Barucci, *Ricostruzione, pianificazione, Mezzogiorno: la politica economica in Italia dal 1943 al 1955*, Bologna, 1978, p. 31.

damenti, l'arretratezza economica, il dualismo territoriale, l'alto tasso di disoccupazione⁵, il disavanzo della bilancia dei pagamenti, ma, quella più grave era legata alla pressione inflazionistica, tenuta sotto controllo durante la guerra⁶ e trasformatasi in iperinflazione nell'ultimo biennio⁷. Come si può dedurre dalla tabella 1, i prezzi, nonostante fossero sotto il controllo amministrato delle autorità centrali e periferiche, avevano cominciato a crescere tra il 1942 ed il 1943. Nei mesi successivi, conobbero aumenti esponenziali tra la fine della guerra ed i primi mesi dopo l'armistizio. I prezzi all'ingrosso registrarono un'impennata passando dalla contenuta crescita del 7,5 per cento, del 1938, al 274 per cento nel 1944, scendendo l'anno seguente al 140,1 per cento. Malgrado la fine della guerra il processo inflazionistico non si arrestò anche se la crescita procedette meno rapidamente. Un aspetto importante da sottolineare riguarda la nuova accelerazione, avvenuta tra il 1946 e il 1947 (Tab. 1), con i prezzi all'ingrosso che passarono dal 40 al 78,9 per cento. Si evince, in questo periodo, una differenza rispetto all'andamento dei prezzi all'ingrosso degli altri paesi; ad esempio, in Francia, i prezzi non ebbero un'accelerazione così intensa come accadde in Italia, al contrario i prezzi all'ingrosso scesero dal 72,3 per cento del 1946 al 52,2 per cento del 1947⁸.

⁵ La maggior parte di questi problemi – l'arretratezza economica, la disoccupazione e il dualismo territoriale – erano di natura strutturale e non congiunturale e, come sottolineò lo stesso Donato Menichella, furono esasperati dalla politica protezionistica portata avanti dal regime fascista (A. Fazio, *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell'economia italiana (1946-1960)*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. 2. Problemi strutturali e politiche economiche*, a cura di F. Cotula, Roma-Bari, 1998, p. 5).

⁶ Il governo fascista se da un lato fu costretto ad emettere nuova cartamoneta per far fronte alle ingenti spese militari, alimentando l'inflazione, dall'altro per contenere tale fenomeno emise numerosi titoli di stato collocati, in maniera piuttosto forzata, tra banche e privati. L'inflazione fu tenuta sotto controllo mediante il cosiddetto "circuito dei capitali" o "circuito monetario" (A. Graziani, *Lo sviluppo dell'economia italiana*, Torino, 1998, p. 19; F. A. Repaci, *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, Bologna, 1962, p. 475; G. Della Torre, *Il "circuito del Tesoro" e la Cassa Depositi e Prestiti 1863-1943*, in Quaderni monografici della Cassa Depositi e Prestiti, n. 12, Roma, 2002; Id., "La finanza di guerra e il "circuito dei capitali" in Italia, 1935-1943: una valutazione quantitativa", in "Rivista di storia economica", XVII, n. 2, 2001, pp. 173-200).

⁷ A. Graziani, *Lo sviluppo dell'economia*, cit., p. 19; A. Fazio, *Donato Menichella*, cit., p. 5. Si veda anche: A. Casella e B. Eichengreen, "Halting Inflation in Italy and France after the Second World War", in M. Bordo e F. Capie (Eds.), *Monetary Regimes in Transition*, Cambridge, 1992, pp. 312-45.

⁸ P. Garofano e D. Colonna, *Gli anni Cinquanta. Statistiche reali, monetarie e creditizie*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. 2. Problemi strutturali*, cit., p. 669. Si tratta di elaborazioni su dati tratti da B.R. Mitchell, *European Historical Statistics 1750-1975*, London e Basingstoke 1981; Id., *International Historical Statistics. The Americas 1750-1988*, New York, 1993.

Le cause dell'inflazione, in Italia, furono molteplici. Il rilancio della domanda a livello internazionale e nazionale, sostenuta quest'ultima da politiche fiscali e monetarie di carattere espansivo, si riversavano su una struttura produttiva interna ancora incapace di soddisfare a pieno l'accresciuta domanda, ciò inevitabilmente comportava un aumento dei prezzi. La svalutazione del cambio, la crescita di diversi prezzi, come conseguenza dell'abolizione dei controlli ed i cambiamenti riguardanti i mercati finanziario e del credito erano altri fattori di aumento dell'inflazione. Inoltre, l'attesa di un'ulteriore crescita dei prezzi portò all'accumulazione di scorte, alla corsa ai beni rifugio e quindi ad attività speculative che ebbero per riflesso l'effetto di accelerare il processo inflazionistico⁹.

Tab. 1 - Tassi d'inflazione nei principali paesi (valori percentuali)

Anni	Italia		Germania*		Francia		Regno Unito		Usa	
	Prezzi all'in-grosso	Costo della vita	Prezzi all'in-grosso	Costo della vita	Prezzi all'in-grosso	Costo della vita	Prezzi all'in-grosso	Costo della vita	Prezzi all'in-grosso	Costo della vita
1938	7,5	7,7	0,0	1,2	14,4	13,9	-7,3	1,1	-8,7	-2,1
1939	4,0	2,0	1,3	0,0	4,9	6,1	1,1	1,1	-2,0	-1,0
1940	17,3	19,0	2,6	3,7	31,5	18,9	33,3	16,7	2,0	1,0
1941	11,5	16,0	2,5	2,4	22,5	17,2	11,7	8,0	11,0	5,0
1942	11,8	15,2	1,2	2,3	16,7	20,6	4,5	0,8	13,5	10,5
1943	50,7	67,9	2,4	1,1	16,3	23,9	2,1	-0,8	4,8	6,0
1944	274,2	344,6	0,0	2,2	12,7	22,4	2,1	1,7	0,0	1,6
1945	140,1	97,0	-	-	41,4	48,2	2,1	0,8	2,3	2,4
1946	40,0	18,0	-	10,3	72,3	52,5	3,4	0,0	14,1	8,6
1947	78,9	62,1	-	6,7	52,2	49,2	9,7	0,0	22,7	14,4
1948	5,5	5,9	-	15,0	72,3	58,6	14,2	8,1	7,9	7,5
1949	-5,8	1,2	-2,2	7,6	10,8	12,7	4,5	2,6	-4,9	-1,2
1950	-5,1	-1,1	-3,4	-7,1	8,3	9,9	14,3	2,5	4,1	1,2

Fonte: P. Garofalo e D. Colonna, *Gli anni Cinquanta. Statistiche reali*, cit., p. 669. Si tratta di elaborazioni su dati tratti da B.R. Mitchell, *European Historical Statistics 1750-1975*, cit.; B.R. Mitchell, *International Historical Statistics. The Americas 1750-1988*, cit..

*Dal 1946 Germania occidentale.

Le attività speculative sui mercati furono determinate dall'introduzione di misure fiscali e di incentivazione alle attività finanziarie, sostenute, a loro volta, da un eccesso di liquidità presente nell'economia, e soprattutto nelle banche che non possedevano freni istituzionali nell'espansione del credito, come ad esempio, la riserva obbligatoria. Infatti, se, all'inizio del

⁹ Sugli effetti dell'inflazione in Italia si veda: A. O. Hirschman, *Inflation and deflation in Italy*, in "The American Economic Review", vol. 38, n. 4, 1948, pp. 598-606.

1947, l'inflazione fu accresciuta dal disavanzo del Tesoro, finanziato principalmente con l'emissione di moneta, in seguito fu alimentata soprattutto dall'espansione del credito bancario¹⁰. Il sistema bancario finanziava principalmente l'aumento della produzione, ma la facilità con cui i crediti venivano concessi alla clientela privata spingeva quest'ultima anche verso un'accumulazione speculativa di scorte.

Vari furono i tentativi portati avanti per combattere il fenomeno inflazionistico in tutte le sue componenti. Uno dei primi provvedimenti per affrontarlo, per quanto concerne il problema della monetizzazione del debito, fu l'emissione di prestiti pubblici a lungo termine. Il primo tentativo fu fatto, nel 1945, con l'emissione del "Prestito della Liberazione", che fece affluire nelle casse statali la somma di 106 miliardi di lire; il secondo, invece, fu effettuato con l'emissione del "Prestito della Ricostruzione", che raccolse una sottoscrizione pari a 231 miliardi di lire¹¹. Entrambi i prestiti non riuscirono a porre un freno all'inflazione.

A fare da sfondo alla difficile congiuntura economica italiana c'era una fase politica molto critica, essenzialmente legata al conflitto fra la Democrazia Cristiana e le sinistre¹². Una soluzione più concreta all'inflazione si delineò con il cambiamento dello scenario politico, con la formazione del IV Governo De Gasperi, dal quale furono estromesse le componenti di sinistra¹³. Nel 1947, Luigi Einaudi¹⁴ se come governatore della Banca d'Italia aveva puntato al contenimento della spesa pubblica e non aveva posto limiti all'espansione del credito¹⁵, da Ministro del Bilancio, con la manovra di

¹⁰ I. Musu, *Il debito pubblico*, Bologna, 2006, pp. 77-78; F. Balletta, *Mercato finanziario, istituzioni e debito pubblico in Italia nella seconda metà del Novecento*, Napoli, 2006, p. 20; P. Baffi, *Studi sulla moneta*, Milano, 1965, p. 86; F. Cotula, *Presentazione*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. 2. Problemi strutturali*, cit., p. IX.

¹¹ Per una trattazione più dettagliata di tali prestiti si rimanda al II capitolo del presente lavoro.

¹² J. C. Martinez Oliva, *La stabilizzazione del 1947. Fattori interni ed internazionali*, Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche della Banca d'Italia, n. 13, dicembre 2006, p. 10.

¹³ L'ondata inflazionistica sarebbe stata lasciata libera di abbattersi sull'economia italiana per rendere inaccettabile agli italiani le politiche attuate da un governo con partiti di sinistra e quindi per giustificare una loro estromissione dai governi successivi (A. Graziani, *Lo sviluppo dell'economia*, cit., p. 43; C. Daneo, *La politica economica della ricostruzione 1945-1949*, Torino, 1975, p. 214; D. Fausto, *L'intervento pubblico in Italia (1946-1964)*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. 2. Problemi strutturali*, cit. pp. 542-543).

¹⁴ Per un approfondimento sull'operato di Einaudi si veda: L. Conte, *La politica economica di Luigi Einaudi (1945-1948)*, in *La formazione dell'Italia repubblicana*, a cura di S. Magagnoli, E. Mana e L. Conte, Bologna, 1998, pp. 411-421; R. Faucci, *Luigi Einaudi*, Torino, 1987.

¹⁵ Luigi Einaudi, in qualità di governatore della Banca d'Italia, aveva denunciato l'insostenibilità di un livello d'inflazione così alto nel paese e ne auspicava l'immediato fermo "se non si voleva andare verso l'abisso dell'annientamento dell'unità monetaria e del

stabilizzazione monetaria, prese provvedimenti¹⁶ volti a ridurre la liquidità disponibile nel sistema bancario e a contrarre l'accesso al credito da parte del settore privato al fine di arrestare il processo inflazionistico. Einaudi sostenne l'istituzione, con il DCPS 17 luglio 1947, n. 691, del Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio (CICR), avente le funzioni di vigilare in materia di tutela del risparmio, sull'esercizio del credito e sul mercato valutario. I primi provvedimenti adottati dal CICR furono l'introduzione di un nuovo sistema di riserva obbligatoria per le banche, l'innalzamento del tasso di sconto dal 4,48 al 5,5 per cento ed il contenimento del disavanzo del bilancio dello Stato. Questi furono i tre pilastri portanti della manovra deflazionistica di Einaudi¹⁷. Il nuovo sistema di riserva, stabilito nell'agosto del 1947 ed entrato in vigore il 30 settembre successivo, prevede che le aziende di credito, escluse le casse di risparmio, avrebbero dovuto depositare presso la Banca d'Italia, entro il 30 settembre, in contante o in titoli di Stato o garantiti dallo Stato, il 20 per cento dell'eccedenza dei depositi rispetto a 10 volte il loro patrimonio, con un limite massimo del 15 per cento dei propri depositi. Poi, dal 1 ottobre, le banche avrebbero dovuto accantonare il 40 per cento di ogni incremento netto dei depositi futuri, fino a creare una riserva del limite massimo del 25 per cento della consistenza degli stessi depositi¹⁸. L'introduzione della riserva obbligatoria per le banche, accompagnata da altri provvedimenti, portarono ad una massiccia riduzione della liquidità a disposizione delle banche e ad un rallentamento dell'espansione del credito bancario e di conseguenza alla riduzione dell'inflazione, con la riduzione dell'indice dei prezzi all'ingrosso dal 78,9 per cento, del 1947, al 5,5 per cento del 1948 (Tab. 1)¹⁹. L'inflazione fu tenuta sotto controllo dal 1948 al 1960, anche se subì un breve rialzo, in conseguenza della guerra in Corea, tra il 1950-51²⁰.

Mediante l'opportunità data alle banche di assolvere all'obbligo della riserva con l'acquisto di titoli pubblici, la politica di stabilizzazione moneta-

caos" (Banca d'Italia, *Relazione per l'anno 1946*, p. 233).

¹⁶ Come sostiene Martinez Oliva: "Le misure da tempo concepite e caldegiate da Menichella erano ormai pronte e il tempo della loro attuazione era ormai giunto". (J. C. Martinez Oliva, *La stabilizzazione del 1947*, cit., p. 39).

¹⁷ C. Daneo, *La politica economica*, cit., p. 235; P. Baffi, *Studi sulla moneta*, cit., p. 188; F. Balletta, *Mercato finanziario, istituzioni e debito pubblico*, cit., p. 25.

¹⁸ G. Albereto e M. Trapanese, *La politica bancaria negli anni Cinquanta*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. 3. Politica bancaria e struttura del mercato finanziario*, a cura di F. Cotula, Roma-Bari, 1999, p. 84; S. Ricossa, *La Banca d'Italia ed il risanamento postbellico (1945-1948)*, in *La Banca d'Italia. Sintesi della ricerca storica 1893-1960*, a cura di F. Cotula, M. De Cecco e G. Toniolo, Roma-Bari, 2003, p. 405.

¹⁹ I. Musu, *Il debito*, cit., 78; A. Graziani, *Lo sviluppo dell'economia*, cit., p. 4.

²⁰ P. Baffi, *Studi sulla moneta*, cit., p. 318.