
UNIVERSITÀ DI GENOVA
SCUOLA DI SCIENZE SOCIALI
DIPARTIMENTO DI ECONOMIA



Tesi di laurea magistrale
in Management

**Banche centrali e sviluppo economico:
il caso Banca d'Italia**

Relatore: Luisa Piccinno

Candidato: Tommaso Minetti

Anno accademico
2022/2023

Abstract

Questo elaborato analizzerà l'evoluzione storica delle banche centrali nel corso del tempo e di come sono diventate via via sempre più importanti per il sistema economico finanziario di un paese. In particolar modo verrà analizzata l'intera storia della Banca d'Italia dagli anni precedenti alla sua fondazione fino alla creazione della Banca centrale europea. Le Banche centrali sin dalle loro origini hanno dovuto affrontare numerose sfide per poter raggiungere l'attuale configurazione. Nel corso del tempo quest'istituti hanno avuto un'evoluzione notevole, aumentando sempre di più il loro potere e ambiti d'azione. Da semplici banche private sono diventate uno degli organi istituzionali pubblici più importanti e influenti, al pari del governo. L'obiettivo di questa trattazione sarà quello di analizzare le banche centrali moderne, esaminandone le caratteristiche principali, per poi soffermarsi sulla storia di due delle principali banche centrali al mondo cioè la Federal Reserve e la Bank of England. Vedremo come queste due banche centrali sono nate e di come si sono evolute nel tempo fino a raggiungimento della configurazione attuale e di come esse sono servite come punti di riferimento per la costituzione delle altre banche centrali successive. Infine, verrà analizzata la storia della Banca d'Italia osservando i momenti cruciali che l'hanno portata ad essere l'istituzione che conosciamo oggi. Contestualmente verranno presi in esame alcuni esempi pratici di come la Banca d'Italia fu fondamentale per il mantenimento della stabilità economica del paese e per il suo sviluppo nel corso del tempo.

This paper will analyze the historical evolution of central banks over time and how they have gradually become more and more important to a country's financial economic system. In particular, the entire history of the Bank of Italy from the years prior to its founding to the creation of the European Central Bank will be analyzed. Central Banks since their origins have faced numerous challenges to achieve their current configuration. Over time, these institutions have evolved considerably, increasingly increasing their power and spheres of operation. From simple private banks they have become one of the most important and influential public institutional bodies, on par with the government. The objective of this discussion will be to analyze modern central banks, examining their

main characteristics, and then focus on the history of two of the world's leading central banks namely the Federal Reserve and the Bank of England. We will see how these two central banks came into being and how they have evolved over time to reach their present configuration and how they have served as benchmarks for the establishment of other subsequent central banks. Finally, the history of the Bank of Italy will be analyzed, looking at the crucial moments that led it to become the institution we know today. At the same time, some practical examples of how the Bank of Italy was instrumental in maintaining the country's economic stability and development over time will be examined.

Indice

Introduzione.....	4
Capitolo 1: Banche centrali, caratteristiche principali.....	7
I.1 Obiettivi e compiti di una banca centrale.....	8
I.2 Risorse e strumenti delle banche centrali.....	20
I.3 Trasparenza, impegni, indipendenza e responsabilità.....	29
Capitolo 2: Bank of England e Federal Reserve System: due storie a confronto.....	34
II.1 Bank of England.....	34
II.2 Federal Reserve System.....	40
Capitolo 3: Banca d'Italia: storia della nostra banca centrale.....	46
III.1 Banca d'Italia: la situazione prima della fondazione.....	46
III.2 Le banche miste e il sistema bancario italiano.....	50
III.3 Banca d'Italia, dalla fondazione al primo conflitto mondiale.....	53
III.4 Il caso Banca d'Italia e consorzio siderurgico: 1907-1916.....	61
III.5 La Banca d'Italia e l'economia di guerra.....	64
III.6 Il caso banca d'Italia e industria serica: 1918-1922.....	70
III.7 Gli anni '20: il crescente ruolo della Banca d'Italia nel sistema economico nazionale.....	74
III.8 Gli anni '30: La Banca d'Italia durante gli anni dell'autarchia.....	82
III.9 La Banca d'Italia durante il secondo conflitto mondiale.....	87
III.10 Il caso Banca d'Italia e il progetto ENSI.....	94
III.11 Gli anni '60-'70: la Banca d'Italia durante gli anni di piombo.....	98
III.12 Gli anni '80-'90: gli ultimi anni come istituto d'emissione prima del passaggio alla BCE.....	103
Conclusioni.....	106
Bibliografia.....	108
Sitografia.....	112

Introduzione

Questo elaborato è volto ad analizzare le motivazioni che hanno portato nel corso della storia le banche centrali a ricoprire un ruolo così importanti all'interno dell'economia di un paese, diventando un vero e proprio motore fondamentale dello sviluppo. In particolar modo ci soffermeremo sulla Banca d'Italia dagli anni che precedettero la sua fondazione fino al passaggio di testimone alla Banca Centrale Europea, osservando la sua evoluzione nel corso del tempo e di come sia diventata via via sempre più centrale nel sistema economico-finanziario italiano.

La tematica relativa le banche centrali è sempre più di maggiore attualità oggi: infatti, le decisioni prese da questi istituti influiscono sulla nostra vita di tutti i giorni. Le banche centrali ricoprono un ruolo sempre più importante nell'economia dei propri paesi, essendo promotrici dello sviluppo economico. Le banche centrali inoltre devono regolamentare la moneta di un determinato paese, questa regolamentazione è fondamentale perché se un paese fosse privo di una moneta stabile e regolamentata non potrebbero avvenire scambi di beni e servizi, di fatto sarebbe impossibile un'economia moderna così come la conosciamo. Infine, le banche centrali controllano il sistema creditizio e vigilano sul sistema bancario anch'esso cruciale per lo sviluppo di un'economia.

Nel primo capitolo verranno presi in considerazione le principali caratteristiche delle moderne banche centrali, tra cui la Federal Reserve e la BCE. Verranno analizzati i compiti che questi istituti devono assolvere anche e soprattutto in relazione anche ai loro obiettivi. In particolar modo ci soffermeremo sull'obiettivo principale delle banche centrali moderne, cioè il controllo della stabilità dei prezzi attraverso la gestione della politica monetaria. Come vedremo, un'inflazione relativamente stabile e contenuta porta con sé innumerevoli benefici all'economia di un paese, per questo motivo oggi giorno quasi ogni banca centrale al mondo ha come primo obiettivo la stabilità dei prezzi. Sempre nel primo capitolo andremo a vedere quali sono gli strumenti e le risorse con le quali le banche centrali riescono a portare a termine i loro obiettivi e compiti. Infine, vedremo come la trasparenza e l'indipendenza di questi istituti giocò un ruolo fondamentale, infatti

come vedremo in seguito più una banca centrale si dimostra indipendente più facilmente sarà in grado di raggiungere i suoi obiettivi.

Il secondo capitolo verrà dedicato invece alla storia di due delle principali banche centrali mondiali cioè la Federal Reserve americana e la Bank of England. Vedremo come questi due istituti vennero creati e come si modificarono nel tempo fino a raggiungere la forma attuale. In particolar modo sarà importante vedere la nascita della Bank of England in quanto fu la prima banca centrale al mondo e servì come punto di riferimento per tutte le altre nate successivamente.

Nel capitolo conclusivo andremo a prendere in considerazione la storia della Banca d'Italia dalle sue origini fino all'età contemporanea. Inizialmente verrà esposta la situazione del sistema finanziario e monetario dell'Italia negli anni a cavallo dell'unificazione. Successivamente, verranno esposte le tappe chiave che portarono alla formazione della Banca d'Italia nel 1893, per poi osservare come evolvette nel corso degli anni fino a raggiungere la forma che oggi conosciamo. Durante l'analisi cronologica della storia della Banca d'Italia vedremo come quest'ultima si è comportata durante avvenimenti storici rilevanti come i due conflitti mondiali e la crisi del '29 per citarne solo alcuni.

Contestualmente a questa narrazione storiografica verranno presi in esame anche degli esempi pratici che dimostrano l'importanza dell'istituto per lo sviluppo e la crescita dell'economia italiana. In questi tre casi di studio la Banca d'Italia ricoprì un ruolo importante per la loro organizzazione e realizzazione. Nel primo caso osserveremo come la Banca d'Italia finanziò e sostenne il consorzio siderurgico dopo lo scoppio della crisi del 1907. Di fatto la Banca d'Italia aiutò uno dei comparti più importanti dell'economia italiana ad uscire da un terribile crisi. Il settore siderurgico era fortemente connesso al settore finanziario in quanto era fortemente indebitato con le banche e inoltre molti istituti finanziari detenevano partecipazioni in queste aziende. Senza l'intervento della Banca d'Italia il fallimento dei principali istituti siderurgici avrebbe potuto portare al fallimento di numerose banche causando un effetto a catena catastrofico che si sarebbe ripercosso su tutta l'economia italiana. Nel secondo caso di studio vedremo come subito dopo la fine del primo conflitto mondiale la Banca d'Italia intervenne a sostegno di un altro dei principali settori economici dell'epoca cioè il settore siderico. La Banca d'Italia attraverso operazioni in valuta e soprattutto attraverso l'operazione di acquisto della merce

in vendita riuscì a sorreggere il settore. Quest'operazione si concluse nel migliore dei modi, infatti, la Banca d'Italia non solo riuscì a finanziare il settore siderico ma riuscì ad ottenere anche un profitto dalla vendita della merce precedentemente acquistata. L'ultimo caso studio si riferisce al progetto ENSI che prese vita al termine della Seconda guerra mondiale grazie anche all'aiuto del piano Marshall. In questo caso la Banca d'Italia svolge un ruolo fondamentale nell'intermediazione e nell'organizzazione del finanziamento del progetto rendendo possibile la costruzione della prima centrale nucleare italiana.

L'elaborato si concluderà con l'analisi degli anni tra il dopoguerra e l'inizio del ventunesimo secolo, momento nel quale prese vita la BCE. Vedremo come nonostante la Banca d'Italia in quel momento perse alcuni dei suoi poteri continuerà a ricoprire un ruolo importante nella vigilanza e gestione del sistema economico-finanziario del paese.

Capitolo 1: Banche centrali, caratteristiche principali

Le banche centrali sin dalle origini sono state legate ai sistemi politici, sociali ed economici di un paese ricoprendo un ruolo fondamentale nel suo sviluppo. Queste non sono state il frutto casuale di un incidente storico, ma sono un'istituzione nata per ricoprire un ruolo fondamentale all'interno della società, permettendo il regolare funzionamento e l'efficienza di tutti i mercati. I mercati hanno bisogno dell'esistenza di una moneta che abbia due caratteristiche fondamentali: deve essere accettata nelle transazioni da chiunque e ovunque e in secondo luogo il suo valore deve essere garantito nel tempo. La nostra economia si basa sulla "fiducia" in queste due caratteristiche e il compito di una banca centrale è proprio quello di mantenere stabile questa "fiducia".¹ Nel caso in cui le persone smettessero di aver fiducia nel sistema si creerebbe il caos e la nostra società non potrebbe esistere così come la conosciamo.

Uno dei primi studiosi che analizzò le cause che portarono alla creazione delle banche centrali fu l'economista britannico Fred Hirsch. Secondo la sua teoria, i singoli stati decisero di accentrare in un'unica istituzione bancaria il potere di controllo su tutte le altre, con l'obiettivo di regolamentare la concorrenza e così facendo migliorare la qualità dei prodotti bancari.² Il problema del *free riding*³ è particolarmente sentito nel sistema bancario in quanto un correntista con barriere informative non è in grado di distinguere la qualità dei singoli istituti. Questo porta all'esistenza di istituti altamente speculativi che hanno grandi probabilità di fallire. Il fallimento di una banca ha conseguenze molto più gravi rispetto al fallimento di un'azienda industriale. Questo perché se una banca fallisse i correntisti di altre banche potrebbero iniziare a dubitare della solidità del sistema bancario nel suo complesso, facendo scoppiare una corsa agli sportelli. Se incontrollata, la corsa agli sportelli può causare una serie di fallimenti a catena che possono mettere a repentaglio l'intera economia di un paese. Questa situazione favorisce la volontà delle banche più solide e grandi di creare un organo di controllo che

¹ Curzio. G. *L'età delle banche centrali: forme e governo della moneta fiduciaria in una prospettiva istituzionalista*. Il Mulino. Bologna. 2004. pp. 10-11.

² Hirsch. F. *The bagehot problem*, The Manchester School of Economics and Social Studies. 45(3). 1977. pp. 241-267.

³ Il problema del free rider si verifica quando un individuo beneficia di risorse, beni, servizi, informazioni, senza contribuire al pagamento degli stessi, di cui si fa carico il resto della collettività.

sia in grado selezionare e controllare gli operatori del mercato cercando di ridurre al minimo i comportamenti opportunistici di istituti meno solidi. Non basta però istituire una semplice banca, ma serve un istituto che posso collocarsi al disopra di tutte le altre. Quest'aspetto è stato analizzato per la prima volta dallo studioso Goodhart che sottolineò l'importanza di un organo *super partes*. A questo punto entra in gioco lo Stato, che legittima la banca centrale a mantenere la disciplina interna, potendo definire le regole, verificarne il rispetto e sanzionando chi non le rispetta.⁴

Una banca centrale viene definita come: “un’istituzione pubblica che gestisce e controlla l’offerta di moneta, ovvero la quantità di una certa valuta in circolazione di un paese”⁵. Ogni banca centrale ha delle caratteristiche specifiche racchiudibili in tre grandi macroaree che sono: i suoi obiettivi, le sue risorse e gli strumenti e infine trasparenza, impegni e responsabilità.

I.1 Obiettivi e compiti di una banca centrale

Una banca centrale è un agente del governo che dovrebbe servire la società. I principi democratici di base suggeriscono che la società dovrebbe assegnarle una serie di obiettivi chiari. Tuttavia, il mandato delle banche centrali è tradizionalmente vago. Alcuni degli obiettivi principali che le banche centrali si pongono sono: massima occupazione, livello dei prezzi stabili e tassi di interesse a lungo termine moderati. Per quanto riguarda quali obiettivi la banca centrale dovrebbe avere ci sono due grandi linee di pensiero. La prima di queste ritiene che una banca centrale debba avere un solo e unico obiettivo, per questo motivo prende il nome di approccio “minimalista”. Questa linea di pensiero è supportata da coloro che ritengono che l’unico obiettivo di una banca centrale sia il controllo dell’inflazione. L’idea chiave è che l’economia capitalista riesca a mantenere la piena occupazione, la stabilità economica e riesce a raggiungere la massima crescita economica attraverso meccanismi di mercato, senza la necessità di interventi da parte della banca centrale. L’obiettivo unico deve essere solo quello di ancorare il livello dei prezzi. Secondo i “minimalisti”, i tentativi della banca centrale di raggiungere altri

⁴ Curzio. G. *Moneta e istituzioni monetari: origini della moneta, indipendenza delle banche centrali, trasmissione della politica monetaria*. Ulrico Hoepli. Milano. 2001. pp. 11-13.

⁵ Sito BCE: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-a-central-bank.it.html>

obiettivi, con unica eccezione fare da “prestatore di ultima istanza”, hanno maggiori probabilità di portare a inefficienza, instabilità e persino crisi.

L'altra linea di pensiero è l'"attivismo", portato avanti da coloro i quali hanno una visione differente della teoria economica e della politica delle banche centrali. Infatti, gli attivisti hanno una visione più debole dell'efficienza, della stabilità, dello sviluppo, dell'equità e dell'efficienza del mercato. Le banche centrali attive, secondo questi teorici, possono svolgere un ruolo importante nel promuovere l'occupazione, la crescita economica e lo sviluppo, con maggiore stabilità e, in alcuni casi, più uguaglianza. Le funzioni di queste banche centrali in ottica attivista includono la loro capacità di creare passività che sono accettate come denaro "manipolando i propri bilanci"; la loro capacità di fornire liquidità alle singole banche o, attraverso operazioni di mercato aperto; il loro ruolo tradizionale nel finanziamento della spesa pubblica e, al tempo stesso, nella disciplina delle finanze dello Stato; la loro funzione di allocatori selettivi del credito⁶.

Due esempi di banche centrali con approcci differenti sono la BCE e la FED, in quanto la prima si pone come unico obiettivo la stabilità dei prezzi (approccio minimalista), mentre la seconda ha nel suo statuto il raggiungimento di una pluralità di obiettivi (approccio attivista). La Federal Reserve System, cioè la banca centrale degli Stati Uniti, ha pluralità di obiettivi da perseguire, come si può vedere enunciato nel suo statuto: “La Federal Reserve conduce la politica monetaria negli Stati Uniti per promuovere la massima occupazione, un livello di prezzi stabili e tassi d'interesse a lungo termine moderati”.⁷ Una volta eletto, il governatore della Fed tiene un discorso ufficiale in cui dichiara la propria interpretazione di questo mandato: dopo tutto, la massima occupazione non significa che ogni uomo o donna in grado di lavorare debba avere un lavoro, i prezzi stabili non significano che l'inflazione media misurata sia esattamente pari a zero, e il terzo obiettivo, tassi di interesse moderati a lungo termine, è spesso una conseguenza dei primi due. Di fatto il governatore della FED ha un grande margine di discrezionalità nel decidere quali siano gli obiettivi del suo mandato e sui quali verrà valutato il suo lavoro.⁸ Ad esempio, il governatore della FED per tutto il 2022 e parte del

⁶ Costabile. L, Epstein. G. *An activist revival in central banking? Lessons from the history of economic thought and central bank practice*, The European Journal of the History of Economic Thought. 24(6). 2017. pp. 1419-1420.

⁷ Sito FED: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed.htm>

⁸ Reis. R. *Central Bank Design*. The Journal of Economic Perspectives. 27(4). 2013. pp. 17-19.

2023 ha messo al primo posto la lotta all'inflazione come unico e solo obiettivo. Nonostante l'inflazione sia scesa molto, nell'ultimo summit di agosto della FED il governatore Jerome Powell ha annunciato che continuerà ad alzare i tassi fino a quando l'inflazione non tornerà vicino al target del 2%. Nonostante ciò, si sono iniziati a vedere segnali di apertura, infatti negli ultimi mesi il governatore ha aperto alla possibilità di iniziare a tener conto nelle sue decisioni anche del livello di occupazione.

Per quanto riguarda la BCE, invece, come abbiamo detto precedentemente l'unico obiettivo rimane quello di mantenere l'inflazione al livello più basso possibile all'interno dell'Area Euro. Questa scelta è stata fatta in base al pensiero economico moderno secondo cui l'unica cosa che può fare la banca centrale è mantenere stabili i prezzi e dunque stabilisce il fondamento per l'assetto istituzionale e organizzativo della BCE. È stato deciso così perché vi sono valide ragioni alla base della definizione dell'obiettivo di preservare la stabilità dei prezzi. Per prima cosa, come si è visto nell'arco di decenni attraverso numerosi studi economici, l'ottenimento di una stabilità durevole dei prezzi rappresenta il contributo migliore che la politica monetaria possa concedere al miglioramento delle prospettive economiche e all'innalzamento del tenore di vita dei cittadini. In secondo luogo, i fondamenti teorici della politica monetaria moderna dimostrano che l'unica cosa che può fare la politica monetaria è incidere sul livello dei prezzi nell'economia di un paese. La stabilità dei prezzi rappresenta quindi l'unico obiettivo a medio termine realizzabile. Per contro, la politica monetaria non influenza nessun altro aspetto dell'economia reale, se non attraverso gli effetti positivi della stabilità dei prezzi.

La stabilità dei prezzi consiste nell'evitare periodi prolungati di deflazione o di inflazione e concorre a innalzare il livello dell'attività economica e dell'occupazione in vari modi. Quando una banca centrale opera per il raggiungimento della stabilità dei prezzi ottiene cinque benefici a esso correlate, secondo uno studio effettuato dalla BCE questi benefici sono:

- Per prima cosa consente alle persone di individuare più facilmente le variazioni dei prezzi relativi dei beni e servizi, visto che non sono confuse da grandi fluttuazioni anno su anno, permettendo all'insieme di imprese e cittadini di possedere le notizie migliori possibili e permettendo di ottenere migliori risultati in ambito di spesa e investimenti sui mercati. Così facendo si viene a

creare un'efficienza del mercato migliore, guidando le risorse disponibili verso gli impieghi più produttivi. Più i mercati sono efficienti e migliori saranno i potenziali di crescita dell'economia.

- Se i prezzi restano stabili gli investitori possono non chiedere un “premio per il rischio di inflazione” per compensare le potenziali perdite connesse con la detenzione di attività nominali a lungo termine. Riducendo l'incidenza di simili premi sul tasso di interesse reale, la politica monetaria può promuovere l'efficienza allocativa del mercato dei capitali, incentivando gli investimenti e quindi favorendo il benessere economico.

- La fiducia delle persone nel mantenimento della stabilità dei prezzi riduce le probabilità che i soggetti economici riducano le proprie risorse dalle attività produttive per cercare di tutelarsi dall'inflazione. Ad esempio, in un contesto di elevata inflazione privati e imprese potrebbero preferire detenere beni “reali” piuttosto che detenere moneta o investirli nei mercati, pensando che i beni reali si comportino meglio in tempi di alta inflazione. Purtroppo, questo non è il metodo più efficiente di investire e allocare le risorse a disposizione e ostacola quindi la crescita economica sul lungo termine.

- I sistemi tributari o di previdenza sociale possono creare degli incentivi perversi che potrebbero distorcere i comportamenti economici delle persone creando ancora più problemi. In quasi tutti i casi queste distorsioni sono aumentate da grandi variazioni dei prezzi. Quindi una bassa inflazione riduce questi costi.

- Il mantenimento della stabilità dei prezzi evita la redistribuzione di ricchezza e di reddito associata a situazioni di alta inflazione o di deflazione. Come dimostrano diversi episodi accaduti nel ventesimo secolo, la presenza di alti tassi di inflazione o deflazione tende a creare alta instabilità sociale e politica; perciò, la prevenzione di questi fenomeni contribuisce a salvaguardare la coesione e la pace sociale e pertanto migliora la crescita e il benessere economico di un paese nel lungo termine.⁹

Per quanto riguarda gli obiettivi delle banche centrali, possiamo fare una ulteriore suddivisione tra obiettivi a lungo termine e a breve. L'obiettivo principale sul lungo

⁹ Sito BCE: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-a-central-bank.it.html>

termine di quasi tutte le banche centrali al mondo è il controllo dell'inflazione o il mantenimento della stabilità dei prezzi. La banca centrale ha un controllo quasi perfetto sulla quantità di banconote in circolazione e sull'ammontare delle riserve che le banche detengono. Inoltre, può anche fissare liberamente il tasso di interesse su tali riserve e il tasso di interesse al quale presta alle banche, segue quindi che l'obiettivo naturale a lungo termine per una banca centrale è il controllo dell'inflazione.

Il mandato di lungo termine di una banca centrale lascia però aperta la scelta su quale sia "l'ancora" a cui fare riferimento per i propri obiettivi. Ogni banca centrale può scegliere la variabile che ritiene migliore per il raggiungimento dei suoi obiettivi di lungo termine, tra le varie possibilità possiamo trovare "ancore" basate:

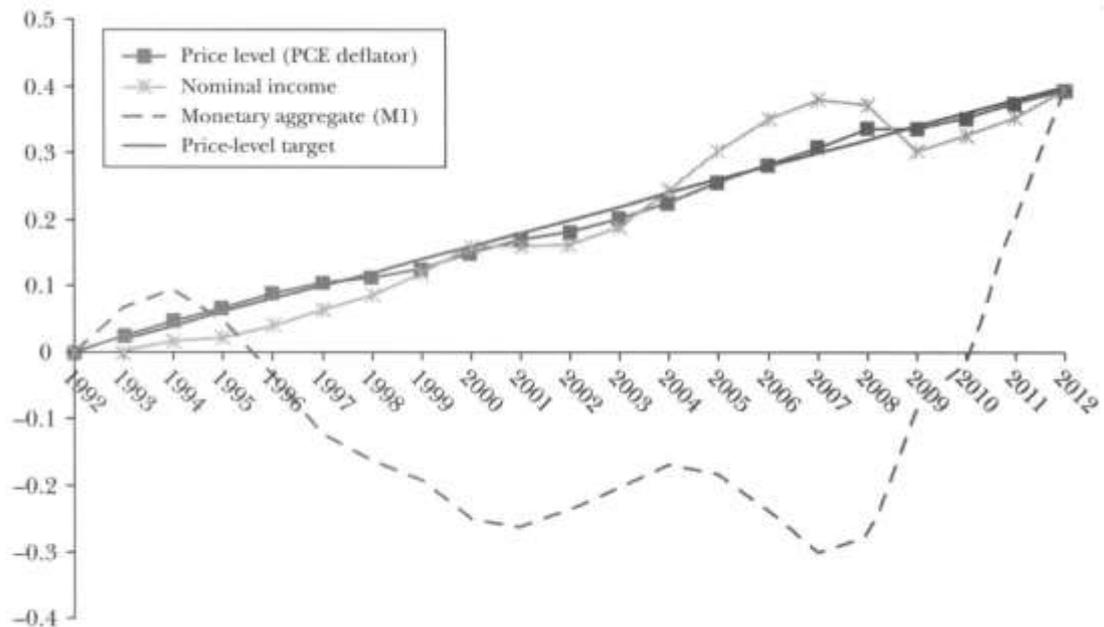
- in qualche modo basate sul livello dei prezzi
- sulla quantità dell'offerta di moneta
- su una misura del reddito nazionale.

Per vedere come funzionano in modo diverso queste tre ancore possiamo prendere come esempio uno studio effettuato sulla Federal Reserve System e di come l'utilizzo di diverse variabili porta a risultati diversi. Nell'immagine 1.1 possiamo notare come il controllo della stabilità dei prezzi abbia creato grandi fluttuazioni nel livello della quantità di moneta e in misura minore del PIL. D'altro canto, se la FED nel caso specifico si fosse concentrata su gli altri due obiettivi ci sarebbero state grandi fluttuazioni dei livelli dei prezzi. Secondo due studi effettuati da Williamson, Wright¹⁰ e da Woodford¹¹ la scelta migliore che possa effettuare una banca centrale è quella di un'ancora legata al livello dei prezzi.

¹⁰ Williamson, S. e Wright, R. *New Monetarist Economics: Models*. Staff Report 443. Federal Reserve Bank of Minneapolis. 2010. pp. 25-96.

¹¹ Woodford, M. *Optimal Monet Stabilization Policy*. NBER Working Papers 16095. National Bureau of Economic Research Inc. 2010. pp. 723-828.

Immagine 1.1 Confronto tra ancore nominali a lungo termine per gli Stati Uniti, 1992-2012



Fonte: Reis, R. *Central Bank Design*. The Journal of Economic Perspectives. 27(4). 2013. p. 20.

Se la banca centrale si concentra su un'ancora nominale derivante da dati sui prezzi, rimangono ancora delle scelte: dovrebbe considerare il tasso di inflazione o dovrebbe considerare un obiettivo per il livello dei prezzi? Un obiettivo di livello dei prezzi potrebbe mirare a far aumentare il livello dei prezzi al 2% all'anno, ad esempio. Ciò non equivale a una politica che mira all'inflazione al 2%. Se si utilizzasse l'obiettivo dell'inflazione e ci trovassimo in un determinato periodo in cui il livello è maggiore di quello obiettivo, il livello dei prezzi rimarrà più alto per sempre. Con gli obiettivi di livello dei prezzi, un'inflazione superiore al previsto in un periodo deve essere seguita da un'inflazione proporzionalmente più bassa in un periodo successivo per tornare all'obiettivo di lungo periodo.

La letteratura ha identificato almeno sei distinti argomenti teorici sul perché gli obiettivi di livello dei prezzi sono migliori degli obiettivi di inflazione per ridurre la volatilità macroeconomica.

- In primo luogo, uno dei costi principali della variabilità dei prezzi è quello di sconvolgere i piani delle persone, che aggiornano solo di rado e in modo imperfetto le loro aspettative. Come abbiamo visto in precedenza non è auspicabile propagare per sempre un errore una tantum nell'inflazione rendendolo parte di un livello dei prezzi permanentemente più alto. I responsabili delle politiche monetarie non possono impedire le deviazioni nella controparte reale di queste unità, ma possono almeno sforzarsi di rendere queste deviazioni di breve durata.

- In secondo luogo, se i piani delle imprese prevedono prezzi “appiccicosi”, un obiettivo di livello dei prezzi ha il pregio di far sì che i fissatori di prezzi lungimiranti moderino l'aumento dei prezzi in seguito a uno shock inflazionistico positivo. Dopo uno shock inflazionistico positivo, un obiettivo di livello dei prezzi si traduce in un impegno a ridurre i prezzi in futuro. Poiché le aziende prevedono di non essere in grado di modificare nuovamente i prezzi per un po' di tempo, aumentano i prezzi di meno in risposta allo shock, in modo che la deviazione dell'inflazione dall'obiettivo sia inizialmente più bassa.

- In terzo luogo, un obiettivo di livello dei prezzi fornisce un impegno più forte contro la tentazione che ha una banca centrale di sorprendere gli agenti privati con l'inflazione. Una banca centrale potrebbe esser tentata di sorprendere gli agenti privati con l'inflazione, poiché un'ondata di inflazione inattesa può far aumentare la produzione e l'occupazione nel breve periodo e ridurre il costo reale del debito pubblico. L'obiettivo del livello dei prezzi invece riduce gli incentivi a questa classica distorsione dell'inflazione, poiché impegna la banca centrale ad annullare qualsiasi deviazione positiva dell'inflazione dall'obiettivo annunciato.

- In quarto luogo, con un obiettivo legato al livello dei prezzi, i vantaggi dell'indicizzazione dei contratti sono minori rispetto a un obiettivo di inflazione. Con un obiettivo di livello dei prezzi, i lavoratori e le imprese sanno che il livello dei prezzi tornerà al suo percorso originale dopo qualsiasi deviazione, mentre con un obiettivo di inflazione, si rendono conto che è necessaria un'indicizzazione per

far sì che i salari e i prezzi tengano il passo con l'inflazione passata. Pertanto, poiché un numero minore di imprese e lavoratori sceglie di indicizzare i propri prezzi e salari, un obiettivo di livello dei prezzi libera questi ultimi di diventare più flessibili per reagire ad altri shock.

- In quinto luogo, l'obiettivo del livello dei prezzi si traduce in un costo del capitale più basso per l'economia rispetto all'obiettivo dell'inflazione. Con l'obiettivo dell'inflazione, il livello dei prezzi segue un andamento casuale: poiché le sorprese non guardano mai al passato, man mano che si guarda al futuro i prezzi possono allontanarsi ulteriormente dal punto di partenza e la varianza diventa illimitata. Questo fa sì che il pagamento reale delle attività nominali diventa più rischioso, il che aumenta il loro premio di rischio e quindi il costo del capitale nell'economia.

- In sesto luogo, e particolarmente rilevante oggi, un obiettivo di livello dei prezzi è un modo efficace per garantire che se uno shock spinge l'economia verso una bassa inflazione e tassi di interesse nominali pari a zero, la banca centrale si impegna automaticamente ad aumentare l'inflazione futura per uscire dalla trappola della liquidità.¹²

Nonostante tutte queste virtù teoriche, gli obiettivi di prezzo sono stati adottati solo molto raramente dalle banche centrali, preferendo a esso l'obiettivo di inflazione. Nonostante i due metodi siano abbastanza simili non si equivalgono; come abbiamo visto la teoria dovrebbe far pendere la scelta verso un modello con un ancoraggio ai livelli dei prezzi.

Nel breve periodo, invece, una banca centrale dovrebbe concentrarsi esclusivamente su una misura nominale dell'inflazione o dovrebbe avere un duplice mandato e considerare anche una misura dell'attività reale? Esistono prove inconfutabili, basate su molteplici metodi, periodi e serie di dati, che la politica monetaria ha un effetto ampio e prolungato sull'attività reale. La storia della Federal Reserve suggerisce che ogni

¹² Reis. R. *Central Bank Design*. The Journal of Economic Perspectives. 27(4). 2013. pp. 20-22.

volta che la banca centrale ha trascurato l'effetto delle sue azioni sulla produzione e sull'occupazione, l'economia ne ha risentito. Poiché il benessere sociale dipende essenzialmente dal fatto che le persone abbiano un lavoro e cibo da mettere in tavola, in aggiunta per un benessere sul lungo periodo bisogna anche che i loro redditi crescano di pari passo con l'inflazione. Per questo motivo ci dovrebbe essere l'inclusione di una misura dell'attività reale, come la produzione o l'occupazione, nella funzione obiettivo della banca centrale. Gli obiettivi di breve termine potrebbero entrare in conflitto con gli obiettivi di lungo termine, e in questo caso si possono creare due scenari ben distinti.

A un estremo, la banca centrale potrebbe essere più paziente nell'invertire nel contrastare gli aumenti dell'inflazione, con la speranza che un intervento graduale riduca al minimo la potenziale recessione che ne deriverebbe, in modo che l'obiettivo a lungo termine della stabilità dei prezzi venga raggiunto con un ritardo di diversi anni. All'altro estremo, la stabilità dei prezzi può avere la precedenza sulla crescita economica e sull'occupazione, come nel caso della legislazione che guida la Banca Centrale Europea.

Oltre agli obiettivi principali, esiste un dibattito riguardante l'opportunità di avere un mandato che includa anche la stabilità finanziaria. Dopotutto, le due maggiori recessioni statunitensi dell'ultimo secolo, la Grande Depressione degli anni '30 e la Grande Recessione iniziata nel 2007, sono state associate a crisi finanziarie. Analogamente alla questione degli obiettivi reali discussa in precedenza, se la stabilità finanziaria deve essere inclusa come obiettivo separato per la banca centrale, deve superare alcuni test:

- deve esistere una definizione misurabile di stabilità finanziaria
- deve essere convincente l'idea che la politica monetaria possa raggiungere l'obiettivo di una maggiore stabilità del sistema finanziario
- infine, la stabilità finanziaria deve rappresentare un compromesso con gli altri due obiettivi, con possibili situazioni in cui i prezzi e l'attività sono stabili ma l'instabilità finanziaria giustifica un cambiamento di politica, che potrebbe portare a una recessione o fa sì che l'inflazione superi il suo obiettivo

Un approccio per definire la stabilità finanziaria è stato quello dei grandi movimenti dei prezzi delle attività. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, sembra sempre che ci sia qualcuno che grida "bolla" in un mercato finanziario o in un altro, e la banca centrale non sembra particolarmente attrezzata per individuare gli incendi in specifici mercati di attività, né per guidare i prezzi delle azioni. Un approccio moderno misura la stabilità finanziaria in termini di: accumulo di leva finanziaria, o di spread tra alcuni tassi chiave di finanziamento e di prestito, o di fragilità del finanziamento degli intermediari finanziari. Questa letteratura ha anche iniziato a raccogliere prove del fatto che quando la banca centrale cambia i tassi di interesse, le riserve o le attività che acquista, può avere un effetto significativo sulla composizione dei bilanci degli intermediari finanziari e sui rischi che questi scelgono di assumere. Di conseguenza, anche in presenza di produzione e prezzi fissi, i cambiamenti nella struttura di finanziamento delle banche, nel loro patrimonio netto o nella loro percezione del rischio possono creare una cattiva allocazione delle risorse che riduce significativamente il benessere sociale. Sebbene non sia ancora pronto, questo approccio moderno alla stabilità finanziaria promette di essere in grado di fornire una raccomandazione concreta per un terzo mandato per la politica monetaria che possa essere quantificato e attuato.¹³

Per quanto riguarda la stabilità del sistema finanziario, le banche centrali ricoprono un ruolo fondamentale anche come prestatore di ultima istanza. Le banche per loro natura sono esposte al rischio di "liquidità" perché erogano credito al lungo termine, essenzialmente mutui e prestiti, mentre devono sostenere il rischio di ritiro dei depositi a breve termine. Questo rischio si materializza quando la banca, nonostante abbia asset e attività, non è in grado di rimborsare grandi quantità di liquidità in uscita; questo fatto può portare al fallimento della banca stessa. Quando vengono a crearsi situazioni del genere la banca centrale può intervenire in qualità di "prestatore di ultima istanza" per non provocare danni a cascata su tutto il sistema finanziario, così facendo contribuisce alla stabilità del sistema finanziario.

Per quanto riguarda gli obiettivi, una tematica fondamentale è chi deve prendere le decisioni e come. Si può creare una banca centrale con degli obiettivi prefissati di lungo termine, ma poi bisogna nominare degli uomini e saranno loro a dover prendere le

¹³ Reis. R. *Central Bank Design*. The Journal of Economic Perspectives. 27(4). 2013. pp. 24-27.

decisioni. Come abbiamo visto precedentemente, il mandato del presidente della FED lascia ampi margini di manovra: infatti, nel corso della storia i vari presidenti si sono comportati in maniera molto diversa, in quanto interpretavano diversamente gli obiettivi del loro mandato. Una soluzione per arginare il problema è stato mettere a capo di questa istituzione un comitato formato da più persone. Ad esempio, a capo della Federal Reserve esiste sì un presidente ma non ha potere assoluto, deve prendere le decisioni insieme ad altri 12 presidenti delle banche regionali.¹⁴

Un caso ancora più difficoltoso è quello in cui si trova a operare la BCE, la quale deve prendere delle decisioni in una situazione molto più eterogenea di quella degli Stati Uniti. Infatti, all'interno dell'eurozona si trovano situazioni molto distanti tra loro e ogni stato avrebbe bisogno di una politica monetaria su misura. Visto che questa differenziazione è impossibile, si vengono a creare forti frizioni all'interno dell'Unione Monetaria Europea tra i paesi che vorrebbero una politica più accomodante e paesi che vorrebbero politiche più restrittive. Un caso interessante è stato quello greco durante la crisi del debito pubblico. Infatti, la Grecia avrebbe avuto bisogno di un deprezzamento reale del cambio del 30% per ripristinare la competitività delle sue esportazioni. A fronte di un'inflazione del 2% nella zona euro e dell'1% in Grecia, ci sarebbero voluti quindici anni per raggiungere questo obiettivo. A peggiorare la situazione, la Grecia ha dovuto tagliare molto la sua spesa pubblica causando un forte aumento della disoccupazione, che toccò il 27% nel 2013.¹⁵ In questa situazione la Grecia e anche altri paesi come Spagna, Italia, Portogallo e Irlanda avrebbero voluto adottare politiche economiche totalmente diverse, ma questo non è stato possibile.

Come abbiamo visto, quasi tutte le banche centrali hanno come obiettivo principale il controllo dell'inflazione. Per combatterla il principale mezzo a disposizione della banca centrale è l'amministrazione della politica monetaria, ovvero la gestione dei livelli dei tassi di interesse, essenzialmente decidere quale sarà il "costo del denaro". Oltre agli obiettivi principali le banche centrali devono svolgere molte altre attività come:

- emettere le banconote e le monete

¹⁴ Sito BCE: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006en.pdf>

¹⁵ Schiaffino, P. *A comment on the European Central Bank solution vs. the Keynes solution*. Journal of Post Keynesian Economics. 35(3). 2013. pp. 459-460.

- di solito assicurano il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento per le banche e gli strumenti finanziari negoziati nei mercati di riferimento
- gestiscono le riserve ufficiali
- svolgono un ruolo di informazione per il pubblico per quanto concerne l'economia
- sono anche l'organo di vigilanza delle banche commerciali.

Di seguito possiamo vedere un esempio di compiti integrativi che la BCE deve assolvere. I compiti esclusivi della BCE sono essenzialmente sei:

- Chiarire e realizzare la politica monetaria da adottare nell'area Euro. Infatti, ai sensi dell'articolo 106 del Trattato, la BCE e le BNC sono le uniche istituzioni autorizzate a emettere le banconote aventi corso legale nell'area dell'euro; i paesi membri dell'area possono coniare monete solo per i valori unitari più bassi e il loro volume di emissione è soggetto all'accettazione della BCE.

- La BCE, inoltre, opera anche sui cambi valutari, che a loro volta impattano sui tassi di cambio e influenza la liquidità interna, aspetti fondamentali per raggiungere gli obiettivi di politica monetaria.

- Detenere e gestire le riserve ufficiali dei paesi dell'area Euro, il quale è il logico completamento della funzione di operazione sui cambi; infatti, la BCE detiene il controllo delle disponibilità in valuta delle BNC e i saldi operativi in valuta estera degli stati membri.

- Favorire il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento sia per facilitare gli obiettivi di politica economica sia per mantenere stabilità dell'economia nel suo insieme.

Oltre a questi vi sono altri compiti connessi ai principali:

- l'emissione delle banconote "Euro" in quanto. Unica moneta avente corso legale nell'area dell'euro.

- la raccolta dei dati statistici necessari per lo svolgimento dei compiti dell'Eurosistema.¹⁶

¹⁶ Sito BCE: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006en.pdf>

I.2 Risorse e strumenti delle banche centrali

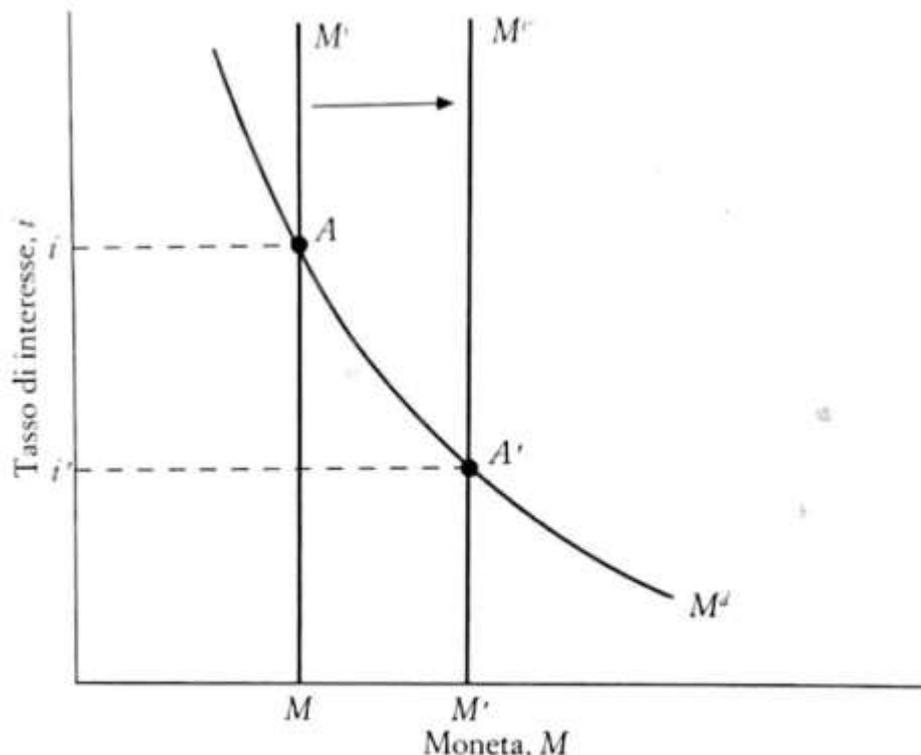
Nel paragrafo precedente abbiamo analizzato gli obiettivi e compiti ai quali deve assolvere una banca centrale, mentre in questo andremo a vedere come le banche centrali realizzano nella pratica questi obiettivi e quali siano le risorse e strumenti a sua disposizione.

Il più importante strumento di una Banca centrale è il controllo della politica monetaria, come abbiamo detto l'obiettivo principale della Banca centrale è mantenere il livello dell'inflazione all'interno di una "fascia obiettivo". Naturalmente, come analizzato precedentemente, questo obiettivo è da considerarsi nel lungo termine e non un obiettivo rigido anno per anno. Ecco un esempio numerico: immaginiamo di avere un obiettivo di inflazione dello 0%, ma quest'anno alcuni shock colpiscono in modo tale che l'inflazione finisca per essere dell'1%. Quindi il livello dei prezzi passa da 100 a 101. L'anno successivo, la politica dice di puntare di nuovo all'inflazione allo 0%, quindi i prezzi rimarrebbero a 101 l'anno successivo; quindi, il livello dei prezzi rimane a 101 per sempre. Se invece l'obiettivo della politica è quella di far aumentare il livello dei prezzi dello 0%, dopo che il prezzo è andato a 101, la politica lo farebbe tornare a 100 con conseguente deflazione del -1% l'anno successivo. Si tornerebbe a cento subito e rimarrebbe così per sempre¹⁷. Quindi si può affermare che l'inflazione attesa dipenderà in parte anche dall'inflazione passata.

La banca centrale per raggiungere il suo obiettivo decide i tassi di interesse, che, a loro volta, influiscono sulla domanda di moneta. Tra loro vi è una relazione inversa (una diminuzione dei tassi di interesse provoca un aumento della domanda di moneta e viceversa). In realtà, la banca centrale dopo aver deciso qual è il livello di tassi di interesse desiderato, opera sul mercato per modificare l'offerta di moneta corrispondente al tasso di interesse desiderato. Una riduzione dell'offerta di moneta equivale a un aumento dei tassi, mentre un aumento dell'offerta equivale a una riduzione, come si può vedere nell'immagine 1.2.

¹⁷ Reis. R. *Central Bank Design*. The Journal of Economic Perspectives. 27(4). 2013. p. 21.

Immagine 1.2 Relazione inversa tassi di interesse e domanda di moneta



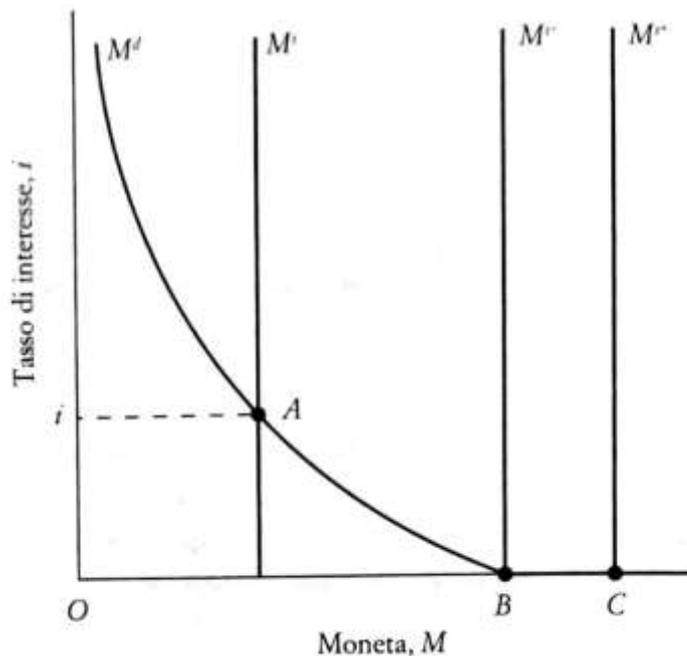
Fonte: Blanchard. O. *Macroeconomia: una prospettiva europea*. Nuova edizione. Il Mulino. Bologna. 2016. p. 110.

Le banche centrali quindi quando vogliono aumentare il tasso di interesse riducono la moneta in circolazione, mentre quando vogliono ridurre i tassi ne aumentano l'ammontare. Comunque, rimane un'importante eccezione da tenere in considerazione, infatti il tasso di interesse non potrà mai scendere sotto lo zero, questo limite prende il nome di "zero lower bound". Quando i tassi di interesse si trovano in prossimità dello zero la Banca centrale si trova con le mani legate non potendo abbassare ulteriormente i tassi. Quando ci si trova in questa situazione l'economia si trova in una "trappola di liquidità"¹⁸. Questo aspetto lo si può notare nell'immagine 1.3 nel quale si può notare come un aumento dell'offerta di moneta quando i tassi di interesse sono a zero non provoca un'ulteriore diminuzione dei tassi di interesse.¹⁹

¹⁸ Per trappola di liquidità si intende lo scenario in cui l'immissione di nuova moneta (liquidità) non ha più alcun effetto sul tasso di interesse.

¹⁹ Blanchard. O. *Macroeconomia: una prospettiva europea*. Nuova edizione. Il Mulino. Bologna. 2016. p. 117.

Immagine 1.3 L'offerta di moneta e la trappola di liquidità



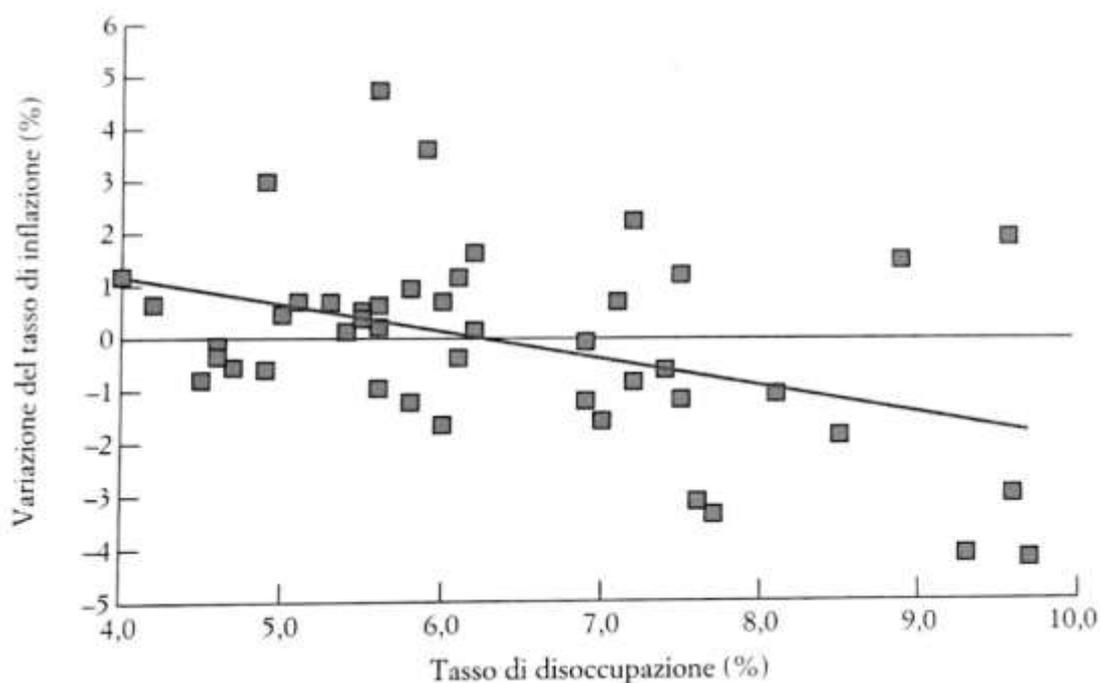
Fonte: Blanchard. O. *Macroeconomia: una prospettiva europea*. Nuova edizione. Il Mulino. Bologna. 2016. p. 118.

Questo limite è un elemento molto importante da tenere in considerazione; infatti, se le banche centrali si trovassero a dover affrontare una crisi economica in un contesto di tassi di interesse bassi si ritroverebbero senza il principale strumento di stimolo per l'economia. Sia durante la crisi del 2008 sia nella crisi del 2020 le banche centrali se avessero potuto avrebbero abbassato ulteriormente i tassi di interesse anche a un livello inferiore allo zero. Per esempio, durante la crisi del 2007-2008 ridusse i tassi di interesse dal 5% allo zero e mantenne questo livello fino al 2015. Durante tutto questo periodo la banca centrale americana continuò ad aumentare l'offerta di moneta attraverso operazioni di mercato aperto e, acquistando titoli in cambio di moneta. Queste norme iniezione di liquidità fece aumentare di circa 14 volte il livello di depositi delle famiglie e delle imprese e di 10 volte il livello delle riserve bancarie. Questa enorme aumento dell'offerta di moneta venne assorbita interamente dalle famiglie e dalle imprese americane senza che vi fosse alcun tipo di cambiamento del tasso di interesse.²⁰

²⁰ Blanchard. O. *Macroeconomia: una prospettiva europea*. Nuova edizione. Il Mulino. Bologna. 2016. pp. 118-119.

La scelta dei tassi di interesse impatta anche l'economia reale anche in altri modi: infatti, vi è una forte correlazione tra i livelli di inflazione e il tasso di disoccupazione di un paese. Questa relazione inversa è descritta nella curva di Phillips, dove viene evidenziato il rapporto tra alta inflazione e bassi livelli di disoccupazione e bassa inflazione con alti livelli di disoccupazione come si può vedere nell'immagine 1.4.

Immagine 1.4 Curva di Phillips



Fonte: Blanchard. O. *Macroeconomia: una prospettiva europea*. Nuova edizione. Il Mulino. Bologna. 2016. p. 215.

L'analisi del tasso naturale di disoccupazione di Friedman ha riconosciuto che, nel breve periodo, la politica monetaria di una banca centrale potrebbe influenzare le variazioni del tasso di inflazione alterando il tasso di disoccupazione fino al raggiungimento del tasso naturale di disoccupazione. Questo tasso di disoccupazione naturale, sosteneva Friedman²¹, rifletteva le barriere istituzionali di breve periodo nel mercato del lavoro e rimaneva costante nel tempo. Se la banca centrale adotta una politica

²¹ Friedman. M. *A Theoretical Framework for Monetary Analysis*. *Journal of Political Economy*. 78 (2). 1970. pp. 193-238.

monetaria specifica, date le barriere istituzionali del mercato del lavoro, allora il tasso di interesse risultante modificherà la domanda aggregata. Se il tasso di disoccupazione risultante fosse inferiore al tasso naturale di disoccupazione, allora l'inflazione tenderà ad aumentare. Se invece il tasso di disoccupazione raggiunto superasse il tasso naturale, l'inflazione si ridurrà.²² Questo ragionamento vale solo nel breve periodo: infatti, la curva di Philips nel lungo periodo è considerata piatta e quindi la banca centrale non può in alcun modo aumentare o diminuire il tasso naturale di disoccupazione di un paese.

Quando un'economia si trova con alti livelli di inflazione e bassi livelli di occupazione viene definita "surriscaldata". A questo punto la banca centrale deve alzare i tassi di interesse per "raffreddare" l'economia, causando livelli di disoccupazione più alti nel breve termine. Per questo non è visto favorevolmente da una larga fascia della popolazione soprattutto da chi perderà il lavoro. Non è visto favorevolmente nemmeno dai politici in particolar modo in periodi elettorali perché questo sicuramente inciderà sul consenso. Per questo è fondamentale che la banca centrale sia totalmente indipendente e possa prendere le decisioni che deve prendere senza subire pressioni esterne, riprenderemo in seguito l'analisi dell'importanza di una banca centrale indipendente.

Lo strumento dei tassi di interesse influenza le decisioni di spesa di prezzo di investimento della maggior parte degli agenti economici. Modificando i tassi di interesse le banche centrali influenzano tutti gli strumenti finanziari modificandone l'allocazione tra le varie tipologie di rischio. Ad esempio, con tassi di interesse elevati viene richiesto un premio di rischio maggiore per le azioni, deprimendone i prezzi. Con l'aumento dei tassi d'interesse, gli agenti economici preferiranno detenere titoli di stato, considerati a rischio zero rispetto a detenere azioni.

Come qualsiasi altro agente economico, le banche centrali hanno risorse reali limitate, che a loro volta limitano le loro politiche. Gli strumenti delle banche centrali includono politiche intermedie che cercano di controllare uno o più tassi di interesse come visto precedentemente, politiche quantitative che scelgono la dimensione delle sue passività e dei suoi dividendi e politiche di credito che determinino la composizione delle attività delle banche centrali.

²² Davidson. P. *Can, or should, a central bank inflation target?* Journal of Post Keynesian Economics. 26(4). 2006. pp. 690-691.

La banca centrale durante lo svolgimento delle sue funzioni è in grado di generare risorse che possono essere utilizzati dai governi. Secondo un vecchio adagio della politica monetaria, la banca centrale non dovrebbe monetizzare i deficit fiscali. La storia insegna che il modo più sicuro per produrre inflazione è quello di finanziare i bilanci pubblici stampando moneta. Tuttavia, queste affermazioni non sono del tutto corrette. Quasi tutte le banche centrali emettono riserve per acquistare debito pubblico nell'ambito delle loro operazioni di libero mercato. Stampare moneta per pagare i deficit di bilancio non è un tabù, ma piuttosto il funzionamento quotidiano della politica monetaria. Inoltre, quando l'interesse pagato sulle riserve bancarie è uguale al rendimento a breve termine dei titoli di Stato, come avviene oggi, quando una banca centrale utilizza le riserve per acquistare questi titoli non fa altro che scambiare una passività pubblica con un'altra, rendendo difficile sostenere che ciò avrà un impatto drammatico.

Nell'ambito delle sue attività, la banca centrale genererà risorse che hanno tre proprietà:

- In primo luogo, queste risorse provengono esclusivamente dalla creazione di moneta: cioè, le risorse derivano dal fatto che la banca centrale paga un interesse inferiore a quello di mercato su alcune delle sue passività in cambio del servizio che esse forniscono e, allo stesso tempo, guadagna tassi di interesse di mercato sulle attività sostenute da queste passività.

- In secondo luogo, il guadagno del “signoraggio”²³ dipende principalmente dal livello di inflazione, poiché un'inflazione più elevata tassa i detentori di moneta, ma per generare entrate sostanziali c'è bisogno di un'inflazione molto elevata.

- In terzo luogo, se la banca centrale paga il suo reddito netto ogni periodo, allora il suo vincolo di bilancio sarà rispettato indipendentemente dalla politica monetaria scelta.

In condizioni di stress fiscale, i governi saranno sempre tentati di chiedere alla banca centrale di generare più risorse e di trasferirle al Tesoro. Combinando le tre proprietà di cui sopra, sappiamo che 1) le risorse provengono dal signoraggio, 2) richiede

²³ Per signoraggio viene comunemente inteso l'insieme dei redditi derivanti dall'emissione di moneta.

un'inflazione molto elevata e 3) la banca centrale è in grado di effettuare i trasferimenti desiderati al Tesoro. Questa attività di finanziamento dello stato non sembra in grado di creare problemi al raggiungimento degli obiettivi di lungo periodo della Banca centrale.

Le banche centrali, nonostante siano l'organo istituzionale che "crea" moneta, in alcuni casi possono aver bisogno di sostegno finanziario. Tradizionalmente le banche centrali detengono titoli di Stato a breve scadenza e attuano la politica monetaria comprando e vendendo questi titoli dalle banche commerciali in cambio di riserve. In questo modello tradizionale le attività e le possibilità di una banca centrale sono prive di rischio e hanno scadenza equivalenti; così facendo la banca centrale riesce a generare un reddito netto.

Purtroppo, però, la situazione negli ultimi anni è cambiata: infatti le banche centrali tendono sempre di più a detenere titoli di Stato con scadenze molto lunghe. Oltre a questo, bisogna considerare che la banca centrale pagano interessi sulle riserve, e se mettiamo insieme questi due aspetti le banche centrali si possono trovare in una situazione in cui il suo reddito netto sarà negativo. Come abbiamo visto precedentemente, quando la banca centrale riesce a generare profitti questi vengono riversati al tesoro; questo però non accade quando il reddito netto è negativo. Una possibile soluzione al problema sarebbe quello di aumentare i guadagni dal signoraggio aumentando l'inflazione, ma questo va in contrasto con gli obiettivi di lungo termine della banca centrale. A questo punto entra in gioco il tesoro, che dovrà dare un sostegno fiscale alla banca centrale nel momento in cui il suo reddito netto è negativo.

Per quanto riguarda gli strumenti di una banca centrale è di particolare importanza l'analisi della gestione e delle attività detenute nel suo bilancio. Come abbiamo visto tradizionalmente le banche centrali si sono sempre concentrate sull'acquisto di titoli di Stato a breve scadenza. Questo modus operandi cambia completamente con la crisi finanziaria del 2007-2008.²⁴

La crisi finanziaria del 2007-2008 fu la più rilevante dalla grande depressione del 1929, e venne causata da una grave crisi di liquidità e solvibilità delle banche statunitensi. La crisi iniziò con lo scoppio della bolla dei prezzi delle case nel luglio del 2007 che causò enormi default di mutui subprime. La crisi fu talmente intensa che numerosi istituti bancari e finanziari fallirono e così facendo la crisi si propagò in tutto il mondo; gli

²⁴ Reis, R. *Central Bank Design*. The Journal of Economic Perspectives, 27(4). 2013. pp. 27-34.

strascichi della crisi perdurarono per anni e furono una delle cause della crisi del debito europeo del 2010-2011. Le banche centrali hanno avuto un ruolo cruciale nel salvare il sistema finanziario mondiale durante la crisi del 2008 e la crisi del debito europeo del 2011.

La principale banca colpita dalla crisi dei subprime fu la Lehman Brothers, una delle principali società attiva nei servizi finanziari a livello globale dell'epoca. Quest'ultima si ritrovò con un enorme quantità di titoli garantiti da mutui a basso rating. E nel secondo trimestre del 2008 fu obbligata a liquidare 6 miliardi di dollari in attività, registrando una perdita netta di 2,3 miliardi di dollari. Questo causò un crollo delle azioni della banca di circa tre quarti del loro valore, in risposta a questo la banca decise di tagliare 1500 posti di lavoro per ridurre le spese. Prima dell'uscita degli utili del terzo trimestre la Lehman Brothers cercò degli acquirenti tra cui la Korea Development Bank, ma una delle trattative andò in porto. Il 10 settembre 2008 la banca annunciò una perdita netta di quasi 4 miliardi di dollari e l'intenzione di liquidare la maggior parte delle proprie attività. Svanite anche le ultime possibilità di una vendita alla Barclays o alla Bank of America la Lehman dovette far ricorso al Chapter 11²⁵ dichiarando bancarotta il 15 settembre 2008, lasciando oltre 300 miliardi di debiti insoluti.

All'indomani del crollo di Lehman, l'affidabilità creditizia degli operatori del mercato interbancario era difficile da valutare e di conseguenza le banche hanno smesso di prestarsi reciprocamente, causando perturbazioni sistemiche nei mercati finanziari. Al fine di ripristinare la stabilità finanziaria, la Fed ha iniziato ad acquistare *commercial paper*²⁶ e *asset-backed commercial paper*²⁷ negli Stati Uniti, la Banca d'Inghilterra ha iniziato a comprare *commercial paper* e obbligazioni societarie nel Regno Unito e la BCE comprò obbligazioni garantite nell'Eurozona. Mentre la crisi finanziaria si acuiva e si espandeva in modi inaspettati in svariati paesi, le banche centrali hanno ampliato i loro acquisti di attività finanziarie di diversa natura e dimensioni. Senza questo aiuto le

²⁵ Il Chapter 11 (letteralmente "Capitolo 11") è la principale norma fallimentare dello United States Code degli Stati Uniti.

²⁶ Il *commercial paper* è strumento di finanziamento tipicamente di breve termine, viene utilizzato quasi esclusivamente da grandi imprese per finanziare i propri fabbisogni di capitale circolante. Di solito hanno una durata di 50 giorni e servono per finanziarsi a un tasso inferiore a quello del credito bancario.

²⁷ Gli *asset-backed commercial paper* (ABCP) sono uno strumento finanziario garantito da altre attività finanziarie come mutui o prestiti, nel caso della crisi del 2008 la gran parte di questi strumenti aveva come garanzia dei mutui subprime. Gli investitori istituzionali di solito acquistano tali strumenti al fine di diversificare le loro attività e generare guadagni a breve termine.

ripercussioni per il sistema finanziario sarebbero state disastrose, nonostante le ricadute per l'economia reale siano state importanti le banche centrali sono riuscite a limitare i danni.²⁸

Per dare un'idea della grandezza dell'intervento operato nel 2008, il bilancio della Federal Reserve passò da 900 miliardi a più di 2000 miliardi, acquistando ogni tipo di attività con qualunque tipo di rischi e scadenze.

Durante la crisi la FED iniziò ad accettare come garanzia qualunque tipo di obbligazione commerciale, prestiti per auto, prestiti studenteschi e partecipò a salvataggio delle banche Bear Sterns e AIG. L'idea che una banca centrale possa acquistare titoli e strumenti finanziari di singole aziende viene fortemente criticato. In primo luogo, l'acquisto di titoli altamente rischiosi e più illiquidi può creare gravi perdite finanziarie per la Banca centrale mettendola potenzialmente in pericolo. In secondo luogo, finanziare o aiutare una singola società o settore fa sorgere delle domande riguardanti conflitti di interesse, "per quale motivo si è scelto di salvare una particolare società e non un'altra?". Ad aggravare la situazione gli operatori finanziari vedendo il comportamento passato potrebbero essere incentivate ad adottare comportamenti spregiudicati dando per scontato l'intervento della Banca centrale come prestatore di ultima istanza. Su questa tematica ci sono due punti di vista diametralmente opposti: uno considera giusto e doveroso l'intervento delle banche centrali con qualunque mezzo a sua disposizione e l'altro ritiene che le banche centrali debbano soltanto acquistare titoli di Stato.²⁹

Sembra che l'interpretazione dominante, in questo momento, sia quella di una banca centrale interventista; infatti, durante la crisi del Covid tutte le banche centrali del mondo si sono prodigate a erogare grandi quantità di finanziamenti a tutti i settori dell'economia senza farsi troppi problemi.

Per esempio, la BCE ha stanziato 1850 miliardi di euro per il programma di acquisto per l'emergenza pandemica PEPP.³⁰ L'obiettivo era quello di ridurre i costi per il finanziamento aumentando contestualmente il credito in un momento di estrema necessità. Il PEPP prevedeva sia l'acquisto di titoli dagli istituti bancari per fornirgli la

²⁸ Ertürk, I. *Reconceptualizing central bank unconventional policies: long positions on no-growth capitalism*. In I. Ertürk, C. Goodhart, D. Gabor, & J. Vestergaard (Eds.), *Central Banking at a Crossroads: Europe and Beyond*. Anthem press. Londra. 2014. p. 219.

²⁹ Reis, R. *Central Bank Design*. The Journal of Economic Perspectives. 27(4). 2013. pp. 32-33.

³⁰ Pandemic Emergency Purchase Programme.

liquidità necessaria per concedere prestiti a famiglie e imprese, sia l'acquisto diretto di titoli societari come commercial paper e obbligazioni.³¹ La BCE, inoltre, si è impegnata al finanziamento delle piccole e medie imprese attraverso la BEI³² concedendo 200 miliardi di finanziamenti.³³ Questi finanziamenti sarebbero serviti per il pagamento di debiti in scadenza inferiore a 6 mesi e sarebbe stato rimborsato nel corso di 8 anni a un tasso di interesse uguale a zero.

I.3 Trasparenza, impegni, indipendenza e responsabilità

Dopo aver analizzato gli obiettivi e gli strumenti di una banca centrale, andremo ad analizzare la macrocategoria che comprende le tematiche di trasparenza, impegni, indipendenza e responsabilità.

La progettazione della banca centrale implica anche la scelta delle regole del gioco che essa giocherà con gli agenti privati. Queste includono ciò che la banca centrale divulgherà, ciò che si impegnerà a fare e come sarà ritenuta responsabile delle sue promesse e dei suoi obiettivi. Ad esempio, gli annunci della banca centrale possono essere preziosi per gli agenti economici per le informazioni sull'economia che forniscono e perché possono giustificare la politica attuale e rivelare le probabili politiche future. Per una banca centrale è fondamentale che ci sia un allineamento tra gli annunci che vengono fatti e le azioni che vengono messe in atto per realizzarli.

Nella progettazione di una banca centrale bisogna tener conto che sono degli esseri umani che devono prendere le decisioni. Anche quando i responsabili delle politiche hanno intenzioni benevole, la storia del governo comprende molti errori e fallimenti dovuti a incompetenza, miopia, arroganza, modelli falsi o idee sbagliate. Secondo Milton Friedman avere delle regole rigide per la gestione della politica monetaria permette di prevenire gli errori di gestione. Se la banca centrale è progettata in modo da legare le mani ai responsabili delle politiche su alcuni aspetti, il benessere per la società può essere migliore rispetto a lasciargli libertà.³⁴

³¹ Sito BCE: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html>

³² Banca europea per gli investimenti.

³³ Sito Consob: <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-misure-sostegno>

³⁴ Friedman. M. *The Role of Monetary Policy*. American Economic Review. 58(1). 1968. pp. 1-17.

Un principio di progettazione di una banca centrale è evitare che ci possano essere tentazioni, ad esempio quella di generare un eccesso di inflazione nel tentativo di mantenere per sempre un output gap positivo. Una soluzione adottata con un certo successo in tutto il mondo prevede che i governatori delle banche centrali abbiano un mandato lungo ma non rinnovabile, limitando così la capacità dei politici di rimuoverli o di esercitare pressioni per ridurre temporaneamente la disoccupazione al fine di vincere le elezioni.

La letteratura ha suggerito che se la banca centrale assume un impegno pubblico e si preoccupa della sua reputazione nel mantenere tale impegno, può essere in grado di raggiungere meglio i suoi obiettivi. Diversi paesi hanno fatto adottando regole rigide che impongono alla banca centrale di avere come obiettivo l'inflazione. Diventa fondamentale che una banca centrale dichiari nella maniera più trasparente possibile le sue proiezioni economiche e come intende raggiungere i suoi obiettivi. La pubblicazione di rapporti periodici sull'inflazione, come ad esempio fanno la Banca d'Inghilterra o la Norges Bank norvegese, è un modo per la banca centrale di giustificare le proprie azioni e di impegnarsi a fare previsioni sulla propria funzione obiettivo. Sulla base di tali rapporti, gli agenti economici possono dedurre se il policymaker si sta attenendo ai suoi obiettivi o sta cercando di ingannarli. Possono confrontare i risultati con gli annunci precedenti e aggiustare le loro azioni e aspettative future per punire i policymaker che si ritiene stiano rinnegando i loro impegni.³⁵

La trasparenza delle banche centrali influisce sul raggiungimento dei loro obiettivi di stabilità dei prezzi. È interessante notare che la trasparenza, cioè avere un impegno giuridico chiaramente annunciato per la stabilità dei prezzi, facilita molto il lavoro delle banche centrali. La trasparenza si è evoluta meno rapidamente nel tempo. Tuttavia, per alcuni sottogruppi, in particolare i paesi che hanno adottato obiettivi formali di inflazione e i paesi che hanno aderito all'area dell'euro, l'aumento della trasparenza è significativo, di questo ne ha beneficiato la stabilità dei prezzi.³⁶

Riguardante la trasparenza sorge una domanda: c'è un argomento forte per cui la banca centrale *non* deve rivelare tutto ciò che sa?

³⁵ Reis. R. *Central Bank Design*. The Journal of Economic Perspectives. 27(4). 2013. pp. 33-34

³⁶ Crowe. C, Meade. E. E. *The Evolution of Central Bank Governance around the World*. The Journal of Economic Perspectives. 21(4). 2007. pp. 69-90.

La questione più preoccupante è se gli annunci delle banche centrali favoriscano la confusione piuttosto che una migliore comprensione. Esistono dei modelli in cui gli agenti economici hanno limitazioni cognitive e informative che possono portarli a interpretare male le informazioni pubbliche. Se la banca centrale rivela segnali sulle variabili economiche che gli agenti utilizzano per prendere decisioni, ma lo fa in un modo che seppellisce le informazioni nel rumore statistico, o se annuncia le informazioni troppo presto prima che diventino rilevanti, o se si concentra su variabili troppo lontane dagli obiettivi di policy, allora è possibile ridurre la precisione delle azioni private e ottenere risultati peggiori. Inoltre, i segnali pubblici possono indurre gli agenti a raccogliere meno informazioni private, rendendo il sistema dei prezzi meno efficiente e inducendo una reazione eccessiva alle notizie della banca centrale.

Secondo questi modelli invece che rivelare meno informazioni è meglio ottimizzare la forma e la tempistica degli annunci. La trasparenza è un modo, o forse il modo, per raggiungere l'*accountability*.³⁷ Se la banca centrale è aperta riguardo ai suoi obiettivi, alle sue procedure e alle sue visioni del futuro, sarà quasi del tutto in grado di rendere conto delle sue missioni alla società nel suo complesso.³⁸

Ultima tematica da affrontare rimane l'indipendenza dell'istituto. Una banca centrale indipendente è pensata come un'istituzione autonoma che garantisce che le sue politiche monetarie non siano influenzate dall'esterno, e non subiscano pressione da altre istituzioni. Il principale risultato e desiderabilità dell'indipendenza della banca centrale (CBI) è che è considerata un fattore cruciale nel controllo dell'inflazione e nella riduzione dei costi di stabilizzazione, ponendo quindi basi adeguate a una crescita economica sostenibile e non inflazionistica³⁹.

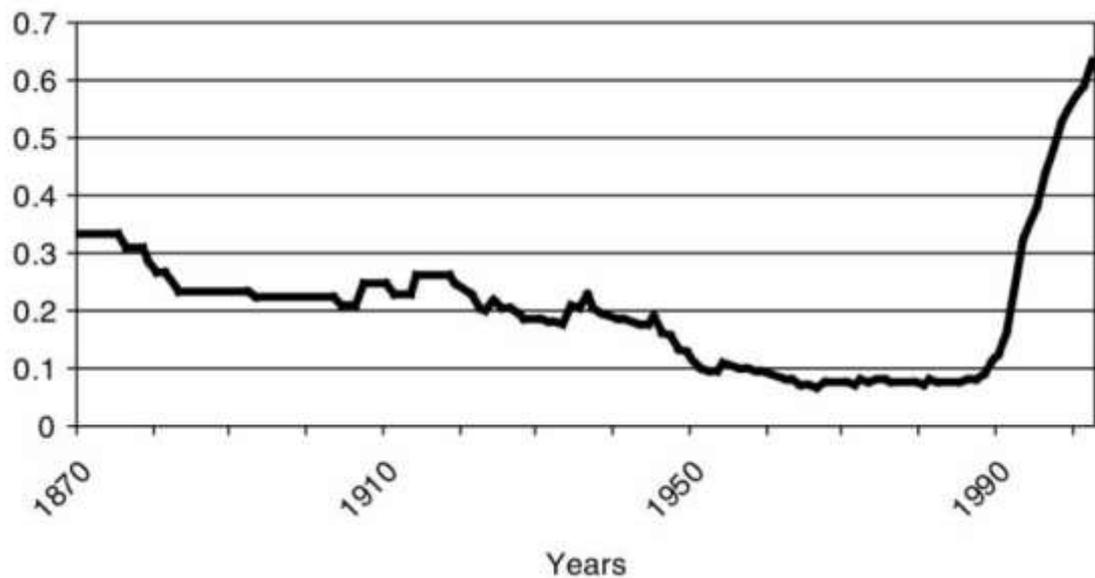
Il numero di stati sovrani ad aver adottato una banca centrale indipendente per molto tempo è stato limitato, anzi è calato per tutto il dopoguerra. Nonostante questo, la tendenza si è invertita e si è arrivati a oltre il sessanta per cento di stati che possiedono una banca centrale indipendente, come si può vedere nell'immagine 1.5.

³⁷ Con il termine *accountability* ci si riferisce al processo con cui si è chiamati a rendere conto delle conseguenze delle proprie azioni.

³⁸ Reis. R. *Central Bank Design*. The Journal of Economic Perspectives. 27(4). 2013. pp. 35-36.

³⁹ Haga. M. *On Central Bank Independence and Political Cycles*. Journal of Applied Economics. 18(2). 2015. p. 267.

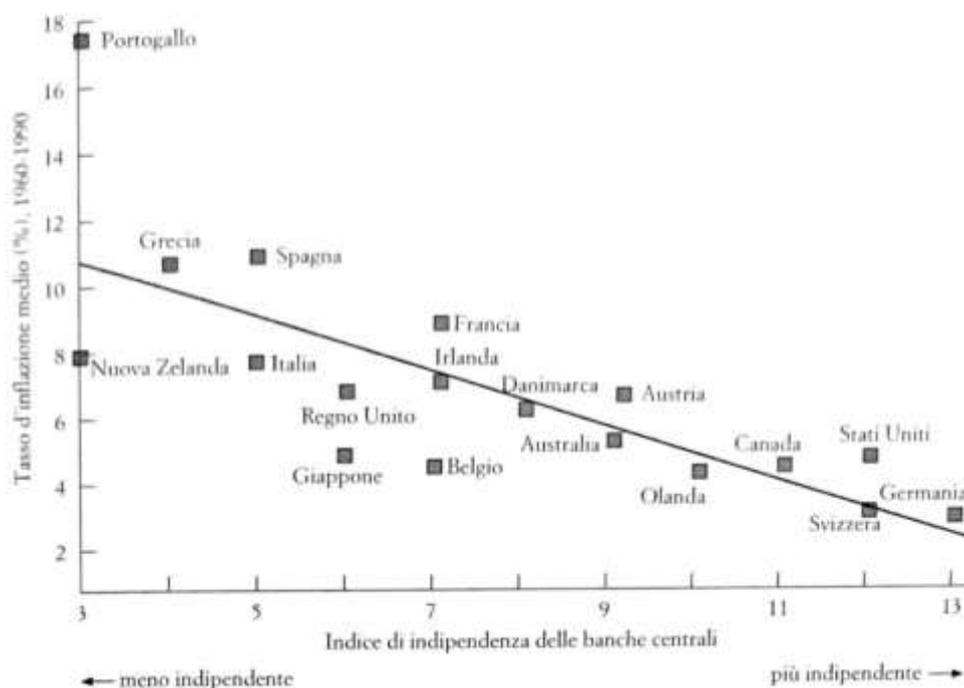
Immagine 1.5 Percentuale di stati sovrani con CBI (indipendenza banca centrale) nel periodo 1870-2003



Fonte: Marcussen. M. *Central banks on the move*, Journal of European Public Policy. 12(5). 2005. p. 906.

Il beneficio di una banca centrale indipendente per l'economia è evidente nell'immagine 1.6, dove si può notare che i paesi con una banca centrale indipendente riporta anche livelli minori di inflazione. L'inflazione è influenzata sia dai tassi di interesse sia dalle politiche fiscali e spesa pubblica di una nazione: questi due ultimi fattori però non sono sotto il controllo della banca centrale perché sono di competenza dei governi. Ma i governi sono soggetti all'elezioni e quindi sono più inclini ad avere politiche accomodanti ed espansive nei periodi a ridosso delle elezioni per cercare di ottenere il massimo consenso possibile. Questo rende ancora più importante il concetto di indipendenza della banca centrale, che deve perseguire i suoi obiettivi a lungo termine senza lasciarsi influenzare dall'idea di ottenere benefici a breve termine minando le prospettive future.

Immagine 1.6 Indipendenza banca centrale e inflazione



Fonte: Blanchard. O. *Macroeconomia: una prospettiva europea*. Nuova edizione. Il Mulino. Bologna. 2016. p. 543.

Per quanto riguarda la BCE, il trattato di Maastricht ha dato impulso all'indipendenza delle banche centrali in Europa. La logica, come fornita nella sintesi della ricerca della comunità europea sull'EUM, era che una banca centrale indipendente aveva maggiori probabilità di raggiungere la stabilità dei prezzi, perché sarebbe stata libera dalla tentazione politica di cercare di progettare un boom economico a fini elettorali.⁴⁰ L'indipendenza politica aumenterebbe quindi la credibilità nell'obiettivo di inflazione. Le condizioni di Maastricht specificavano che, per rendere sostenibile l'indipendenza della banca centrale, i governi avrebbero dovuto accettare restrizioni sui deficit fiscali degli stati. L'idea era che finanziare grandi deficit o affrontare una crisi finanziaria se i governi fossero stati costretti al default avrebbe minacciato l'indipendenza della banca centrale; Ciò danneggerebbe la capacità della banca centrale di raggiungere il suo obiettivo di inflazione.⁴¹

⁴⁰ Sito BCE: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7454_en.pdf

⁴¹ Dow, S. C. *The relationship between central banks and governments: what are central banks for?* In I. Ertürk, C. Goodhart, D. Gabor, & J. Vestergaard (Eds.), *Central Banking at a Crossroads: Europe and Beyond*. Anthem press. Londra. 2014. p. 237.

Capitolo 2: Bank of England e Federal Reserve System: due storie a confronto

Dopo aver visto nel capitolo precedente come sono organizzate le banche centrali e quali sono i loro compiti e obiettivi, dedicheremo questo capitolo all'analisi della storia di due delle banche centrali più antiche e influenti del mondo, osservandone i momenti salienti. Vedremo le cause che hanno portato alla loro creazione e successivamente vedremo come si sono evolute nel tempo dalla loro origine fino al dopoguerra. Prenderemo in analisi la Bank of England che fu la prima banca centrale della storia e che servì come modello per la creazione di quasi tutte le banche centrali costituite nei secoli successivi. Infine, vedremo una breve storia della banca centrale degli Stati Uniti d'America, attualmente la banca più potente e influente al mondo.

II.1 Bank of England

Secondo Douglas North e Barry Weingast la nascita della Banca d'Inghilterra trova le sue origini dalle riforme introdotte nella Gloriosa rivoluzione del 1688¹, nella necessità di costruire un sistema di finanziamento dello stato razionale e trasparente, riorganizzando un sistema caotico e spesso inefficiente.² Le prime banche centrali vennero quasi tutte istituite con il fine ultimo di favorire il finanziamento dei governi, considerando che all'epoca il regime tributario era acerbo e presentava numerosi problemi di riscossione.³

Formalmente la Banca d'Inghilterra fu istituita il 27 luglio 1694, ma il progetto fu ideato già l'anno precedente per riuscire a finanziare il prestito di 1,2 milioni di sterline che il re Guglielmo III aveva sottoscritto per finanziare la costruzione di una flotta di navi, per la guerra contro Luigi XIV. L'accordo prevedeva che il governo mutuatario

¹ Per Gloriosa rivoluzione si intende gli eventi avvenuti nel 1688-1689 che portarono all'incoronazione di Guglielmo III a discapito di Giacomo II. Non si trattò di una semplice guerra di successione, segnò l'inizio di un nuovo tipo di monarchia parlamentare. L'introduzione del Bill of Rights del 1689 limitò notevolmente il potere del Re a discapito del parlamento.

² North, D. C., Weingast, B. R. *Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England*. The Journal of Economic History. 49(4). 1989. pp. 803–832.

³ Curzio, G. *L'età delle banche centrali: forme e governo della moneta fiduciaria in una prospettiva istituzionalista*. Il Mulino. Bologna. 2004. pp. 120-121.

avrebbe pagato l'otto per cento di interessi l'anno, con un importo annuo aggiuntivo di 4.000 sterline per la gestione.⁴

La Banca d'Inghilterra fu costituita da 1272 partecipanti, tra i quali vi erano anche il re e la regina; i soci al momento della stipula dell'accordo versarono 1.200.000 £ come capitale iniziale. Con l'istituzione della banca si raggiunse l'obiettivo di mettere sotto il controllo del parlamento le finanze della corona.⁵

Nel giro di soli tre anni il governo ancora in guerra, e quindi in grave difficoltà economiche, richiese ulteriori finanziamenti alla Banca, che così poté decidere le condizioni estremamente vantaggiose alle quali era disposta a concedere il prestito. Essa chiese che: "nessun'altra banca o costituzione di natura bancaria fosse eretta o istituita, permessa o consentita da un atto del Parlamento durante la permanenza della Banca d'Inghilterra". La Banca ottenne il monopolio e, cosa non meno vantaggiosa, l'inevitabile concentrazione degli affari bancari del governo nelle sue mani. Dopo l'accordo, la banca controllava la gestione dei bilanci statali e del debito pubblico e deteneva il privilegio di stampare cartamoneta. Visto che lo stato si trovava in situazioni di difficoltà economica, il contratto della durata iniziale di dodici anni fu rinnovato tre volte nel 1742, 1764 e nel 1781.

Nei primi decenni di vita la Banca fu alle prese con gravi problemi, tra i quali:

- un enorme problema di gestione delle "rimesse estere", per poter rifornire l'esercito inglese che combatteva contro Luigi XIV sul suolo francese;
- dovette superare l'opposizione e la concorrenza di numerose banche pionieri del settore, alcune delle quali erano state fondate a Londra almeno mezzo secolo prima della Banca d'Inghilterra;
- affrontò numerosi problemi in una condizione di moneta confusa e instabile, nella quale ogni istituto coniava le proprie monete e banconote ognuna con tagli e valori diversi, riuscendo comunque a creare e mantenere una considerevole emissione di banconote.

Nonostante queste difficoltà, la Banca passò attraverso le fasi sperimentali della sua costituzione per arrivare a essere l'unica società bancaria in Inghilterra diventando

⁴ Wadsworth. J. E. *The Bank of England 1694–1944*. History. 30(111). 1945. p. 60.

⁵ Curzio. G. *L'età delle banche centrali: forme e governo della moneta fiduciaria in una prospettiva istituzionalista*. Il Mulino. Bologna. 2004. p. 137.

l'elemento più potente nella struttura finanziaria del Paese. Adam Smith al tempo l'aveva definita "la più grande banca di emissione d'Europa. Non agisce solo come una banca ordinaria, ma come un grande motore dello Stato".⁶

Nel 1707 la Banca d'Inghilterra dopo un aumento di capitale ottenne la nomina di società per azioni (joint stock banks).⁷ Il monopolio della Banca d'Inghilterra era stato espresso più precisamente con un atto parlamentare del 1708 che confermava che: "finché la Banca esisteva, nessuna corporazione o società di più di sei persone avrebbe potuto prendere a prestito o prendere in prestito qualsiasi somma di denaro sulle loro cambiali in un periodo inferiore a sei mesi"⁸.

L'emissione di banconote era all'epoca l'attività ordinaria principale e questa legislazione comportava che l'attività bancaria commerciale poteva essere svolta solo da piccole imprese private, spesso in associazione con altre attività commerciali. Prima di questa legge a Londra si potevano trovare diverse banche private di vecchia data che erano solide e stabili, mentre nelle province non vi erano molti istituti del genere. Successivamente all'introduzione di questa legge centinaia di commercianti, produttori e negozianti iniziarono a dedicarsi all'attività bancaria e cominciarono a emettere banconote come attività secondaria redditizia, non di rado con conseguenze disastrose. Con l'introduzione di questa legge le banconote della Banca d'Inghilterra soppiantarono tutte le banconote emesse dalle altre banche a Londra, ma nel resto del paese questo non accadde così rapidamente; infatti, il loro utilizzo non era così frequente.⁹

La crescente domanda di moneta fece nascere una gran quantità di istituti: nel 1750 si contavano solo una dozzina di banche provinciali (Country Banks), ma dopo vent'anni il numero era già decuplicato e all'inizio del 1800 operavano sul territorio 650 banche provinciali. In questo periodo ci si trovava ad avere due circuiti di emissioni quasi completamente separati, quello della City dominato dalla banca l'Inghilterra e il circuito costituito dall'insieme delle banche regionali nel resto del paese. Come abbiamo visto questa crescente domanda di banconote spinse alla costituzione di nuovi istituti e portò a

⁶ Wadsworth, J. E. *The Bank of England: 1694–1944*. History. 30(111). 1945. pp. 60-62.

⁷ Curzio. G. *L'età delle banche centrali: forme e governo della moneta fiduciaria in una prospettiva istituzionalista*. Il Mulino. Bologna. 2004. p. 137.

⁸ *Bank of England Act*. 7 Anne. cap. 7(30). 1708 (risorsa web: <https://vlex.co.uk/vid/bank-of-england-act-808147545>)

⁹ Wadsworth, J. E. *The Bank of England: 1694–1944*. History. 30(111). 1945. pp. 62-63.

un'enorme crescita delle banconote emesse; infatti, si passò a circa 10 milioni di sterline in circolazione nel 1770 a quasi 30 milioni nel 1825¹⁰

Oltre alla emissione di moneta, la Banca svolgeva un'attività commerciale generale ad ampio raggio, aprendo conti e concedendo prestiti a società e privati. I prestiti avvenivano principalmente tramite sconto di cambiali commerciali. Un'analisi dei bilanci all'inizio del XVIII secolo registra circa 1300 mutuatari, che dovevano alla Banca poco più di 6 milioni di sterline. Poco meno della metà era costituita da mercanti che si occupavano di commercio estero: il commercio delle Indie occidentali per lo zucchero e i cereali era il più importante, ma i mercanti iraniani, i commercianti con l'America, la Russia, il Mediterraneo, il Baltico mostravano tutti cifre considerevoli. Nel settore del commercio domestico si contano più di cinquanta gruppi, tra cui commercianti di tè, i droghieri, i raffinatori di zucchero, poi i produttori di tessuti di lana, di seta e di garze di Spitalfields, i magazzinieri e i produttori scozzesi di tessuti e calzetteria. La maggior parte degli altri mestieri erano rappresentati da produttori di mais, commercianti di luppolo, fabbri e ferrai, commercianti di carbone, lavanderie, mercerie, venditori di cuoio, nonché molti rami del commercio al dettaglio.

Nel 1825 a Londra ci fu un'euforia incontrollata nell'acquisto di titoli di Stato dei paesi dell'America latina, appena diventati indipendenti. L'euforia per questi titoli poco affidabili contagiò persino Sua Maestà Re Giorgio IV. Il boom delle obbligazioni portò con sé anche un enorme aumento del livello dei prezzi azionari, soprattutto per le aziende minerarie. Purtroppo, tutto tornò alla realtà quando i principali paesi del Sudamerica dichiararono default. La crisi mise il sistema bancario inglese duramente alla prova, nel solo 1825 trenta banche fallirono, l'anno dopo furono trentatré le banche a dover dichiarare fallimento. Quasi un centinaio di banche dovettero sospendere i pagamenti, anche la Banca d'Inghilterra fu molto vicina alla sospensione da cui fu salvata in extremis dalla scoperta casuale di una scatola di banconote da 1£ inutilizzate.

Il 1844 fu un anno cruciale per la Banca, infatti furono approvate due leggi: la prima, il Bank Charter Act, è ancora per certi versi lo statuto fondamentale che governa la Banca, mentre la seconda, un codice bancario per azioni applicato alle nuove banche

¹⁰ Curzio, G. *L'età delle banche centrali: forme e governo della moneta fiduciaria in una prospettiva istituzionalista*. Il Mulino. Bologna. 2004. pp. 138-139.

per azioni, fu di tale severità che le nuove imprese bancarie furono virtualmente soffocate fino a quando la legislazione fu ritirata solo tredici anni dopo.

Il Charter Act fu in gran parte un'idea della Banca d'Inghilterra: le disposizioni principali della legge erano che la Banca si sarebbe dovuta dividere in due dipartimenti distinti, rispettivamente un organo di emissione e un organo come banca tradizionale; inoltre prevedeva la concertazione delle emissioni di banconote nelle sue mani. Il principio di un'emissione fiduciaria fissa fu allora introdotto, ed è rimasto come parte integrante degli accordi monetari britannici. Lo scopo della legge era quello di mettere in discussione la convertibilità delle banconote, rendendole sempre intercambiabili con l'oro al prezzo legale. Questo obiettivo fu raggiunto per settant'anni, ma a costo di introdurre una pericolosa misura di rigidità nell'emissione delle banconote. Questa rigidità era talmente severa che appena tre anni dopo l'approvazione della legge, una crisi finanziaria fu superata solo sospendendo le restrizioni all'emissione di banconote da parte della Banca con una lettera del Tesoro. La legge si è tuttavia dimostrata progressista in un importante aspetto: infatti, la Banca era tenuta a pubblicare un estratto conto settimanale e uno mensile. L'Atto del 1844 prevedeva, in primo luogo, che il rendiconto dovesse esser pubblicato settimana per settimana e, in secondo luogo, che fosse diviso in due sezioni, in linea con la divisione della Banca in due dipartimenti. Questo rendiconto informativo si può considerare il precursore diretto dell'odierno rendiconto settimanale della Banca.¹¹

Il Bank Charter Act pose le basi del modello inglese decretando due principi fondamentali: per primo venne stabilito che solo un istituto privato orientato al profitto avrebbe avuto la possibilità di emettere banconote, naturalmente sotto esplicita concessione statale: l'idea era quella di sottrarre istituti di emissione dal controllo diretto del potere esecutivo. Il secondo aspetto fondamentale riguardava le regole che questo istituto avrebbe dovuto rispettare, che avevano l'obiettivo di creare la massima fiducia possibile in questo nuovo strumento che erano le banconote cartacee.

Il sistema che si venne a creare servì da modello per la creazione di quasi tutte le banche centrali che si vennero a creare nei secoli avvenire, e ne sono un esempio le banche centrali francese, italiana, belga, giapponese e americana.¹²

¹¹ Wadsworth. J. E. *The Bank of England: 1694–1944*. History. 30(111). 1945. pp. 63-70.

¹² Curzio. G. *L'età delle banche centrali: forme e governo della moneta fiduciaria in una prospettiva istituzionalista*. Il Mulino. Bologna. 2004. pp. 122-123.

Nel 1914 l'alto livello e la leadership internazionale raggiunti dalla BOE, che riflettevano due secoli di progressi, non erano che una tappa sulla strada che portava a metodi di gestione monetaria molto più intricati e precisi e, cosa più sorprendente, al trasferimento alla Banca d'Inghilterra della responsabilità ultima della politica monetaria. Fortunatamente, a quel punto la struttura del sistema bancario inglese aveva raggiunto la forma definitiva, rappresentando un sistema forte e unificato, in grado di sopportare le tensioni e di contribuire a risolvere i problemi del tempo.¹³

La Banca fu nazionalizzata dal governo laburista del dopoguerra nel 1946 e così facendo il Tesoro divenne l'unico azionista e la destinazione degli utili della Banca. Per quanto riguarda le sue priorità politiche, fino a quel momento la Banca si era trovata a perseguire un insieme di obiettivi formulati in modo vago e parzialmente contrastanti, quali: piena occupazione, stabilità dei prezzi, crescita economica e un tasso di cambio fisso. Fino al 1971, ciò è stato fatto attraverso una serie di controlli diretti e di persuasione morale da parte del governo. L'anno 1971 ha segnato il primo tentativo di adottare il tasso bancario come principale strumento di politica monetaria e questo si è concentrato sulla creazione e sul mantenimento delle condizioni per la stabilità dei prezzi dopo che un obiettivo esplicito di inflazione del 2,5% è stato adottato nel 1992. Di fatto la Banca ottenne l'indipendenza operativa nel maggio 1997, nonostante rimanesse nazionalizzata.¹⁴

Nell'arco di un quarto di millennio, la crescita della Banca d'Inghilterra ha rappresentato un notevole esempio di capacità di adattamento in risposta ai cambiamenti rivoluzionari negli affari monetari. Inizialmente fu pronta a sfruttare il monopolio reale, opponendo una forte resistenza alle misure liberatorie così essenziali per il progresso del sistema bancario inglese, avvicinandosi con riluttanza e diffidenza ai doveri della sua posizione speciale. Una volta riconosciuti, tuttavia, la Banca accettò responsabilità sempre maggiori come banca centrale, diventando infine, sotto la direzione del Tesoro, controllore e gestore dell'intero complesso sistema monetario: un vero e proprio "motore dello Stato". Man mano che il ritmo dell'evoluzione si è accelerato sotto lo stress delle condizioni mondiali, la Banca d'Inghilterra ha mostrato una capacità di adattamento ben diversa dall'atteggiamento rigido dei secoli precedenti. Gli ultimi anni hanno rivelato una

¹³ Wadsworth, J. E. *The Bank of England: 1694–1944*. History. 30(111). 1945. pp. 70-73.

¹⁴ Howells, P. *The U.S. Fed and the Bank of England: Ownership, Structure, and "Independence."* International Journal of Political Economy. 42(3). 2013. p. 57.

crescente comprensione della necessità che la finanza agisca non come dominatrice, ma come utile partner dell'industria e del commercio.¹⁵

II.2 Federal Reserve System

Per quanto riguarda gli Stati Uniti la situazione era ben diversa da quella inglese. La costituzione americana all'articolo I sezione otto afferma che: "il parlamento (il congresso) ha, fra gli altri, il potere di battere moneta, di stabilire il valore di questa e quello delle monete straniere, e di fissare i vari tipi di pesi e misure." Nella sezione dieci viene affermato che: "nessuno Stato potrà battere moneta; o emettere titoli di credito; o consentire che il pagamento dei debiti avvenga in un'altra forma che mediante monete d'oro e argento". Da questo si può evincere che vi sia un totale divieto per i singoli Stati di emettere moneta, ma non viene specificato nulla per quanto riguarda il governo federale.

Nel febbraio 1791 il congresso americano istituì per la prima volta una banca di stato con una concessione ventennale, e nel medesimo periodo le banche statali americane passarono da 3 a quasi 250. Purtroppo, questo esperimento fallì vent'anni dopo allo scadere della concessione, sotto la pressione della lobby delle banche che fece naufragare la possibilità di un rinnovo. Negli stessi anni di questo primo fallimento il sistema bancario statunitense fu colpito da un enorme shock dovuto al riaccendersi della guerra con l'Inghilterra, e per questo gli Stati Uniti per la prima volta nella loro storia dovettero sospendere la convertibilità della moneta in oro.

Passato questo periodo di difficoltà, nel 1816 il congresso istituì nuovamente una banca nazionale con sede a Philadelphia, ma anche questo progetto fallì poco dopo. Nel 1863 il congresso americano adottò il National bank act, che entrò in vigore solo nel 1865 terminata la guerra di secessione. Questo emendamento affermava che qualunque banca avesse rispettato certi criteri avrebbe fatto parte del sistema nazionale. Per prima cosa la banca avrebbe dovuto avere una concessione dal governo federale e poi sottostare al controllo di un ufficio del tesoro. Questo ordinamento stabiliva che le banche avessero l'obbligo del 25% come riserva nelle grandi città e del 15% per quanto riguarda le banche

¹⁵ Wadsworth. J. E. *The Bank of England: 1694–1944*. History. 30(111). 1945. pp. 73-74.

provinciali; infine, il tetto di emissioni di banconote totali era prefissato a 300 milioni di dollari l'anno.

In questo periodo si vennero a creare due tipologie di banche: da un lato vi erano le banche nazionali che avevano come principale attività l'emissione di banconote, dall'altro vi erano le banche statali che avevano come attività principale la raccolta dei risparmi. In soli due anni dal 1864 al 1866 le banche nazionali passarono da 638 a 1648. Questo periodo storico era caratterizzato da una forte rigidità dell'offerta monetaria, questo causava grande volatilità dei tassi di interesse. Questo problema causava periodi di forte stress per il sistema finanziario, seguiti da una crisi fiduciaria. In un breve lasso di tempo vi furono numerose crisi (1873,1884,1890,1893,1907) che generalmente erano molto più intense di quelle che avvenivano in Europa e spesso portavano alla sospensione della convertibilità delle banconote in oro. L'ultima di queste crisi fu particolarmente intensa e nonostante nel 1907 furono emessi 500 milioni di dollari (circa il 5% dell'intero ammontare delle banconote in circolazione) la convertibilità fu sospesa per diversi mesi.¹⁶

Quando il Federal Reserve System iniziò a operare, la teoria della banca centrale aveva già più di un secolo e tali istituzioni esistevano da tempo altrove. Gli Stati Uniti fino a quel momento ne avevano fatto a meno, ma non era stata una scelta molto saggia. Gravi crisi finanziarie, con importanti fallimenti bancari, continuavano ad affliggere gli Stati Uniti molto tempo dopo che, ad esempio, in Gran Bretagna erano diventate un ricordo del passato. Dopo la crisi del 1907, si cominciò a sentire la necessità di una istituzione regolamentatrice, ma non si era ancora riusciti a mettersi d'accordo sulla forma che avrebbe dovuto assumere.

Il sistema creato dal Congresso nel 1913 era un compromesso. Non consisteva in una banca centrale nazionale, sul modello dell'allora Banca d'Inghilterra, cioè una banca centrale altamente indipendente, come alcuni avevano auspicato, ma si trattava di dodici banche centrali regionali, le cui attività dovevano essere supervisionate e forse coordinate da Washington. In questo modo, i benefici di una "moneta elastica" fornita da un'istituzione (o piuttosto da dodici di esse) che poteva anche agire come "prestatore di ultima istanza" in tempi di crisi, sarebbero stati messi a disposizione del sistema bancario

¹⁶ Curzio, G. *L'età delle banche centrali: forme e governo della moneta fiduciaria in una prospettiva istituzionalista*. Il Mulino, 2004. Bologna. pp. 148-158, pp. 197-207.

americano. Il potere che un singolo istituto di questo tipo con un'unica sede avrebbe potuto esercitare fu diversificato da quel centro per essere condiviso con altri undici.¹⁷

Le funzioni originali della Federal Reserve erano nettamente limitate. Riflettevano le ansie specifiche del tempo, come accennato in precedenza le questioni di sua competenza erano: essenzialmente prestatore di ultima istanza e istituto d'emissione di banconote. L'unica omissione degna di nota è qualsiasi riferimento all'inflazione e alla protezione del valore della moneta, ma questi obiettivi non erano minimamente presi in considerazione all'epoca, solo le banche centrali nate recentemente sono state costituite con questi obiettivi. Le responsabilità di cui fu incaricata la neonata Fed furono:

- Creazione di un meccanismo comune per l'estensione del credito alle banche che possiedono attività sane e che desiderano liquidarle allo scopo di soddisfare le legittime esigenze commerciali, agricole e industriali della loro clientela;

- Ritiro definitivo dell'attuale valuta garantita da obbligazioni, con disposizioni adeguate all'adempimento degli obblighi governativi nei confronti degli obbligazionisti, accompagnato dalla creazione di una valuta flessibile soddisfacente che prenda il suo posto;

- Disposizioni per una migliore estensione delle strutture bancarie americane all'estero al fine che il commercio all'estero possa essere ampliato e che gli uomini d'affari americani in paesi stranieri possano ottenere le sistemazioni di cui hanno bisogno nella conduzione delle loro operazioni¹⁸

Nel 1913 gli Stati Uniti erano già uno dei soggetti principali dell'economia mondiale, dove l'adesione alle regole del gold standard era data più o meno per scontata. Ma l'ordine internazionale, in gran parte pacifico e aperto, di cui il gold standard costituiva una componente vitale, fu distrutto dalla Prima guerra mondiale. Sebbene gli Stati Uniti abbiano combattuto solo nell'ultimo anno di quella guerra, i suoi effetti sulla nuova banca centrale furono profondi e permanenti. Non solo la Fed dovette affrontare i compiti immediati di assicurare il finanziamento delle spese militari del governo e di gestire l'impatto interno dei flussi d'oro generati dalla sospensione del gold standard in

¹⁷ Laidler, D. *Meltzer's History of the Federal Reserve*. Journal of Economic Literature. 41(4). 2003. pp. 1257-1258.

¹⁸ Howells. P. *The U.S. Fed and the Bank of England: Ownership, Structure, and "Independence."* International Journal of Political Economy. 42(3). 2013. pp. 49-50.

Europa, ma, una volta terminata la guerra, dovette imparare a operare in un mondo in cui le regole del gold standard non erano state rispettate.

Inoltre, il ripristino dell'ordine nel sistema monetario internazionale rappresentava di per sé una sfida importante, che la Fed non poteva certo ignorare, e in questo caso il suo compito era ulteriormente complicato dal predominio dell'isolazionismo nella politica statunitense degli anni Venti. I banchieri centrali dell'epoca avevano la forte convinzione che l'oro fosse la conditio sine qua non di una moneta sana, oltre a questo avevano la convinzione che il gold standard fosse stato un pilastro vitale dell'ordine mondiale che in quel momento era stato scosso dalla Prima guerra mondiale e che, negli anni Venti, desideravano ripristinare. La Fed in generale, negli anni Venti usò la sua indipendenza de facto per sacrificare qualsiasi obiettivo interno a favore della cooperazione internazionale.

Tra il 1923 e il 1929 la Fed garantì la stabilità dei prezzi, arrivando persino a una lieve deflazione dopo il 1927, e non l'inflazione richiesta dal ripristino del gold standard, con la sterlina alla sua parità prebellica. Questa politica di bassissima inflazione derivava dalla totale avversione di Strong, il presidente della FED dell'epoca, per l'inflazione, Strong continuò con la sua politica monetaria nonostante l'opinione pubblica fosse contraria.

Durante la crisi del '29 Strong fu accusato di aver incoraggiato la creazione di credito negli Stati Uniti in misura superiore alle esigenze dell'economia, alimentando così "investimenti speculativi" nel mercato azionario e un boom di investimenti insostenibile. A peggiorare la situazione agli occhi dei suoi critici, poco prima della sua morte nel 1928, Strong si era opposto ai tentativi della Fed di limitare gli scopi per cui il credito bancario doveva essere utilizzato. Secondo la dottrina dei real bills,¹⁹ le conseguenze inevitabili dei prestiti speculativi sarebbero state una crisi finanziaria e un crollo che dovevano essere semplicemente sopportati per liberare l'economia dagli squilibri creati durante il boom precedente. A causare la crisi fu anche l'incapacità di alzare i tassi di interesse per cercare di "raffreddare" l'economia e il mercato azionario, che si trovava a livelli preoccupanti. Oltretutto durante la crisi la FED si trovò in una situazione di confusione e non riuscì a reagire adeguatamente. Nel periodo 1933-36 il sistema bancario si trovava ad avere riserve in eccesso, e la FED, preoccupata del fatto che questo potesse far crescere

¹⁹ Secondo questa dottrina l'azione delle banche, finché consiste nello sconto di cambiali commerciali, è neutra rispetto alla moneta, non portando né a un eccesso né a una scarsità di mezzi di pagamento.

l'inflazione, decise di alzare i tassi di interesse. Questa decisione, unita a un inasprimento delle politiche fiscali, portò nuovamente a una recessione molto intensa.

Quando l'economia si riprese dalla recessione del 1937-38, la Seconda Guerra Mondiale era già iniziata e gli Stati Uniti vi avrebbero aderito nel dicembre 1941. In questo periodo ogni sforzo venne indirizzato al finanziamento della guerra, spingendo la Fed a mettere in secondo piano la politica macroeconomica. Terminato il secondo conflitto mondiale le crescenti tensioni tra la Fed e il Tesoro sulla gestione del debito portarono a un accordo nel 1951, in base al quale il ramo esecutivo del governo concesse il potere sui tassi d'interesse alla banca centrale, stabilendo così finalmente la sua "indipendenza all'interno del governo".²⁰ Gli anni 50 furono caratterizzati sia da periodi di crisi economiche, come quella del 53-54 e quella del 57-58 sia da periodi forte espansione economica. L'allora presidente della Fed William McChesney Martin era molto preoccupato che una forte ripresa economica subito dopo una crisi potesse portare ad alti livelli d'inflazione. Per questo motivo la FED negli anni '50 agì in modo aggressivo per controllare l'inflazione in diverse occasioni. Ne è un esempio le scelte prese durante gli anni 1958-59, quando nonostante gli Stati Uniti stavano uscendo da una crisi economica la FED decise di alzare i tassi di interesse preoccupata dai dati sulle aspettative inflazionistiche degli anni successivi.

Gli anni '60 '70 invece videro un cambiamento nelle scelte della politica monetaria che portarono a due decenni di alta inflazione.²¹ Con un'inflazione costantemente sopra il 10% annuo la situazione divenne insostenibile, nell'agosto 1979 Paul Volcker venne nominato nuovo presidente della FED, il suo mandato fu caratterizzato da una forte lotta all'inflazione. Nonostante gli Stati Uniti si trovassero in una crisi economica Volcker decise di alzare notevolmente i tassi di interesse. Al culmine della stretta monetaria i tassi di interesse toccarono il 21,5%, grazie al suo intervento l'inflazione venne riportata a livelli normali nel 1983 e l'economia americana tornò a crescere. Dopo che Volcker venne licenziato da Ronald Reagan e sostituito da Alan Greenspan la FED adottò una politica estremamente espansiva caratterizzata da forti tagli ai tassi di interesse. Questo nuovo

²⁰ Laidler, D. *Meltzer's History of the Federal Reserve*. Journal of Economic Literature. 41(4). 2003. pp. 1258-1268.

²¹ Romer, C. D, Romer, D. H. *A Rehabilitation of Monetary Policy in the 1950's*. The American Economic Review. 92(2). 2002. pp. 121-127.

approccio insieme a un'amplicata deregulation²² permise una grande espansione dei mercati finanziari che culminò con la bolla speculativa azionaria degli anni 2000 e la crisi finanziaria del 2007-2008.

Dalla sua fondazione le responsabilità della Fed si sono evolute notevolmente, e attualmente abbracciano quattro aree di attività:

- condurre la politica monetaria della nazione influenzando le condizioni monetarie e creditizie nell'economia nel perseguimento della massima occupazione, prezzi stabili e tassi di interesse moderati nel lungo termine;

- supervisionare e regolamentare gli istituti bancari per garantire la sicurezza e la solidità del sistema bancario e finanziario nazionale e proteggere i diritti di credito dei consumatori;

- mantenere la stabilità del sistema finanziario e contenere il rischio sistemico che può sorgere sui mercati finanziari;

- infine, fornire servizi finanziari alle istituzioni di deposito, al governo degli Stati Uniti e alle istituzioni ufficiali straniere, incluso il ruolo importante della gestione del sistema di pagamenti negli Stati Uniti.²³

²² La Deregulation è quel processo per cui i governi e gli Stati cessano i controlli sul mercato ed eliminano le restrizioni nell'economia, al fine di incoraggiare le operazioni del mercato stesso, che in questa misura sarebbe considerato come un organismo autoregolatore.

²³ Howells. P. *The U.S. Fed and the Bank of England: Ownership, Structure, and "Independence."* International Journal of Political Economy. 42(3). 2013. p. 50.

Capitolo 3: Banca d'Italia: la storia della nostra banca centrale

Dopo aver osservato nel capitolo precedente la nascita e l'evoluzione della Banca centrale inglese e di quella americana, questo capitolo sarà dedicato allo studio e all'analisi della storia della Banca d'Italia. Lo studio condotto prenderà avvio dal contesto italiano precedente alla sua fondazione, per poi incentrarsi su gli avvenimenti più importanti che hanno caratterizzato la sua storia. Verrà evidenziato come la Banca d'Italia abbiamo avuto un ruolo fondamentale per l'economia italiana. Essa, infatti, ricoprì un ruolo fondamentale di sostegno all'economia durante alcuni degli avvenimenti più tragici della storia del nostro paese come le due guerre mondiali e la crisi del '29. Inoltre, verranno analizzati alcuni casi specifici in cui la Banca d'Italia finanziò e sostenne interi settori produttivi o consorzi.

III.1 Banca d'Italia: la situazione prima della sua fondazione

Il contesto in cui si trovava l'Italia intorno alla metà dell'Ottocento era piuttosto frammentato e disomogeneo. Alla data della proclamazione del Regno d'Italia quasi tutti gli Stati preunitari avevano una propria banca di emissione indipendente. Il percorso che portò all'unificazione di tutti questi istituti in una sola banca centrale fu lungo e tortuoso. Dall'unificazione dell'Italia ci vollero più di sessant'anni affinché questo processo di unificazione venne portato a termine. Nell'immagine 3.1 possiamo osservare le principali banche di emissioni presenti sul territorio preunitario con il loro relativo anno di liquidazione o assorbimento da parte della Banca d'Italia o della Banca Nazionale ribattezzata poi nel 1867 Banca Nazionale nel Regno d'Italia considerata a tutti gli effetti l'istituto predecessore dell'attuale Banca d'Italia. Come possiamo vedere nell'immagine 3.1 questo progetto di assorbimento e unificazione iniziò nel 1849 con la creazione della Banca Nazionale nata dalla fusione della Banca di Genova della Banca di Torino e si concluse nel 1926 con l'assorbimento del Banco di Napoli e di Sicilia.

Durante questo periodo soltanto un paio di banche emettevano effettivamente banconote in sostituzione della moneta metallica; infatti, nella stragrande maggioranza

degli Stati preunitari, la moneta metallica rimaneva il metodo di pagamento principale.¹ Come abbiamo visto, la maggior parte delle regioni del neonato Regno avevano un proprio sistema finanziario indipendente, seppur acerbo e di piccole dimensioni. Per questo motivo si scelse di adottare un sistema pluralistico di emissione, sia per motivi di interesse dei vari sistemi bancari, sia per l'inadeguatezza dell'incapacità di riuscire a adottare un sistema accentrato. Secondo il desiderio iniziale del conte di Cavour, il progetto avrebbe dovuto portare alla realizzazione di un unico istituto centrale con altre banche satelliti di importanza puramente marginale. Tuttavia, questo progetto non riuscì ad essere attuato per i motivi precedentemente espressi.

Immagine 3.1 Istituti d'emissione in Italia prima dell'unificazione

Stato preunitario	Istituto di emissione	Anno di creazione	Anno di liquidazione o assorbimento
Regno di Sardegna	Banca di Genova	1844	1849
	Banca di Torino	1847	1849
	Banca Nazionale	1849	—
	Banca di Savoia	1851	1859 ¹
Ducato di Parma	Banca Parmense	1858	1861
Lombardo-Veneto	Banca Nazionale Austriaca	1816	—
	Stabil. Mercantile di Venezia	1853	1867
Granducato di Toscana	Banca Nazionale Toscana	1857	1893
	Banca Toscana di Credito	1860	1893
Stato Pontificio	Banca dello Stato Pontificio ²	1850	1893
	Banca per le Quattro Legazioni ³	1855	1861
Regno delle Due Sicilie	Banco delle Due Sicilie ⁴	1816	— ⁵
	Banco dei Reali Dominii al di là del Faro ⁶	1850	— ⁵

¹ A seguito della cessione della Savoia alla Francia essa divenne una banca francese.

² Nel 1870 essa prese il nome di Banca Romana.

³ La banca aveva sede a Bologna.

⁴ Nel 1860 esso prese il nome di Banco di Napoli.

⁵ I due banchi meridionali, pur sopravvivendo come banche ordinarie, persero la facoltà di emissione nel 1926.

⁶ Nel 1860 esso prese il nome di Banco di Sicilia.

Fonte: De Mattia. R. *Gli istituti di emissione in Italia. I tentativi di unificazione (1843- 1892)*. Laterza, Roma-Bari. 1990. p. 4.

¹ Circa il 90% delle transazioni era effettuato con moneta metallica. De Mattia R. *Gli istituti di emissione in Italia. I tentativi di unificazione (1843- 1892)*. Laterza. Roma-Bari. 1990. pp 5.

Questa pluralità di banche d'emissione inoltre causava una notevole differenziazione delle monete in circolazione. Ogni Stato adottava criteri e metodi diversi, e gli unici due che possedevano una moneta che si poteva considerare legale² erano il Regno di Sardegna e Ducato di Parma. Durante un censimento effettuato nel 1859 si contarono 124 tipi di monete metalliche appartenenti ai sistemi ufficiali e ben 144 quelle non conformi ai sistemi di monetizzazione legali. Ognuna di queste monete aveva caratteristiche proprie; le principali differenze riguardavano la suddivisione in multipli e sottomultipli della valuta che poteva essere in base dieci o in base otto, quest'ultima la più utilizzata. Altre differenze riguardavano la qualità e quantità dei vari metalli utilizzati. Nell'immagine 3.2 si possono notare alcune delle differenze delle principali valute adottate dai vari Stati preunitari.

Immagine 3.2 principali caratteristiche dei sistemi monetari pre-unificazione

Stato preunitario	Unità monetaria legale	Contenuto metallico in grammi ¹	Valore di ragguglio in lire it.	Sistema di conto	Tipo ²
Regno di Sardegna	lira nuova di Piemonte	0,3226 Au 5,0000 Ag	1,00	decimale	bimetallico
Ducato di Parma	lira nuova di Parma	0,3226 Au 5,0000 Ag	1,00	decimale	bimetallico
Lombardo Veneto	fiorino di nuova valuta austr.	12,3460 Ag	2,47	non decimale	monometallico argenteo
Emilia Romagna	scudo romano	1,7330 Au 26,8710 Ag	5,32	non decimale	bimetallico
Granducato di Toscana	lira toscana nuova	4,1030 Ag	0,84	non decimale	monometallico argenteo
Stato Pontificio	lira pontificia	0,3226 Au 5,0000 Ag	1,00	decimale	bimetallico
Regno delle Due Sicilie	ducato del Regno	22,9430 Ag	4,25	non decimale	monometallico argenteo

¹ Al titolo di 900 millesimi di fino per tutte le valute di oro (Au) o di argento (Ag), escluse le toscane d'argento (titolo di 917) e le meridionali (titolo di 833).

² Il tipo bimetallico è il *germinale* francese, adottato anche dal Governo italiano, con un rapporto tra oro e argento di 1 a 15,50.

Fonte: De Mattia. R. *Gli istituti di emissione in Italia. I tentativi di unificazione (1843- 1892)*. Laterza. Roma-Bari. 1990. p 12.

² Per essere considerate legali le monete avrebbero dovuto rispettare due criteri: essere suddivise in multipli e sottomultipli in base dieci ed essere costituite da due metalli, di solito oro e argento.

Questo sistema monetario presentava svariate problematiche: prima fra tutte la gravosità delle transazioni effettuate con le monete stesse e di conseguenza la complicazione eccessiva della creazione dei prezzi. Oltre a questo, ci si trovava in un totale stato di caos nel quale era difficile riconoscere e denominare ogni singola moneta, il che rendeva assai difficile decidere i tassi di cambio tra le varie valute.

Lo Stato italiano si ritrovò a dover prendere due decisioni cruciali riguardo l'unificazione monetaria: in primo luogo dovette stabilire se adottare un sistema bimetallico o mono metallico, in un periodo in cui vi era ancora molta incertezza su questa dottrina; in secondo luogo, dovette scegliere la quantità di multipli e sottomultipli della valuta. Queste scelte si sarebbero dovuto adattare a un territorio molto eterogeneo, vi era quindi la necessità di trovare il metodo giusto che si potesse adottare bene a ogni regione del Paese. Le decisioni da intraprendere erano fondamentali affinché si potesse facilitare gli scambi commerciali sia livello interregionale che a quello internazionale.

Un'adeguata unificazione monetaria era fondamentale per favorire lo sviluppo economico della nazione. Durante il corso di tutti gli anni '60 del XIX secolo, lo Stato si impegnò nell'unificazione monetaria ritirando, riconiando e sostituendo le valute non conformi.³ Formalmente la lira italiana fu introdotta nel luglio 1861, essa era identica alla moneta adottata nel Regno di Sardegna, al franco francese, belga e svizzero per il suo contenuto metallico e per l'utilizzo di multipli e sottomultipli. Di fatto l'unificazione monetaria venne istituita con la legge del 24 agosto 1862 dove era previsto che la lira avrebbe sostituito tutte le monete precedenti. L'unificazione monetaria non sarebbe servita soltanto per risolvere problemi di natura economici ma sarebbe servita come simbolo per l'unità nazionale del neonato Stato italiano. Nella relazione che accompagnava il progetto di legge veniva detto: "La moneta, mentre corre nelle mani di tutti come segno ed equivalente di ogni valore è pure il monumento più popolare, più costante e più universale che rappresenti l'unità della nazione".⁴

L'Italia nei primi anni post-unificazione si trovò con una bilancia commerciale particolarmente sfavorevole, che portò nel 1866 a una crisi. Il 1° gennaio 1866 il Governo

³ De Mattia R. *Gli istituti di emissione in Italia. I tentativi di unificazione (1843- 1892)*. Laterza. Roma-Bari. 1990. pp 3-44.

⁴ Sito Banca d'Italia : https://www.bancaditalia.it/servizi-cittadino/musei-collezioni/mostra-moneta/esplora/Mini_guida_bassa_risoluzione.pdf

italiano decretò che i biglietti della Banca Nazionale circolassero “a corso forzoso”, cioè senza possibilità di convertirli in moneta metallica e con l’obbligo per tutti di accettarli in pagamento. All’epoca questo evento fu visto come una tragedia di portata nazionale che rovinò il prestigio del neonato Regno d’Italia, ma di tutt’altro avviso sono gli storici contemporanei secondo i quali il catastrofico evento portò anche conseguenze positive. Innanzitutto, accelerò il processo di utilizzo della carta moneta (lira), in seguito incrementò il processo di sostituzione delle vecchie monete, che in quel momento non avevano più corso legale. Negli otto anni successivi il volume di banconote aumentò di cinque volte e, per la prima volta, la lira iniziò a essere stampata anche in piccoli tagli permettendone l’utilizzo ordinario nella vita quotidiana.

III.2 Le banche miste e il sistema bancario italiano

Prima di procedere andando a vedere la storia di come sia nata la Banca d’Italia dobbiamo analizzare quale fosse il contesto del sistema bancario dell’epoca.

Il sistema bancario italiano preunitario era piuttosto variegato: le uniche regioni con delle vere proprie banche di investimento erano il regno di Sardegna e il Granducato di Toscana; negli altri stati il sistema finanziario era dominato da istituti di emissione o da istituti semi pubblici come le casse di risparmio. Però negli anni 50 dell’Ottocento la necessità di costruire un sistema ferroviario fece emergere la necessità di un istituto di credito mobiliare che servisse per finanziare tali opere. Nel 1855 nel regno di Sardegna venne concessa alle banche la possibilità di acquistare titoli ferroviari e di avere partecipazioni in imprese che avrebbero svolto opere pubbliche; nel 1856 la Cassa del Commercio colse così l’occasione per trasformarsi in un vero e proprio istituto di credito mobiliare. La Cassa del Commercio così iniziò a detenere partecipazioni in diverse compagnie ferroviarie piemontesi ed estere. Purtroppo, la malagestione nel corso degli anni portò a notevoli perdite e obbligò il governo italiano a intervenire nel 1863 per trasformarla in un nuovo istituto più grande, l’accordo prevedeva anche la partecipazione l’istituto francese Crédit Mobilier. Questo nuovo istituto avrebbe preso il nome di Credito Mobiliare e per la costituzione l’istituto francese avrebbe versato 50 milioni di lire come nuovo capitale ottenendo così sette consiglieri su 15 nel consiglio di amministrazione. Contestualmente anche un altro istituto francese il Crédit Industriale et Commercial stava

iniziando i preparativi per la costruzione di un nuovo istituto di credito mobiliare che avrebbe preso il nome di Banca di Credito Italiano. Tra il 1871 e 1875 avvenne un vero e proprio boom bancario, grazie l'aiuto anche di capitali stranieri vennero creati moltissimi nuovi istituti bancari: tra questi è degna di nota costituzione della Banca Generale che iniziò la propria attività nel 1872 quest'ultima venne costituita anche grazie a un importante flusso di capitali austriaci.

Sia il Credito Mobiliare sia la Banca Generale in quanto istituti mobiliari oltre che svolgere le normali attività operative di una banca potevano detenere partecipazione in aziende ferroviarie e di pubblica utilità. Nel corso degli anni i due istituti si differenziano leggermente, il Credito Mobiliare si concentrò principalmente sull'attività di banca d'affari, mentre la Banca Generale si concentrò sullo sviluppo del ramo ordinario. Purtroppo, entrambi gli istituti con la crisi di fine 1800 fallirono e dalle loro ceneri nacquero due nuovi istituti chiamati Banca Commerciale e Credito Italiano che presero il loro posto. La nascita della Banca Commerciale (1894) e del Credito Italiano (1895) segna il passaggio tra i vecchi crediti mobiliari e le nuove banche miste. Questo passaggio non fu un cambiamento brusco ma vi fu una notevole continuità, infatti, la maggior parte dei dirigenti dei vecchi crediti mobiliari rimasero al comando dei nuovi istituti e anche gran parte del middle management mantenne il proprio posto.

Questo nuovo tipo di istituto denominato banche miste o universali nasce in Europa alla fine del 1800 nei paesi di tarda industrializzazione come l'Italia. Quest'ultime si differenziano dalle banche commerciali per il fatto che oltre a compiere le normali attività di deposito di sconto e di anticipazioni potevano erogare finanziamenti a medio lungo termine alle imprese, non era inusuale che le banche miste detenessero partecipazioni in imprese a cui avevano erogato finanziamenti.

Il modello italiano fu fortemente influenzato dal modello tedesco attraverso l'importazione delle innovazioni economiche realizzate precedentemente in Prussia. Esattamente come il modello tedesco, anche le banche miste italiane non si limitavano ad apportare capitali, ma svolgeva anche ruolo di direzione imprenditoriale, così facendo si veniva a creare uno stretto rapporto tra le banche e le industrie. Le banche aiutavano anche le industrie ad entrare nel mercato dei capitali attraverso la quotazione in borsa, di solito però questa operazione consisteva nel collocare le azioni di quest'ultime ai correntisti della banca stessa. Come in Germania, le banche universali cercarono di creare dei veri e propri

accordi di monopolio in svariati settori industriali cercando di limitare al minimo la concorrenza per massimizzare i profitti. L'influenza tedesca non si limitava solo all'adozione di un modello bancario, ma a una vera e propria egemonia del capitale finanziario tedesco sulle banche italiane; infatti, entrambe le maggiori banche miste italiane cioè la Banca Commerciale Italiana e il Credito Italiano avevano una forte partecipazione tedesca. Per questo gran parte dei nazionalisti italiani consideravano tedesche queste banche e anche per il fatto che molti dei dirigenti e consiglieri di amministrazione erano stranieri (tedeschi, austriaci, svizzeri).

La Banca Commerciale, chiamata anche Comit, nacque formalmente a Milano il 10 ottobre 1894 formata da un consorzio composto da numerose banche tedesche austriache svizzere e francesi. Invece il Credito Italiano chiamato anche Credit nacque nel 1895 dopo l'acquisizione della banca Manzi e la banca Vonwiller da parte della Banca di Genova.

La Banca Commerciale e il Credito Italiano furono di gran lunga le due banche universali più grandi d'Italia, riuscirono a creare un duopolio nell'investment banking e nel finanziamento industriale evitando di farsi concorrenza, questo però causò una forte concentrazione delle quote bancarie e delle partecipazioni delle imprese quotate. Sebbene questi istituti sarebbero dovuti servire per aiutare l'industrializzazione del paese il loro impatto fu relativamente modesto, infatti, queste banche erano più interessate al credito e ai profitti a breve termine piuttosto che impegnarsi in un piano industriale a lungo termine. Inoltre, queste grandi banche trovarono molte difficoltà a competere nella raccolta del credito con le casse di risparmio e banche popolari (istituti di risparmio non-for-profit). Questa competizione impedì alle grandi banche di sviluppare appieno la raccolta del credito; infatti, la maggior parte del credito locale veniva raccolto principalmente dalle casse di risparmio e utilizzate per finanziare le imprese locali. Questo limitò fortemente lo sviluppo delle banche universali, impedendogli di diventare veri e propri istituti di deposito e limitando molto la loro crescita dimensionale.⁵

Questa tipologia di banche si posizionano in un livello gerarchico inferiore rispetto alla Banca d'Italia, che nel corso del tempo diventerà l'unico istituto di emissione presente nel paese, ottenendo così il potere di vigilanza e di controllo su tutte le altre

⁵ Brambilla. C. *Affari di banche: banche universali in Italia in prospettiva comparata. 1860-1914*. Plus. Pisa. 2010. pp. 63-71, 119-124, 163-168.

banche, tra cui anche le banche miste. Inoltre, la banca d'Italia ricoprirà il ruolo di prestatore di ultima istanza quando uno di questi istituti si troverà in difficoltà.

III.3 Banca d'Italia, dalla fondazione al primo conflitto mondiale

Il processo di unificazione monetaria visto nel primo paragrafo fu contemporaneo alla creazione di una banca nazionale: come abbiamo visto in precedenza la progenitrice dell'attuale Banca d'Italia fu la Banca Nazionale negli Stati Sardi che nacque nel 1849 dalla fusione della Banca di Genova fondata da Carlo Bombrini nel 1844 e dalla Banca di Torino nata nel 1847. Nel 1853 la Banca Nazionale ottenne la gestione della Tesoreria di Stato ottenendo una considerevole disponibilità economica per effettuare prestiti, diventando di fatto il braccio finanziario di Cavour.

Il processo per diventare la banca nazionale fu abbastanza lungo: per ampliare il proprio raggio d'influenza l'11 giugno 1859 venne istituita una sede della banca a Milano, approfittando del fatto che la città era sprovvista di una propria banca di emissione; in seguito, il 24 febbraio 1861 la Banca Nazionale inglobò la Banca parmense. L'ampliamento continuò con l'acquisizione della Banca delle Quattro Legazioni. Quest'ultima acquisizione fu più travagliata rispetto alla precedente in quanto l'istituto bolognese aveva riportato gravi perdite; nonostante ciò, la Banca Nazionale decise di farsi carico delle perdite. Dopo l'annessione del Veneto nel Regno d'Italia, la Banca Nazionale assorbì lo Stabilimento Mercantile di Venezia ottenendo così il monopolio dell'emissione nella regione nel 1867. Mentre in alcune regioni la Banca Nazionale non trovò grandi ostacoli, in altre non riuscì a penetrare, e in particolar modo non fu in grado di incorporare le banche del meridione e quelle toscane. Degno di nota è il caso del banco di Napoli, il quale si trovava in una situazione diversa rispetto alle altre banche; infatti, era di dimensioni quasi identiche a quelle della Banca Nazionale. Il banco di Napoli, infatti, aveva un attivo di circa 122 milioni rispetto ai 145 della Banca Nazionale; questa lo metteva in una condizione di forza nella trattativa di fusione. La Banca Nazionale provò a competere con esso aprendo filiali nell'ormai ex Regno delle due Sicilie ma queste non riscosero grande fiducia. Dopo l'annessione dello Stabilimento Mercantile di Venezia del 1867 la banca Nazionale degli Stati Sardi diventò ufficialmente la Banca Nazionale nel Regno d'Italia. Per il nuovo nome dell'istituto bancario venne adottato il termine "nel"

piuttosto che “del” in quanto quest’ultimo avrebbe in qualche modo significato un primato sugli altri istituti di emissione e una qualche aspirazione all’unicità.

Gli anni in cui si formò la Banca Nazionale nel Regno d’Italia furono caratterizzati da una bassa crescita economica, che infatti risultava essere inferiore rispetto a quasi tutti i principali paesi europei e agli Stati Uniti d’America. Questo trentennio terminò con una brusca crisi economica negli anni che vanno dal 1888 al 1893; la crisi però portò con sé dei lati positivi, infatti, vennero poste le basi per un rilancio dell’economia negli anni successivi e portò alla nascita della Banca d’Italia.⁶ Durante questa crisi il sistema bancario fu messo particolarmente sotto pressione e numerosi istituti bancari dovettero dichiarare fallimento. I più importanti istituti che fallirono furono la Società Generale di Credito Mobiliare e la Società Generale. Come visto nel paragrafo precedente anche il Credito Mobiliare dovette dichiarare fallimento per colpa di pessimi investimenti nell’ambito edilizio.⁷

In questo clima di crisi la Banca Nazionale riprese le trattative per l’annessione delle due banche toscane all’inizio del 1893 firmò una convenzione per la fusione con la Banca Nazionale Toscana e la Banca Toscana. Nell’accordo si cercò di inserire l’assunzione della liquidazione della Banca Romana, che si trovava in una situazione di grave dissesto, in quanto colpita da numerosi scandali. Si cercò di inserirla nell’accordo anche per evitare una crisi sistemica che si sarebbe ampliata a macchia d’olio; infatti, l’istituto romano riportava ben 65 milioni di perdite. La nuova banca che sarebbe dovuta nascere si sarebbe fatta carico degli oneri, a patto che gli fosse garantito il monopolio di emissione di moneta nei successivi vent’anni.

Il 10 agosto 1893 il Parlamento italiano votò per la creazione della Banca d’Italia, nata dalla fusione della Banca Nazionale nel Regno con la Banca Nazionale Toscana e con la Banca Toscana di Credito; tuttavia, la sola notizia della creazione dell’istituto non bastò per placare la crisi, che al contrario si aggravò ulteriormente. Questa legge non teneva conto dell’idea moderna di banca centrale; infatti, non era stato inserito nessun tipo di mandato macroeconomico come la lotta all’inflazione.⁸ Alla banca fu concesso, come da sua richiesta, un privilegio ventennale di emissione, nonostante non fosse un

⁶ Tonolio. G. *Storia della banca d’Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022. pp. 70-97.

⁷ Galli. R. *Banca e industria in italia: storie e problemi*. Giornale Degli Economisti e Annali Di Economia. 37(5/6). 1978. pp. 275–316.

⁸ Tonolio. G. *Storia della banca d’Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022. pp. 158-159.

vero monopolio; infatti, sia il Banco di Napoli sia il Banco di Sicilia detenevano ancora la possibilità di stampare moneta. Come si vedrà in seguito, il monopolio d'emissione verrà introdotto solamente nel 1926. La Banca d'Italia venne costituita come un istituto di diritto privato sotto il controllo del governo e del ministero del Tesoro.

Le due banche meridionali si opposero energicamente alla costituzione della Banca d'Italia poiché si sentivano minacciate dalla prospettiva futura di un unico istituto d'emissione. I due istituti erano contrari anche al fatto che alla neo Banca d'Italia fosse stato concesso un aumento di capitale e la possibilità di stampare più cartamoneta (800 milioni di lire) definendo il progetto "nordista". Dopo un acceso dibattito, al Banco di Napoli fu concesso di aumentare il limite di circolazione da 190 milioni di lire a 220, mentre al banco di Sicilia fu aumentato il limite da 44 milioni a 55.⁹ Dopo i primi 4 anni la quota di emissione dalle tre banche sarebbe dovuta diminuire proporzionalmente nel seguente modo:

- Banca d'Italia 630 milioni
- Banco di Napoli 190 milioni
- Banco di Sicilia 38 milioni

Nonostante le opposizioni e le difficoltà la Banca d'Italia diventò operativa dal 1° gennaio 1894 con un capitale iniziale di 300 milioni di lire, suddivise in 300 mila azioni del valore di mille lire con obbligo di versamento iniziale del 70% (capitale iniziale versato 210 milioni).¹⁰

Grazie al risanamento del sistema bancario avvenuto alla fine del diciannovesimo secolo e alla costituzione di importanti istituti bancari, vennero poste le basi per la futura crescita economica degli anni successivi.¹¹

Come abbiamo visto gli anni appena trascorsi furono particolarmente duri: l'economista Luzzatti li definì: "gli anni più bui dell'economia del nuovo regno"¹². Nonostante i grandi stravolgimenti politici e sociali, l'economia reale però non ne risentì in modo così grave. Tra il 1895 e il 1900 il Pil crebbe dell'1,6% l'anno mentre la produzione industriale del 2,9%; la crescita fu trainata soprattutto dalle industrie del

⁹ Barone. G. *La nascita della Banca d'Italia*. Meridiana. 29. 1997. pp 68-69.

¹⁰ Negri. G. *Giolitti e la nascita della Banca d'Italia nel 1893*. Laterza. Roma-Bari. 1989. pp 18-21.

¹¹ Barone. G. *La nascita della Banca d'Italia*. Meridiana, 29. 1997. pp. 71-72.

¹² Luzzatti L. *Une conférence internationale pour la paix monétaire: note pour l'Institut de France, Politique Étrangère*. 62(4). 1997. pp. 651-660.

Nord-ovest, mentre nel periodo che va dal 1900 al 1907 il Pil crebbe del 2,6% all'anno e la produzione industriale del 4,6% è di questi anni la fondazione della Fiat (1905). Questo fu un periodo di grandi cambiamenti e rinnovamenti: infatti come abbiamo visto nel paragrafo precedente vennero fondate la Banca Commerciale Italiana, il Credito Italiano e la Società Bancaria Milanese che presero il posto degli istituti falliti gli anni precedenti.

L'Italia in questo momento si trovava in una situazione di ritardo rispetto agli altri paesi europei, infatti, il reddito medio di un italiano era solo 60% di quello di un suo omologo francese o tedesco. L'Italia intraprese per così dire una rincorsa rispetto a questi paesi e in una quindicina d'anni riuscì a portare il reddito medio di un italiano al 70% rispetto ai paesi più industrializzati. La crescita fu possibile anche grazie all'istituzione della Banca d'Italia che ridusse l'incertezza sui mercati e permise di rassicurare gli investitori, soprattutto quelli stranieri, che in questo periodo investirono molto nel Paese; ne è un esempio la Banca Commerciale Italiana che è stata fondata nel 1894 da capitali tedeschi. È stato merito anche delle politiche monetarie attuate dalla Banca d'Italia che permisero un certo livello di stabilità, fattore fondamentale per gli investimenti.

Nel periodo antecedente alla creazione della Banca d'Italia le azioni della Banca Nazionale nel Regno avevano perso all'incirca il 43% del loro valore e nell'anno successivo alla sua fondazione le azioni della Banca d'Italia persero il 34%; il calo fu in larga parte dovuto all'assunzione della liquidazione della Banca romana. D'altro canto, però, permise alla Banca d'Italia di diventare il gestore della tesoreria dello Stato ponendola a un livello superiore rispetto al Banco di Napoli e al Banco di Sicilia.

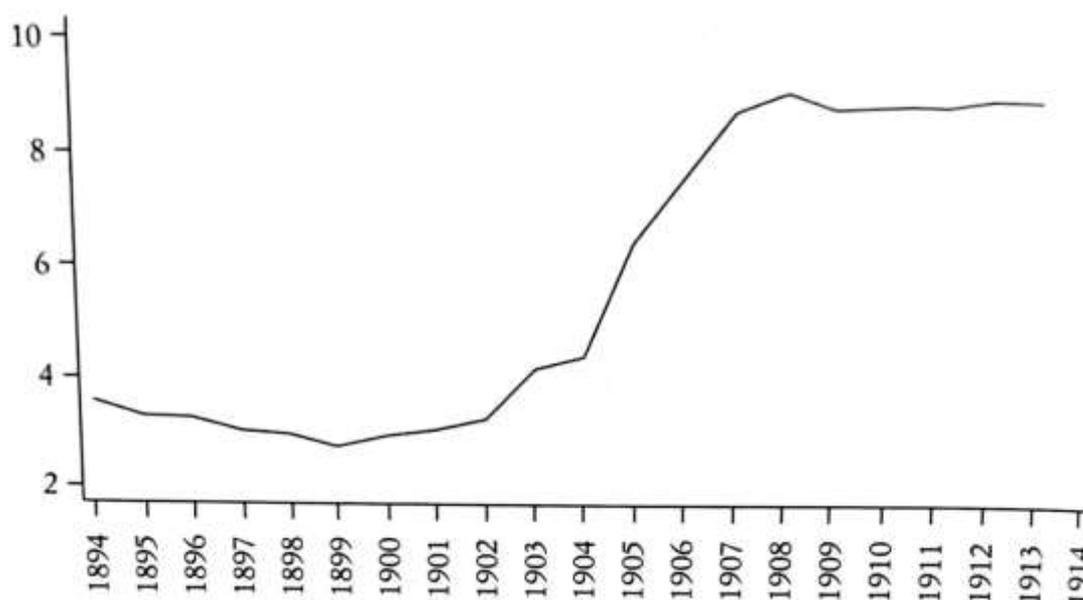
Sfortunatamente, la nascita dell'istituto portava con sé un carico pesante di immobilizzazioni e crediti che sarebbero stati molto difficili da recuperare. Marchiori, il direttore generale dell'epoca, capì che queste immobilizzazioni avrebbero dovuto essere dismesse; in cinque anni riuscì a ridurle di circa 250 milioni, riuscendo allo stesso tempo a pagare anche un dividendo nonostante fosse di modesto valore. Il processo di risanamento fu portato a termine da Stringher, diventato direttore generale nel 1900 dopo la morte di Marchiori. Dopo più di 60 milioni di svalutazioni, 100 milioni di accantonamento utili e la vendita di immobili pari a circa 116 milioni, la Banca d'Italia riuscì a risistemare i propri bilanci.

La politica monetaria dell'epoca era completamente diversa dall'idea che ne abbiamo oggi: nei documenti, infatti, non si faceva nessuna menzione di politica

monetaria né tantomeno era presente il concetto di banca centrale. L'unico riferimento che si poteva trovare era il concetto di sana "circolazione". Nei primi anni le banconote avrebbero dovuto essere al massimo due volte e mezzo le riserve auree nazionali, corrispondenti a circa 630 milioni; questo limite era superiore al limite imposto dal *gold standard* considerato troppo stringente. Secondo le teorie dell'epoca, la stabilità del cambio tra moneta e riserve auree era il mezzo fondamentale per mantenere un certo livello di stabilità dei prezzi e creare stabilità del sistema finanziario evitando di creare eccessivo credito. La teoria dell'epoca riteneva che il mezzo con cui si raggiungesse questo obiettivo fosse il tasso di sconto. Quando il cambio si svalutava, il tasso di sconto veniva alzato e quando il cambio si apprezzava, veniva abbassato il tasso di sconto.

In questi anni la Banca d'Italia accumulò una grande quantità di riserve metalliche approfittando del momento favorevole per far fronte alla necessità di una maggiore emissione di cartamoneta futura. Questa crescita si può osservare nell'immagine 3.3.

Immagine 3.3 Riserva metallica in miliardi di lire dal 1894 al 1914



Fonte: Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022. p 202.

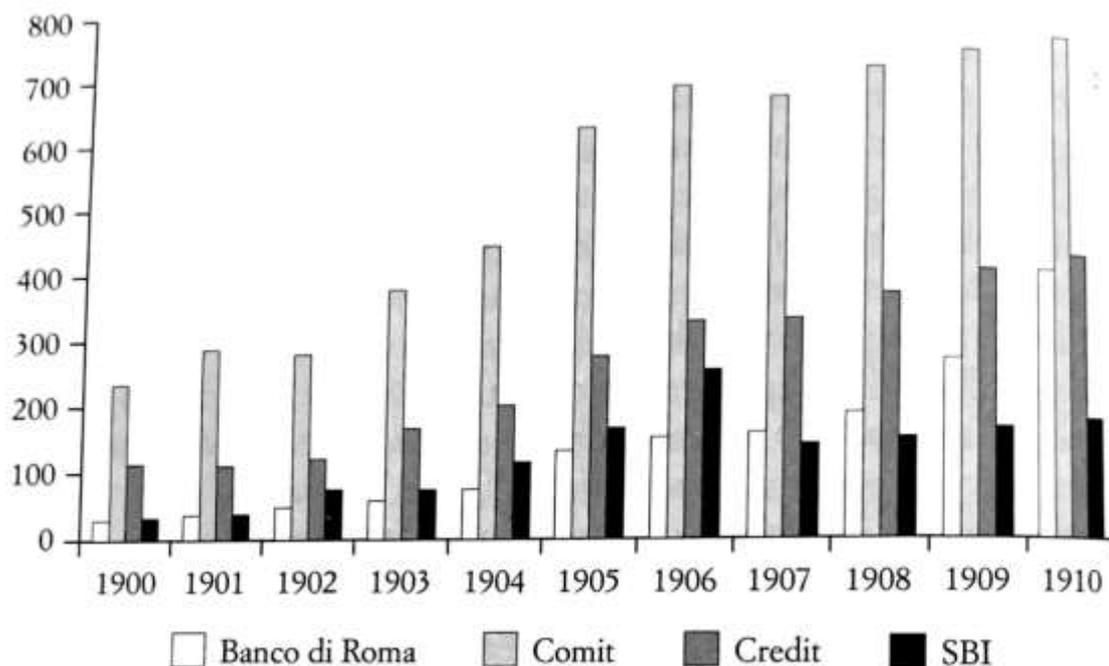
La politica monetaria attuata al raggiungimento della parità aurea aiutò molto l'economia italiana, riducendo drasticamente il "rischio Italia" agli occhi degli investitori stranieri. Ciò portò un grande flusso di capitali proveniente dall'estero che diede un grande impulso all'economia del paese. Dal momento della sua fondazione la Banca

d'Italia accumulò costantemente sempre più fiducia e autorevolezza, le mancavano però ancora alcuni elementi per potersi considerare a tutti gli effetti una banca centrale moderna:

1. Instaurare un rapporto privilegiato con lo Stato.
2. Ricoprire un ruolo di guida del sistema bancario (non essere solo un concorrente).
3. Dimostrarsi in grado di mantenere la stabilità in caso di crisi.

L'occasione per dimostrare di essere in grado di soddisfare l'obiettivo di mantenimento della stabilità finanziaria si verificò con la crisi finanziaria del 1907. La crisi del 1907, come abbiamo visto nel capitolo 2, fu la crisi che diede inizio alla formazione della FED. Questa crisi nata negli Stati Uniti e in Inghilterra, si propagò anche nei paesi continentali europei tra cui l'Italia. Sia la crisi americana che quella italiana furono anticipate da un periodo di forte incremento del credito, entrambe furono infatti causate dall'aumento del credito concesso da istituti relativamente giovani. L'immagine 3.4 illustra la crescita dell'attività bancaria precedente al 1907. Nell'immagine possiamo vedere come la Comit e il Credit visti nei paragrafi precedenti, ebbero una notevole crescita nei loro attivi nei pochi anni dopo la loro fondazione.

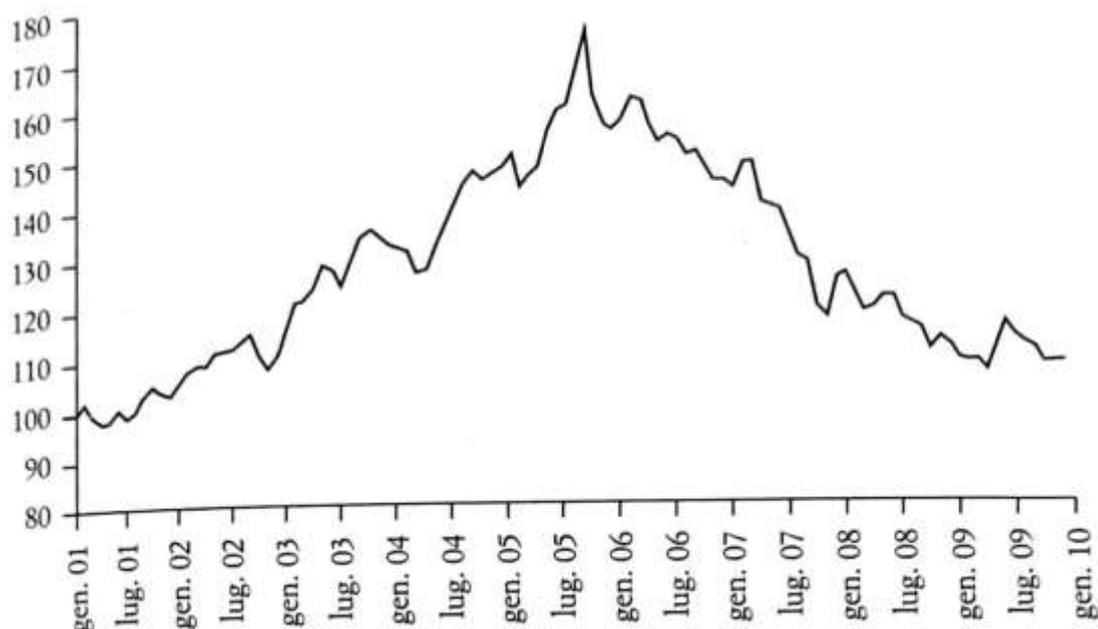
Immagine 3.4 Attivo delle principali banche miste 1900-1910 (in milioni di lire)



Fonte: Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022. p. 240.

In questo periodo vi fu una grande crescita della produzione industriale e di conseguenza maggiori investimenti nell'acquisto di impianti e macchinari. Questo portò a un considerevole aumento degli attivi delle banche universali che servivano per erogare il credito necessario alle aziende. La crescita portò a una distorsione del mercato azionario dato che le aspettative per una crescita futura, "drogate" dal grande aumento del credito, divennero sempre più irrealistiche facendo aumentare vertiginosamente il prezzo delle azioni. Purtroppo, queste aspettative vennero drasticamente ridimensionate e il mercato azionario, dopo un rally che fece aumentare le azioni del 70% in soli quattro anni, calò drasticamente dal picco del 1907 di quasi il 40%, come si può vedere nell'immagine 3.5.

Immagine 3.5 Indice borsa Milano (base gennaio 1901)



Fonte: Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*, Il Mulino, Bologna, 2022. p. 241.

L'andamento degli avvenimenti in questi anni seguì il tipico sviluppo descritto da Kindleberger¹³, secondo il quale l'utilizzo di nuove tecnologie e nuovi metodi creano uno sviluppo economico importante, questo porta a prospettive future troppo ottimistiche che si propagano al sistema finanziario che nell'euforia emette più credito e incentiva aumenti di capitale e nuove quotazioni in borsa. Gli aumenti degli investimenti portano a una sovrapproduzione, esattamente come è avvenuto nel 1907 nel momento di apice. La fine dell'euforia secondo questo modello può terminare in maniera ordinata con le valutazioni azionarie che ritornano a valori reali. Questo, però, è molto raro perché di solito in questa fase qualche operatore finanziario rimane insolvente, nel caso in cui uno di essi fosse di grandi dimensioni le conseguenze potrebbero essere disastrose, causando danni anche nell'economia reale. Tutto il 1907 fu seguito da gravi ribassi azionari e segnato da numerosi fallimenti in molteplici settori. La crisi fece crollare il prezzo del rame di oltre 40% causando il fallimento della società Ramifera il principale produttore italiano, questo fallimento causò letteralmente il panico provocando la chiusura per 15 giorni dalla borsa di Genova. Anche il comparto automobilistico risentì della crisi, infatti la capitalizzazione

¹³ Kindleberger. C. P. *Manias, panics and crashes. A history of financial crises*. Mcmillan. Londra. 1978. pp. 25-30.

in borsa delle case automobilistiche scese da 70 milioni di lire a poco meno di 50 e la Fiat il principale produttore italiano andò molto vicino al fallimento, venne salvata solo grazie all'aiuto di un consorzio di banche guidato dalla Banca Commerciale.

In questo clima di caos le principali banche centrali aumentarono il tasso di sconto, la Banca d'Italia alzò il tasso dal 5% al 5,5%. La crisi del 1907 portò il governo a promulgare una nuova legge bancaria che rese più flessibile l'emissione di moneta rendendo più facile la gestione della politica monetaria, dando maggiori strumenti alla banca per gestire le crisi di liquidità.¹⁴

III.4 Il caso Banca d'Italia e consorzio siderurgico: 1907-1916

In seguito alla crisi del 1907, precedentemente analizzata, il settore siderurgico, come molti altri settori produttivi, venne colpito e, vista la forte crisi di liquidità e di credito, si ritrovò in aver bisogno di nuovi capitali per la costruzione degli impianti.

L'11 novembre 1907 un gruppo di industriale tra cui: le società Ligure Metallurgica, Siderurgica di Savona, Ferriere Italiane, Terni, Elba, Ilva e Acciaierie di Bolzaneto si riunirono e chiesero alla Banca d'Italia un aiuto economico di circa 18 milioni di lire. Inizialmente il governatore Stringher si era mostrato contrario in quanto riteneva che questo aiuto avrebbe minato la politica monetaria attuata fino a quel momento, per questo convinse l'allora Primo Ministro Giolitti a rinviare l'intervento. Nonostante il primo rifiuto, la Banca d'Italia decise di finanziare con otto milioni di lire le imprese del "trust Terni"¹⁵.

Data l'importanza che il governo dava al settore, in quanto considerato strategico, Stringher fu incaricato di elaborare un piano per finanziarlo. La Banca d'Italia si mise subito al lavoro: dopo un'analisi iniziale del settore al fine di stabilire quali fossero le situazioni delle varie imprese e quali fossero i loro fabbisogni, nel gennaio del 1908 Stringher presentò a Giolitti il piano "Bisogni del Gruppo Siderurgico". Le difficoltà maggiori erano causate dallo scontro tra le imprese che facevano parte del "trust Terni" e la società Altiforni e Acciaierie di Piombino. Quest'ultima aveva costruito uno dei primi

¹⁴ Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022. pp. 100-160.

¹⁵ Il "trust Terni" o "trust siderurgico" venne istituito nel 1903 dalle società Terni, Elba, Siderurgica di Savona e Ligure Metallurgica.

impianti a ciclo integrale, ma rimaneva fortemente svantaggiata rispetto alle altre aziende toscane non riuscendo a operare in profitto. Nonostante tutto nel 1909 la situazione sembrava migliorare in quanto la società di Piombino stava risanando la propria situazione economica, con queste notizie favorevoli il Ministero del Tesoro era convinto che si sarebbe raggiunto un accordo che avrebbe portato al risanamento del settore.

Purtroppo, le aspettative vennero infrante con una pesante crisi del mercato della ghisa e del ferro, questa crisi portò a un grave indebolimento delle imprese in particolar modo quelle dell'Elba. Per salvare queste aziende venne previsto un finanziamento di 17 milioni con l'aiuto del Credit e della Comit. Poco dopo nello stesso anno anche le società di Terni e siderurgia di Savona si trovarono con la necessità di finanziamenti, che arrivarono questa volta da un gruppo francese. Per quanto riguarda l'azienda di Piombino nel 1908 la situazione sembrava essersi stabilizzata: quell'anno, infatti, la società riportò un utile seppur modesto.

I veri problemi iniziarono nel 1910: la famiglia Bondi, proprietaria dell'azienda, cercò finanziamenti in vari istituti, tra cui il Banco di Roma, il quale però rifiutò; dovettero quindi rivolgersi al Monte dei Paschi di Siena e ad altre banche toscane. La situazione del settore nella prima decade del XX secolo era particolarmente grave: da un lato le aziende non riuscivano a superare la spirale "progetti di espansione-debiti", dall'altro lato le banche, essendo già esposte molto al settore, erano poco inclini a concedere ulteriori finanziamenti. Ad aggravare la situazione ci fu anche la competizione estera, tra cui il cartello dell'acciaio tedesco, che con i suoi prezzi competitivi causò una spirale di diminuzione dei prezzi da parte delle aziende italiane per rimanere competitivi.

Alla fine, quasi tutte le aziende del settore si trovavano piene di debiti ed erano tutte in una situazione di alta instabilità. Tutti questi problemi fecero aumentare le voci all'estero sul possibile fallimento del settore siderurgico italiano, lo Stato si trovò quindi a dover trovare una soluzione al problema o perlomeno cercando di salvare le aziende più importanti. Nell'agosto 1911 vennero stipulati due accordi il primo riguardava un consorzio tra le aziende siderurgiche denominato Consorzio Siderurgico e un altro che racchiudeva i finanziatori denominato Gruppo finanziario per la siderurgia. La conclusione degli accordi fu preceduta da un lungo periodo di dibattiti e discussioni. Un primo accordo tra le maggiori aziende del settore avvenne il 22 maggio 1911 a Milano durante il quale le società: Elba, Ilva, Savona, Ligure Metallurgica, Ferriere Italiane e Alti

Forni di Piombino decisero di istituire una convenzione. Secondo l'accordo le singole aziende sarebbero rimaste indipendenti sotto il profilo giuridico, ma sarebbe stata l'Ilva ad amministrare tutti gli stabilimenti cercando di creare economie di scala, riducendo le spese di amministrazione e cercando di massimizzare i costi di produzione. Nell'accordo vi era anche la rinuncia da parte di queste aziende di costruire nuovi impianti con solo la possibilità di effettuare operazioni indispensabili negli impianti già esistenti. L'accordo finale, stipulato a Genova il 4 agosto 1911, comprendeva anche tutte le restanti acciaierie di piccole e medie dimensioni rappresentati dalla società Ferro e Acciaio. Le grandi imprese avrebbero dovuto comprare solo da questa nuova società che aveva il compito di ripartire le commesse proporzionalmente ai vari stabilimenti aderenti all'accordo.

Per quanto riguarda il consorzio dei finanziatori venne firmato il 7 agosto 1911 a Roma negli uffici della Banca d'Italia; anche lo Stato ricoprì un ruolo importante assumendosi l'impegno di garantire commesse continue e durature per tutto il settore. L'unica grande società che non prese parte al consorzio fu la società Terni in quanto si trovava in una situazione privilegiata avendo molte commesse riguardante il settore bellico, questo gli permetteva di trovare i finanziamenti che gli servivano. Anche non facendo parte del consorzio, la società non si limitò solo a beneficiare indirettamente dei benefici derivanti dall'accordo, ma contribuì con i suoi amministratori al riassetto delle sue consorelle.

Il ruolo della Banca d'Italia fu particolarmente importante infatti ricoprì il ruolo di "coordinatore e cooperatore" degli accordi. Questi patti portarono diversi benefici: innanzitutto si riuscì ad evitare il fallimento dei principali operatori, in seguito si riuscì a migliorare la distribuzione dei prodotti eliminando spese amministrative ed efficientando i trasporti. Inoltre, posero le basi per futuri accordi che portarono al superamento della concorrenza dei prodotti tedeschi. Inizialmente, nonostante si fosse evitato il peggio, la situazione rimaneva abbastanza stagnante, tutto cambiò con lo scoppio della Prima guerra mondiale. L'entrata in guerra dell'Italia offrì all'industria del settore grandi commesse e quindi grandi guadagni. Dopo il 1915 con l'entrata in guerra dell'Italia vi fu una grande domanda di acciaio e ghisa, e questo portò grandi guadagni per tutte le imprese del settore. L'anno successivo con la conversione in economia di guerra quasi l'intera produzione era dedicata al settore bellico.

Durante la guerra le aziende siderurgiche riuscirono a risistemare la loro situazione patrimoniale; tuttavia, la domanda “febrile” spinse i produttori a costruire nuovi impianti e ampliare i vecchi costringendo gli industriali a cercare nuovamente finanziamenti. Tutto ciò non era visto di buon occhio da Stringher preoccupato di una possibile ricaduta in una nuova crisi. A questo punto le società del settore misero mano all’accordo: per prima cosa sciolsero la società Ferro e Acciaio, in secondo luogo l’Ilva prese in gestione gli stabilimenti delle altre aziende non più come mandante ma direttamente come affittuaria fino al 1930. A Stringher non piacquero le nuove regole dell’accordo, i quali prevedevano l’eliminazione delle restrizioni sui dividendi e soprattutto la possibilità di indebitarsi per la costruzione di nuovi impianti.

Nel complesso il finanziamento totale dell’operazione fu di circa 96 milioni di lire, fornendo un aiuto appropriato e tempestivo al settore, inoltre sostenne gli istituti finanziari che erano stati colpiti dalla crisi siderurgica. Stringher si considerò soddisfatto della parte finanziaria dell’operazione ma non rimase soddisfatto completamente dei risultati ottenuti sul piano industriale, infatti, il settore non riuscì a sanare completamente le sue carenze strutturali.¹⁶

III.5 La Banca d’Italia e l’economia di guerra

L’Italia nel 1914 agli albori del primo conflitto mondiale si trovava ancora in una situazione mediamente arretrata rispetto agli altri paesi europei. Il prodotto interno lordo italiano era soltanto il 40% di quello del britannico e circa il 70% di quello francese. Nonostante l’inferiorità rispetto ai paesi più sviluppati, l’Italia poteva vantare comunque un reddito pro capite superiore a quello dell’Impero austro-ungarico, russo e ottomano. All’inizio del conflitto tutti pensavano che la guerra sarebbe durata relativamente poco, ad esempio il generale Cadorna riteneva che il conflitto si sarebbe concluso entro il 1916. Purtroppo, le aspettative non si realizzarono e la guerra che si sarebbe dovuta concludere velocemente diventò una guerra lunga e logorante nella quale avrebbero vinto solo le

¹⁶ Cerioni. I. *La Banca d’Italia e il Consorzio Siderurgico. Fonti per la storia della siderurgia in età giolittiana nelle carte dell’Archivio della Banca d’Italia*. Quaderni dell’Ufficio Ricerche Storiche. 2. 2001. pp. 11-58.

economie più forti e solide. Per dare un'idea dell'arretratezza industriale italiana nel 1914 si stima che venissero prodotte solo 900.000 tonnellate d'acciaio rispetto alle 18 milioni tedesche e le 8 della Gran Bretagna.

La guerra colpì duramente gran parte dei paesi europei, in particolar modo l'economia dell'impero austroungarico, che perse quasi il 40% del Pil, ma anche quella della Francia e Russia. L'unica economia uscita rafforzata dal conflitto fu quella dell'Impero britannico, che in soli quattro anni incrementò il proprio prodotto interno lordo del 15%. Tra gli elementi in favore del successo inglese bisogna anche ricordare che contrariamente alle altre nazioni il conflitto non venne combattuto direttamente sul suolo inglese. Nonostante tutto l'Italia dimostrò una grande capacità di resistenza uscendo dal conflitto con un'economia di dimensione identica rispetto a quella all'inizio del conflitto. L'andamento delle economie dei principali paesi belligeranti lo possiamo vedere rappresentate nell'immagine 3.6

Immagine 3.6 PIL dei principali paesi coinvolti nella Prima guerra mondiale (1913-1920)

	Regno Unito	Francia	Russia	Austria-Ungheria	Germania*	Italia
1913	100	100	100	100	100	100
1914	101	84	100	92	90	95
1915	112	72	96	88	81	92
1916	113	81	85	76	76	100
1917	115	79	80	63	74	100
1918	113	66			71	97
1919	100	72			61	92
1920		77			71	83

Fonte: Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*, Il Mulino, Bologna, 2022. p. 285.

Nel 1914 quasi tutte le banche centrali d'Europa decisero di sospendere la convertibilità della moneta in oro e quasi tutte le borse vennero chiuse. Quando la borsa di Londra chiuse il 31 luglio 1914 il sistema di pagamento internazionale cessò di funzionare. In Italia il 1° agosto, per decreto governativo, venne in alzato il tasso di sconto al 6% e venne disposta la chiusura di tutte le borse valori. Nonostante il 2 agosto l'Italia avesse dichiarato ufficialmente di voler rimanere neutrale, continuava a esserci il panico

nei mercati e continuava a esserci una forte pressione sulle banche italiane. La Banca d'Italia ne uscì rafforzata da questa crisi aumentando la sua autorità su tutto il sistema bancario italiano e migliorò notevolmente le capacità di intervento che le sarebbero state utili negli anni a venire, tra i quali l'utilizzo di strumenti come i risconti e i fondi garantiti dal tesoro.

L'entrata in guerra significava per un paese trasformare completamente la propria economia concentrando tutte le risorse nella produzione bellica. Per fare ciò gli Stati utilizzarono sostanzialmente quattro strumenti: una maggiore tassazione, emissione di nuovo debito, aumento dell'inflazione¹⁷ e infine le requisizioni. Gli Stati con una maggiore coesione sociale e fiducia nelle istituzioni utilizzarono come mezzo principale la tassazione, ne è un esempio il Regno Unito. Gli altri Paesi invece utilizzarono come metodo principale l'aumento del debito, quasi tutti cercarono infatti di utilizzare il meno possibile il mezzo delle requisizioni essendo particolarmente odioso per i cittadini e temendo una conseguente perdita di consenso nel Paese.

Secondo alcuni economisti era preferibile la via dell'indebitamento e un'elevata inflazione rispetto l'aumento della tassazione per spostare il peso sulle generazioni future, non facendo cadere tutto sulla generazione presente che si trovava già ad affrontare la guerra. Purtroppo, la scelta di preferire la strada dell'indebitamento e dell'inflazione fu una delle principali cause indirette della crisi degli anni '30. Una delle nazioni più colpita fu l'Impero austroungarico che non riuscendo a finanziare il proprio debito dovette stampare sempre più moneta, che causò tra il 1914-17 un aumento dell'inflazione a un tasso medio annuo di oltre 60%.

Per quanto riguarda l'Italia invece circa due terzi dei finanziamenti arrivarono dall'indebitamento internazionale e interno, mentre il restante veniva finanziato con l'introduzione di nuove imposte e in parte dall'emissione di nuova moneta. Il finanziamento attraverso la tassazione non poteva raggiungere un livello troppo alto al fine di non scontentare la popolazione, mentre per l'indebitamento era necessario che gli investitori esteri e nazionali concedessero la loro liquidità al Governo italiano. Per quanto riguarda l'emissione di moneta i limiti erano molto più elastici, il vero problema era far convivere la popolazione con un'inflazione molto elevata. Si cercò di risolvere il

¹⁷ Causata dall'effetto della monetizzazione del debito pubblico, con conseguente creazione di nuova moneta.

problema con l'indicizzazione dei salari che però, a sua volta, accelerò il processo di inflazione. Per dare un'idea della crescita delle nuove emissioni di moneta basti pensare che la Banca d'Italia passò da stampare 5 milioni di lire nel 1913 a più di 18 nel 1917. Durante la guerra la quantità di biglietti subì un incremento di quasi il 400%, le banconote aumentarono notevolmente il loro peso sulla circolazione totale della moneta, il loro peso passò dal 27,6% al 38,2%. Tutto ciò favorì alti livelli di inflazione che nel periodo bellico raggiunse circa il 28% l'anno, ad esempio il prezzo della carne bovina quintuplicò in questo periodo. La Banca d'Italia cercò di limitare l'aumento dei prezzi con i mezzi a propria disposizione, ad esempio attraverso la creazione di consorzi ad hoc, ne è un esempio il consorzio provinciale granai, che venne creato con lo scopo di calmierare il prezzo dei cereali.

Come abbiamo visto circa due terzi dei finanziamenti per la guerra vennero ottenuti tramite l'indebitamento, che raggiunse il totale di 51 miliardi di lire. Al termine del conflitto l'Italia si trovava quindi ad avere un debito che sperava il 140% del Pil nazionale e di questo oltre il 70% era debito interno. Per quanto riguarda il debito interno le cifre erano molto simili all'indebitamento contratto durante le guerre di indipendenza; il vero problema risiedeva nell'indebitamento con i paesi esteri che nel 1919 equivaleva a circa cinque volte il valore delle esportazioni.

La Banca d'Italia in tutto il periodo bellico coordinò e gestì l'emissione del Prestito Nazionale che venne sottoscritto con relativa facilità. La facilità con cui venne sottoscritto il debito è da ricondursi sia al grande fervore patriottico, sia all'illusione monetaria¹⁸. Come abbiamo visto la Banca d'Italia ricoprì un ruolo nell'emissione del debito; infatti, guidò diversi consorzi bancari di garanzia durante i sei prestiti nazionali che vennero fatti per finanziare la guerra, questi consorzi potevano arrivare ad avere al loro interno più di 160 istituti di credito. Ad esempio, nella prima offerta pubblica del 1915 la Banca d'Italia guidò e promosse il Consorzio bancario di garanzia nel quale vennero collocati quasi 900 milioni dei 1000 offerti, i restanti titoli di stato vennero suddivisi all'interno dei partecipanti del consorzio.¹⁹

¹⁸ L'illusione monetaria consiste nell'idea che l'investitore guardi solo i rendimenti nominali dei titoli in cui investe non tenendo conto dell'inflazione. Infatti, in quel periodo nonostante il rendimento nominale dei titoli fosse molto alto se si fosse considerato l'inflazione il rendimento reale sarebbe stato negativo.

¹⁹Questi titoli di stato avevano un rendimento effettivo del 4,64%.

Subito dopo la dichiarazione di guerra avvenuta il 23 maggio 1915 venne fatta una seconda offerta di titoli di Stato, la Banca d'Italia da quella volta in poi ricoprì un ruolo anche nell'organizzazione tecnica. Infatti, i nuovi titoli di Stato emessi avevano rendimenti maggiori rispetto a quelli della prima missione, per non creare problemi venne garantito ai vecchi sottoscrittori le condizioni migliorative della seconda emissione e venne sancita una clausola secondo la quale i sottoscrittori del debito avrebbero usufruito delle condizioni migliorative delle nuove emissioni future. La Banca d'Italia durante la guerra fu una delle maggiori acquirenti di titoli di Stato a medio breve termine.

Oltre le emissioni di debito pubblico interno lo Stato italiano dovette finanziarsi anche con l'estero. Storicamente l'Italia è sempre stata un paese privo di materie prime rendendo necessario l'importazione da paesi esteri. Il problema era sempre stato quello di trovare il modo per pagarle, nel periodo prebellico queste risorse arrivavano dalle rimesse provenienti dai cittadini italiani all'estero e dai proventi di valuta estera del turismo. Sfortunatamente, entrambe queste fonti vennero a mancare durante il conflitto, infatti, il turismo cessò quasi completamente e le rimesse si ridussero drasticamente, tutto questo nel momento di massima necessità di approvvigionamento di materie prime. Questo problema è stato sicuramente il più importante da affrontare, perché senza materie prime la macchina bellica si sarebbe fermata e si sarebbe andati incontro alla disfatta. Perciò lo Stato aveva l'estrema necessità di trovare la valuta aurea necessaria per il pagamento delle importazioni.

Al fine di trovare valuta estera il 5 giugno 1915 l'Italia stipulò con l'Inghilterra un accordo per un prestito di 60 milioni di sterline a dispetto di un versamento da parte dell'Italia di 10 milioni in oro depositato in Inghilterra. Nell'accordo si faceva riferimento al fatto che sarebbe stata la Banca d'Italia a mettere in atto tali accordi, effettuando in prima persona tutte le transazioni necessarie, questo fu un passo in avanti verso il riconoscimento internazionale della Banca d'Italia come la banca centrale dello Stato italiano. Da quel momento in poi la Banca d'Italia giocò un ruolo fondamentale nelle future trattative, ad esempio poco dopo l'accordo di Nizza l'Italia si trovò di nuovo a corto di valuta estera e Stringher ricoprì un ruolo fondamentale nel trovare un accordo con gli inglesi per un ulteriore finanziamento di oltre cento milioni di sterline.

L'Italia però aveva un grande disavanzo commerciale soprattutto nei confronti degli Stati Uniti, il che portò a un grande indebolimento del cambio della lira col dollaro,

durante il conflitto infatti il tasso di cambio perse quasi il 75%. L'Italia riuscì nel 1918 a trovare l'accordo con gli Stati Uniti per un credito di 100 milioni di dollari che sarebbero serviti per stabilizzare il tasso di cambio lira - dollaro. Verso la fine del conflitto l'arrivo di circa 1 milione di soldati americani mandati sul fronte italiano permise un considerevole afflusso di dollari nelle casse dello stato. Questo ingente flusso di liquidità estera in concomitanza degli accordi stipulati permise alla lira di riapprezzarsi sul dollaro permettendo così allo Stato italiano di riprendere fiato.

Al termine del primo conflitto mondiale l'Italia si ritrovò con un enorme debito interno e con un'inflazione molto più elevata rispetto agli altri paesi europei: la circolazione cartacea passò dal 12,6% al 23,3% del reddito nazionale. Nonostante la guerra avesse causato danni "diretti" inferiori rispetto a quelle causati alla Francia e al Belgio, molti furono quelli "indiretti". I principali danni dell'economia si possono ricondurre a:

- una grandissima espansione della spesa statale;
- un'enorme distorsione nell'allocazione delle risorse;
- continuo aumento del ruolo dello Stato nel regolare l'attività economica.²⁰

Nonostante questo periodo fu caratterizzato da gravi difficoltà per tutto il paese, la Banca d'Italia ne uscì rafforzata. In questi anni la Banca d'Italia si pose al servizio dello Stato e giocò un ruolo fondamentale in qualità di strumento di sostegno nello sforzo bellico. Durante questo periodo la banca, anche se perse alcune delle sue libertà operative, riuscì ad acquisire nuove competenze e affinare molte delle sue capacità che ci sarebbero state molto utili negli anni avvenire. Come abbiamo visto precedentemente la Banca d'Italia riuscì ad affermarsi sul campo internazionale e ad accrescere il proprio potere nel Paese, divenendo il grande centro della vita economica e finanziaria nazionale.²¹

²⁰ Cotula. F, Spaventa. L. *La politica monetaria tra le due guerre 1919-1935*. Laterza. Roma-Bari. 1993. pp. 9-14.

²¹ Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022. pp. 285-343.

III.6 Il caso banca d'Italia e industria serica: 1918-1922

Come abbiamo visto nel paragrafo precedente, al termine del primo conflitto mondiale l'Italia si trovava in una situazione di difficoltà, durante questo periodo molti dei principali settori industriali italiani entrarono in crisi. La Banca d'Italia giocò un ruolo fondamentale nel sostegno a interi settori e imprese, in questo paragrafo andremo a prendere in esame il caso specifico della crisi del settore serico e del ruolo svolto dalla Banca d'Italia nel finanziamento e sostegno a questo settore.

Il settore serico italiano era uno dei settori più importanti dell'economia italiana dell'epoca, rappresentando il maggiore prodotto di esportazione italiana. Nell'estate del 1918 si trovò a fronteggiare una crisi talmente grave che spinse i produttori a chiedere l'intervento dello Stato a sostegno del settore. La domanda del settore aveva risentito del primo conflitto mondiale che rese molto più difficoltoso il commercio e le esportazioni si ridussero notevolmente. Ad aggravare ulteriormente la situazione il prodotto italiano iniziò a risentire della concorrenza giapponese nel mercato americano, il prodotto era molto più facile da reperire e, in quel periodo, di migliore qualità. Il colpo finale fu dato dalla rivalutazione della lira dopo gli accordi con gli Stati Uniti del 1918 visti nel paragrafo precedente.

L'impatto della rivalutazione della lira fu così forte a causa delle caratteristiche del sistema produttivo italiano, che utilizzava esclusivamente bozzoli freschi di origine nazionale e la produzione del gelso era organizzata in modo tale da garantire un solo raccolto l'anno. Questo sistema prevedeva che il prezzo dei bozzoli freschi dipendesse esclusivamente dal livello del prezzo della seta in quel determinato momento e dalle prospettive future del prezzo più le previsioni erano ottimistiche, maggiore era il prezzo richiesto per i bozzoli. Visto che l'industria pagava i bozzoli tenendo conto del prezzo della seta venduta nei mercati esteri, la rivalutazione della lira fece schizzare il loro prezzo, rendendo insostenibile questo costo per l'intero settore. Gli industriali serici rimasero sorpresi da questa rivalutazione, ritrovandosi con uno stock di prodotto che aveva costi di produzione altissimi e impossibilitati alla vendita a prezzi sostenibili.

L'associazione serica italiana iniziò a fare pressione sul governo nell'estate del 1918 chiedendo che venissero emanate misure valutative a favore degli esportatori o che almeno venissero stabiliti tassi di cambio favorevoli nelle valute di esportazione della

merce. Il 31 agosto venne costituito un sindacato con lo scopo di acquistare la merce invenduta così da sostenere il prezzo della seta.

Per venire incontro alle difficoltà del settore, Stringher ideò un provvedimento nel quale veniva fissato un tasso di cambio fisso tra lira e franco svizzero.²² Il settore serico era fondamentale per l'incasso delle valute estere, come visto nel paragrafo precedente, essendo indispensabili in quel momento storico. Nel progetto iniziale presentato al governo il 30 settembre erano previsti premi d'integrazione sui cambi, l'idea era quella di un provvedimento di breve durata. L'idea iniziale era quella di renderlo effettivo solo per la merce venduta dal 1° settembre al 31 dicembre 1918. In aggiunta vi erano limitazioni quantitative pari a 1200 tonnellate e limitazioni per i premi complessivi con il limite fissato a 42 milioni di lire. Il 9 ottobre il governo approvò la norma e vedendo che la situazione non era cambiata autorizzò una proroga di tre mesi al provvedimento.

Oltre a questo provvedimento venne istituito l'Ufficio centrale per il mercato serico che avrebbe dovuto acquistare i prodotti invenduti, la Banca d'Italia ebbe un ruolo cruciale nella definizione delle competenze e struttura dell'ente. Il 29 settembre 1918 il governo emanò il decreto che istituì l'Ufficio centrale per il mercato serico presso la Direzione Generale della Banca d'Italia, che avrebbe dovuto operare sotto il controllo dello Stato. Il compito del nuovo istituto era la compravendita della seta rimasta invenduta durante l'anno 1918. Esattamente come il provvedimento sui cambi, anche questo istituto avrebbe dovuto essere di carattere temporaneo; infatti, la campagna di acquisti si sarebbe dovuto concludere il 30 giugno 1919.

Questo istituto si sarebbe avvalso delle sedi delle filiali della Banca d'Italia di Milano e Torino per l'acquisto delle sete invendute più pregiate, con poi obiettivo di ricollocarle successivamente sul mercato. I provvedimenti presi vennero accolti dagli industriali del settore in maniera molto positiva, lo stesso Stringher era soddisfatto di aver aiutato e sostenuto un settore molto importante per l'economia italiana.²³ Era di tutt'altro avviso Riccardo Bachi importante statista ed economista dell'epoca, il quale riteneva

²² Il tasso di cambio venne stabilito in 175 lire per Franco svizzero e successivamente raffrontato con le altre valute.

²³ Martano. R. *La Banca d'Italia e i provvedimenti a favore dell'industria serica tra il 1918 e il 1922, nelle carte dell'Archivio della Banca d'Italia*. Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche. 3. 2001. pp 9-20.

sproporzionata l'intervento dello Stato per un settore per lui non di carattere di pubblica utilità. Nel suo annuario economico del 1918 commentò così l'operazione:

“Durante questi anni di guerra si sono avuti tanti e tanti casi di intervento di Stato nel movimento degli affari e di esercizio di Stato degli affari, ma sempre per fini pubblici: in questo caso lo Stato ha intrapreso il commercio serico per tutelare interessi privati. Il provvedimento ha rivestito così una particolare gravità. Non è giustificazione il fatto che il danno all'industria serica sia derivato dal ribasso del cambio”.²⁴

Grazie a questi due sistemi ideati da Stringher e la Banca d'Italia si riuscì a placare il panico che si era scaturito nel settore serico a causa della diminuzione della domanda dovuta al conflitto bellico e alla concorrenza delle nuove sete asiatiche.

Gli uffici di Milano e Torino iniziarono ad operare ufficialmente il 4 novembre 1918 e subito vennero sommersi da richieste di imprenditori che volevano vendere la propria merce, la richiesta arrivò al punto che si dovette ricorrere ad assunzioni straordinarie. Durante le prime due settimane all'ufficio di Milano vennero mandate più di 200 offerte mentre a Torino solo 27. Ci si sarebbe aspettati che la domanda si normalizzasse, ma questo non accadde infatti alla fine di novembre le richieste agli uffici di Milano avevano già superato le 500 unità e all'inizi di dicembre si era arrivati quasi a quota 800.

Nei piani della Banca d'Italia quest'istituto avrebbe dovuto ricoprire un ruolo accessorio rispetto al provvedimento sui cambi; infatti, si pensava che sarebbero serviti acquisti assai limitati, ma col passare del tempo si capì che tutto questo non sarebbe successo. L'idea iniziale era quello che l'istituto avrebbe acquistato in via residuale solo una piccola parte del prodotto ma, poco dopo l'inizio delle operazioni, gli uffici della Banca d'Italia capirono che i filandieri portavano tutta la seta che avevano prodotto. I direttori di questi uffici erano particolarmente preoccupati per il prezzo alle quali veniva acquistato il prodotto, ritenendo questi prezzi “pericolosi”, inoltre pensavano che fosse molto difficile rivendere la seta acquistata a prezzi così alti.²⁵ Le richieste di acquisto agli

²⁴ Bachi. R. *L'Italia economica nell'anno 1918. Annuario della vita commerciale, industriale, agraria, bancaria, finanziaria e della politica economica*. Società Editrice Dante Alighieri. Milano-Roma-Napoli. 1919. pp 245.

²⁵ Ad esempio, per la seta greggia classica venne stipulato un prezzo 155 lire al chilo, poco sotto la richiesta dell'imprenditore che era di 160 lire.

uffici verso la fine dell'anno accelerarono ulteriormente spinte dall'avvicinarsi alla conclusione del provvedimento sui cambi.

Gli uffici della Banca d'Italia speravano che con la fine del conflitto il mercato della seta tornasse alla normalità, purtroppo anche questa volta le aspettative vedere infrante con una quasi totale paralisi dell'esportazione tra la fine del 1918 e l'inizio del 1919. Di particolare rilevanza fu il calo drastico delle esportazioni verso la Svizzera. Questo avvenimento mise in allarme l'intero settore che riprese nuovamente a sollecitare l'intervento dello Stato con nuove misure atte a fronteggiare la crisi. L'operato di acquisto di seta continuò fino al 30 giugno 1919 quando finalmente la situazione sembrò migliorare; infatti, un deprezzamento della lira fece ripartire le esportazioni. Durante questo periodo alcuni produttori arrivarono a chiedere agli uffici di annullare le transazioni e di poter riavere indietro le sette cedute. Al termine delle operazioni gli uffici di Milano e Torino avevano acquistato 2500 tonnellate spendendo circa 382 milioni di lire, ampiamente al di sopra dei limiti prestabiliti all'inizio.

Una volta terminata l'operazione di acquisto, però, rimaneva ancora da effettuare la vendita dei prodotti acquistati, immediatamente la Banca d'Italia insieme al Ministero per l'Industria, del Commercio e del Lavoro si misero al lavoro per analizzare il metodo migliore per il collocamento delle scorte definendo i prezzi di vendita e le modalità delle transazioni. L'obiettivo iniziale di Stringher e del Ministero era di coprire le spese sostenute dagli uffici di Milano e Torino e di cercare di ridurre il più possibile la perdita dello Stato. La Banca d'Italia decise di fissare il prezzo di vendita a cinque lire al chilo in più rispetto al costo di acquisto, ogni operazione di esportazione effettuata dai due uffici di Milano e Torino avrebbe dovuto essere autorizzata dall'ufficio centrale di Roma. Il deprezzamento della lira, avvenuto tra la fine del 1918 e il 1919, rispetto al dollaro e al franco svizzero aiutarono notevolmente le esportazioni, anche il ristabilirsi degli ordinari servizi di trasporto tra Francia e Svizzera aiutarono.

I maggiori compratori di seta in questo periodo furono gli Stati Uniti d'America, la Francia e la Svizzera. Per decidere il prezzo di vendita la Banca d'Italia consultava i corrispondenti del Ministero che si trovavano a Tokyo e a New York, i quali informavano ogni giorno l'andamento della domanda e dei prezzi della seta nei rispettivi mercati. Le operazioni di vendita proseguirono speditamente e, nel giro di poco tempo, il 9 ottobre 1919 terminarono le scorte a Torino mentre a Milano il 31 ottobre. L'operazione di

compravendita si concluse positivamente: la Banca d'Italia riuscì a ricavare 430 milioni di lire a fronte di una spesa di 382 milioni, ottenendo un profitto totale di quasi 50 milioni di lire.²⁶ Il risultato dell'operazione fu così positivo che anche uno dei suoi detrattori si dovette ricredere, Riccardo Bachi, infatti, nel suo annuario economico del 1919 dovette affermare che: "chiusa l'opera sua, risultò evidente che l'istituto ha reso un buon servizio all'industria [...] ha impedito un rovinoso tracollo dei prezzi".²⁷

Negli anni successivi l'industria serica chiese ulteriori interventi della Banca d'Italia come ad esempio nel 1928 ma, questa volta, la Banca d'Italia si rifiutò affermando che: essendo un istituto di emissione non può e non deve elargire contributi sostanziosi a vantaggio di un'unica industria per quanto importante e degna essa sia.²⁸

III.7 Gli anni '20: il crescente ruolo della Banca d'Italia nel sistema economico nazionale

Il periodo che andò dal 1919 e l'inizio del 1920 che in seguito prese il nome di biennio rosso fu caratterizzato da numerose lotte operaie e contadine che paralizzarono la produzione industriale e agricola. Gli anni appena successivi alla fine del primo conflitto mondiale furono caratterizzati da un notevole impoverimento delle fasce medio basse della popolazione. Si venne a creare un'enorme tensione tra i lavoratori e gli industriali, ogni richiesta di aumento dei salari o di un aumento della partecipazione nella gestione aziendale veniva sempre rifiutata dai proprietari. Col passare del tempo l'intransigenza dei datori di lavoro divenne sempre più marcata e spinse i lavoratori a organizzarsi in moti rivoluzionari. Ad esempio, quando a fine febbraio 1919 i proprietari dell'acciaieria Franchi-Gregorini di Dalmine si rifiutarono di concedere agli operai la giornata di otto ore e il sabato all'inglese²⁹ gli operai insieme al sindacato UIL³⁰ occuparono l'azienda per due giorni fino a quando vennero tutti arrestati. La tensione culminò nel settembre

²⁶ Martano. R. *La Banca d'Italia e i provvedimenti a favore dell'industria serica tra il 1918 e il 1922, nelle carte dell'Archivio della Banca d'Italia*. Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche. 3. 2001. pp 20-37.

²⁷ Bachi. R. *L'Italia economica nell'anno 1919. Annuario della vita commerciale, industriale, agraria, bancaria, finanziaria e della politica economica*. Società Editrice Dante Alighieri. Milano-Roma-Napoli. 1920. pp 144.

²⁸ Martano. R. *La Banca d'Italia e i provvedimenti a favore dell'industria serica tra il 1918 e il 1922, nelle carte dell'Archivio della Banca d'Italia*. Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche. 3. 2001. pp 37-40.

²⁹ Cioè mezza giornata di riposo.

³⁰ L'unione italiana del lavoro fu un sindacato nazionale sindacalista operante dal 1918 al 1925, da non confondere con il sindacato omonimo nato nel 1950 con cui non vi è stata mai nessuna relazione.

1920 quando dopo il mancato accordo tra la F.I.O.M. e la federazione degli industriali meccanici e metallurgici portò all'occupazione di quasi tutte le fabbriche metallurgiche in Italia. Nei primi giorni di settembre 1920 quasi mezzo milione di operai aderì all'occupazione, che avvenne quasi ovunque in maniera pacifica, anche perché il governo Giolitti aveva preso la decisione di non attuare atti di forza per ristabilire l'ordine. L'occupazione terminò alla fine di settembre quando i dirigenti della F.I.O.M. e di Confindustria arrivarono ad un accordo, purtroppo questo tentativo di rivoluzione non portò a quasi nessun cambiamento sensibile nella vita delle fasce di popolazioni più povere.³¹ Involontariamente gli anni del biennio rosso facilitarono l'ascesa del Partito Nazionale Fascista, infatti inizialmente Giolitti pensava che il P.N.F potesse servire da contrappeso alle forze di sinistra che stavano crescendo notevolmente.

Come appena visto, l'economia italiana, nel periodo tra la fine della Prima Guerra Mondiale e il 1922, si trovò in difficoltà crescendo in media più lentamente rispetto agli altri paesi europei. L'unico grande stato con un ristagno economico simile a quello italiano era l'Inghilterra, gli altri Paesi, invece, come la Francia, videro al termine del conflitto un vero e proprio boom economico. Il prodotto interno lordo per abitante italiano del 1922 era sostanzialmente identico a quello del 1918. Alcuni segnali di ripresa si videro soltanto a metà del 1922, poco prima della formazione del governo Mussolini del 31 ottobre. Nel triennio 1922-1925 il Pil crebbe a un ritmo del 6,2% annuo, molto al di sopra della media europea ferma al 3,8%; in questo periodo le esportazioni furono aidate da una grande svalutazione della lira tornata ai livelli prebellici.³²

Grazie alla congiuntura favorevole si poté creare un circolo virtuoso basato sull'aumento delle esportazioni e sugli investimenti, questa crescita permise di ridurre gradualmente la disoccupazione. Il triennio successivo fu caratterizzato da alti tassi di interesse e politiche protezioniste che causarono di un nuovo un rallentamento per l'economia la quale crebbe solamente del 1,7% l'anno. Gli anni '20 si conclusero con la grande crisi del '29 che sconvolse completamente l'economia mondiale.

La Banca d'Italia in questo decennio ricoprì un ruolo da protagonista delle vicende economiche italiane. Subito dopo Prima guerra mondiale la Banca d'Italia si ritrovò a

³¹ Bertrand. C. L. *The Biennio Rosso: Anarchists and Revolutionary Syndicalists in Italy, 1919-1920*. Historical Reflections. 9(3). 1982. pp. 383-400.

³² Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022. pp. 347-352.

dover affrontare il crollo del gold standard; infatti, a causa degli sconvolgimenti economici causati dalla guerra, quasi tutti gli Stati abbandonarono questo regime. Questa decisione causò grandi problematiche al tasso di cambio della lira con le principali valute estere; infatti, non essendoci più l'oro a fare da garanzia i tassi di cambio potevano avere grandi fluttuazioni causando grossi problemi. Ad aggravare ulteriormente la situazione nel marzo 1919 si aggiunse la scelta da parte degli Stati Uniti di non intervenire più sui mercati per stabilizzare i cambi del dollaro con le altre valute adottando un regime di cambi flessibili. La scelta statunitense causò un grave contraccolpo alla lira. L'abbandono del gold standard decretò la caduta anche un altro pilastro fondamentale della politica monetaria, cioè il limite di emissione dei biglietti, che fino a quel momento dovevano essere garantiti da almeno il 40% di riserve auree. Venendo meno questo limite quantitativo di biglietti in circolazione si perse il riferimento al quale ancorare il valore delle banconote. Così facendo gli istituti di emissione si trovarono ad operare in una situazione completamente nuova senza più nessun punto di riferimento tradizionale.³³

In soli tre anni, dalla fine della guerra al 1921, l'offerta di moneta sfiorò il raddoppio causando alti livelli di inflazione. Il 1919 rappresentò un'anomalia, infatti, nonostante l'offerta di moneta aumentò del 25%, l'inflazione rimase piuttosto stabile. Una delle ipotesi più accreditate riteneva che in quell'anno gli Stati sarebbero rientrati nel regime del gold standard facendo tornare tutto alla normalità, questo tuttavia non accadde e l'inflazione aumentò bruscamente negli anni successivi.

La fine del conflitto non risparmiò nemmeno l'industria. Tutte quelle industrie che facevano affidamento sulle commesse statali dovettero affrontare infatti un piano di riconversione. Proprio la crisi di una di queste imprese causò la caduta di uno degli istituti di credito più grandi d'Italia, cioè la Banca Italiana di Sconto. Quest'istituto, nato nel 1914, in pochissimo tempo crebbe così tanto da poter essere paragonato per dimensioni alla Banca Commerciale. La sua crescita si deve anche agli aiuti ricevuti dallo Stato e dall'esercito. Durante la sua espansione l'istituto si legò a doppio filo con il gruppo Ansaldo divenendo allo stesso tempo sia il maggior azionista, sia il maggior creditore del gruppo. Il gruppo Ansaldo, col finire della guerra, si trovò in un momento di difficoltà economica causata da una grande riduzione delle commesse belliche. Le difficoltà

³³ Cotula. F, Spaventa. L. *La politica monetaria tra le due guerre 1919-1935*. Laterza. Roma-Bari. 1993. pp 9-14.

dell'Ansaldo si ripercossero sull'istituto finanziario: nel solo mese di febbraio del 1921 i suoi depositi si ridussero del 10%. Questa continua fuoriuscita di denaro portò al definitivo fallimento avvenuto il 29 dicembre 1921. Fortunatamente l'evento non contagiò l'intero sistema finanziario. La Banca d'Italia provò a salvarla con la creazione di un consorzio ad hoc ma i tentativi non andarono a buon fine, nella liquidazione della banca l'Ansaldo ricevette 300 milioni di lire come finanziamento e fu rilevata dal Consorzio Sovvenzioni, promosso dalla Banca d'Italia, che poi diventerà prima l'Istituto di Liquidazione e successivamente l'IRI.

Poco dopo il fallimento della Banca di Sconto entrò in crisi anche il Banco di Roma. L'istituto romano aveva in carico molte partecipazioni poco remunerative come, ad esempio, enormi investimenti nelle opere di bonifica agraria e subito numerose perdite in operazione di valutare estera. Questa volta però la Banca d'Italia, ricoprendo il ruolo di finanziatore, in ultima istanza riuscì a salvare l'istituto. Il 21 settembre 1923 venne stipulato un accordo nel quale il Banco di Roma sarebbe stato rilevato dalla Società Nazionale Mobiliare controllata per il 26% dal Consorzio Sovvenzioni e per un altro 26% dalla Banca Commerciale Italiana e dal Credito Italiano.

Nonostante in questi anni vi furono diversi fallimenti di istituti finanziari l'economia italiana non ne risentì particolarmente: infatti ci fu un robusto aumento del Pil. In questi anni il governo italiano si dedicò al risanamento del bilancio dello Stato riuscendo a dimezzare l'indebitamento all'interno del paese, che passò dall'80% del Pil al 40%. Il risanamento fu merito in gran parte della riduzione della spesa pubblica in molti campi, venne sensibilmente ridimensionata, ad esempio, la spesa militare e dell'istruzione e vennero ridotti drasticamente i lavori pubblici. Il piano di risanamento procedette talmente bene che già nel 1925 il ministro Alberto de Stefani³⁴ prevedeva un pareggio di bilancio a metà del 1926. Una riduzione della spesa pubblica avrebbe fatto presagire una contrazione economica ma ciò non avvenne anche grazie al fatto che in questo periodo vi era una politica monetaria estremamente accomodante. Questa politica monetaria accomodante era portata avanti con un forte aumento dell'offerta di moneta, nel periodo che va dal 1922 al 1926 crebbe di oltre 20%. Gli istituti di emissione in questo periodo continuavano essere tre: la Banca d'Italia, il Banco di Napoli e il Banco di Sicilia, ai quali nel 1923 gli fu rinnovato il privilegio di emissione fino al 1930. La grande espansione

³⁴ Alberto de Stefani fu Ministro delle finanze del Regno d'Italia tra il 31 ottobre 1922 e il 10 luglio 1925.

monetaria da un lato aiutò a trainare l'economia ma da un altro lato ebbe comunque ripercussioni importanti. Un esempio interessante è la forte spinta data alle quotazioni azionarie dall'enorme liquidità immessa sul mercato; nel solo mese di febbraio 1925 l'indice azionario italiano aumentò del 50%. Purtroppo, questa crescita si arrestò bruscamente e i massimi raggiunti nel 1925 non vennero più toccati fino al 1940.

Nel 1925 la maggior parte dei Paesi riprese ad ancorare la propria moneta al dollaro con Germania e Inghilterra che aderirono al gold exchange standard³⁵. L'obiettivo delle principali banche centrali mondiali era quello di far entrare nel nuovo sistema internazionale, basato sui cambi fissi ancorati all'oro, anche gli altri più importanti Paesi europei come Italia, Francia e Spagna.

Nel 1926 venne fatto un primo passo verso la stabilizzazione monetaria conferendo alla Banca d'Italia il monopolio di emissione delle banconote. Il decreto del 6 maggio 1926 stabiliva che dal 1° luglio dello stesso anno l'emissione di banconote sarebbe stata esclusiva della Banca d'Italia, facendo cessare di conseguenza il diritto concesso ai banchi meridionali. I due banchi meridionali furono trasformati in istituti di credito di diritto pubblico e le loro riserve metalliche vennero trasferite alla Banca d'Italia. Questa legge fu il primo passo verso la creazione di una vera e propria moderna banca centrale nazionale. Il Governo italiano dell'epoca era intenzionato ad attuare una deflazione cartacea per cercare di rientrare nei limiti imposti dal gold standard, così facendo si decise di unificare la politica monetaria in un unico istituto eliminando gli altri.³⁶

Il 21 dicembre 1926 il Governo italiano decise di fissare il tasso di cambio della lira con la sterlina e con il dollaro rispettivamente a 92,46 lire con la sterlina e di 19 con il dollaro, livelli simili al 1922, questa operazione divenne famosa con il nome "Quota Novanta". Vennero scelti dei livelli piuttosto differenti rispetto a quelli del mercato che quotavano la lira intorno a 110 rispetto alla sterlina e a 22-23 con il dollaro.³⁷

³⁵ Il gold exchange standard differiva rispetto al modello prebellico perché ora le banche centrali potevano scegliere se convertire le banconote in oro o se scambiarle con altre banconote di paesi esteri anch'esse convertibili in oro. In futuro la moneta convertibile in oro di riferimento diventerà il dollaro fino al 15 agosto 1971 con l'uscita degli Stati Uniti dal gold exchange standard.

³⁶ Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022. pp. 353- 438.

³⁷ Cotula. F. Spaventa. L. *La politica monetaria tra le due guerre 1919-1935*. Laterza. Roma-Bari. 1993. pp. 138-140.

Mussolini lasciò intendere che i suoi obiettivi erano in parte economici, ma i suoi proclami erano palesemente propagandistici e privi di un serio contenuto economico. Ne è un esempio il discorso di Pesaro in cui proclamò il suo sostegno alla lira:

“Non infliggerò mai al meraviglioso popolo italiano, che ha lavorato per quattro anni da eroe e ha sofferto da santo, la vergogna morale e la catastrofe economica del fallimento della lira” e inoltre “La lira, che rappresenta il simbolo della nazione, il segno della nostra ricchezza, il simbolo del nostro duro lavoro, dei nostri sforzi, dei nostri sacrifici, delle nostre lacrime; del nostro sangue, è difesa e sarà difesa”³⁸

Mussolini riteneva che una rivalutazione di successo avrebbe accresciuto il prestigio internazionale del Regime, nonostante molti osservatori britannici e continentali ritenessero che l'Italia avrebbe avuto difficoltà a mantenere un tasso di cambio così elevato, causando un aumento del deficit della bilancia dei pagamenti italiana e portando all'instabilità politica ed economica. La capacità di Mussolini di agganciare la lira a un tasso di cambio così elevato, senza creare malcontento o instabilità, avrebbe portato vantaggi propagandistici al Regime.

L'industria era favorevole a un tasso di cambio fisso, ma si opponeva a una brusca rivalutazione. Era chiaro agli industriali che una tale rivalutazione avrebbe comportato alti costi di opportunità per loro, in quanto avrebbero perso l'occasione di fare maggiori profitti con le esportazioni in presenza di un tasso di cambio non rivalutato, per questi motivi gli industriali furono espliciti e risoluti nel condannare Quota Novanta. Sebbene Mussolini conoscesse le conseguenze economiche della sua decisione di rivalutazione della lira, era disposto ad accettarle per trarne vantaggi politici. D'altra parte, attraverso una serie di decisioni politiche Mussolini rese chiaro il suo desiderio di aiutare l'industria a mantenere i propri profitti. Le tasse e i costi di trasporto vennero abbassati per l'industria nazionale e vennero permessi ammortamenti più ampi. Da ultimo venne data la preferenza assoluta ai produttori nazionali nei contratti governativi.

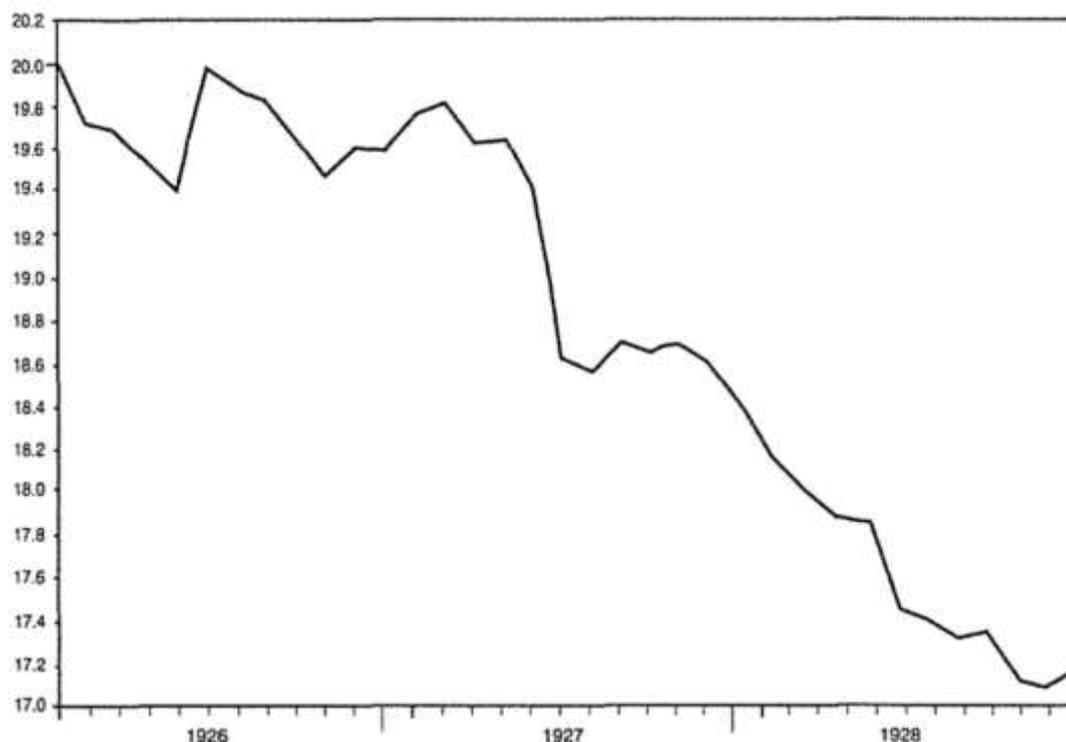
Se Mussolini avesse ritirato il suo sostegno alla Quota Novanta, a causa del malcontento dell'industria, avrebbe compromesso la sua autorità politica. Se non avesse mai cercato di istituire la Quota Novanta, avrebbe perso l'opportunità di guadagnare consensi per il Regime e non avrebbe potuto dare una dimostrazione della propria autorità

³⁸ De Felice. R. *I lineamenti politici della Quota Novanta attraverso i documenti di Mussolini e di Volpi*. Nuovo Osservatore. 7. 1966. pp. 370-395.

politica sull'industria. Entrambe queste considerazioni giocarono un ruolo fondamentale nella sua decisione di rivalutare la lira al rialzo.³⁹

In soli due anni vi fu un enorme stretta monetaria con una notevole riduzione della circolazione di banconote, questa contrazione si può vedere bene nell'immagine 3.7.

Immagine 3.7 Circolazione cartacea in Italia 1926-1928 (dati in miliardi di lire)



Fonte: Cotula. F, Spaventa. L. *La politica monetaria tra le due guerre 1919-1935*. Laterza. Roma-Bari. 1993. p.141.

Questa stretta monetaria venne attuata con un notevole inasprimento dei tassi di interesse, L'innalzamento dei tassi di interesse fu fondamentale per poter raggiungere il tasso di cambio desiderato da Mussolini con il dollaro e la sterlina. All'inizio la scelta di posizionare il tasso di cambio a quel livello con il dollaro e la sterlina ebbe ripercussioni sull'economia e sull'apparato produttivo. Ne risentirono anche le aziende più sane, colpite da enormi svalutazioni delle scorte di magazzino e contestualmente a una

³⁹ Cohen. J. S. *The 1927 Revaluation of the Lira: A Study in Political Economy*. The Economic History Review. 25(4). 1972. pp. 651-654.

rivalutazione dei debiti, senza contare una riduzione delle esportazioni causata dalla minore competitività.⁴⁰

La Banca d'Italia dopo l'introduzione di Quota Novanta riuscì a mantenere per diversi anni questo livello di cambio con non poche difficoltà. Riuscì nel suo intento grazie all'utilizzo delle proprie scorte valutarie e alle rimesse provenienti dagli italiani all'estero. Per non entrare in una spirale deflazionistica, che avrebbe colpito tutta l'economia, si decise di sfiorare il livello di riserve auree come garanzia per l'emissione di biglietti, per diversi anni infatti si operò molto al di sotto del minimo del 40%. Nonostante ci furono dei contraccolpi per l'economia, l'impatto di Quota Novanta non fu così traumatico come si aspettavano gli industriali dell'epoca e nemmeno così drammatico come il ritorno al gold standard della Gran Bretagna del 1925. Gli economisti italiani dell'epoca, conoscendo la teoria di Cassel sulla parità del potere di acquisto,⁴¹ proposero al governo l'attuazione di misure per la riduzione dei prezzi dei salari al fine di controbilanciare la rivalutazione della lira. Nella scelta della politica monetaria di Quota Novanta la Banca d'Italia non aveva potuto esprimere il proprio volere, dimostrando in questo periodo una totale mancanza di indipendenza. In Francia invece la Banca Centrale il 25 giugno 1928 poté alzare il tasso di cambio del franco con la sterlina a 121, un livello più sopportabile. La Banca d'Italia purtroppo era completamente assoggettata al potere del Regime autoritario che ormai si era insediato, lo stesso Stringher non poteva esporsi troppo in contrapposizione alla politica fascista, in quanto costantemente minacciato da un possibile prepensionamento anticipato.

Prima di procedere oltre dobbiamo fare un passo indietro al 1926, anno in cui la Banca d'Italia ottenne il monopolio di emissione. Insieme a questo emendamento vi fu l'introduzione di una nuova legge bancaria, che prevedeva, tra le altre cose, l'aumento del potere ispettivo della Banca d'Italia; le altre banche avrebbero dovuto esibire tutti gli atti e documenti richiesti ai funzionari della Banca d'Italia. Questo decreto prevedeva che la Banca d'Italia assumesse principalmente a quattro compiti:

⁴⁰ Cotula. F, Spaventa. L. *La politica monetaria tra le due guerre 1919-1935*. Laterza. Roma-Bari. 1993. p. 144.

⁴¹ Questa teoria prevede la relazione tra tasso di cambio nominale e rapporto tra i prezzi di un paese estero e i propri prezzi interni, così viene definito il cambio reale cioè la quantità di beni esteri che si possono comprare con una unità di valuta domestica.

1. istituire le pratiche ministeriali per l'autorizzazione alla creazione di nuovi istituti bancari e controllando che vi fosse la giusta corrispondenza tra capitale minimo e le soglie minime previste;
2. controllare l'obbligo di compilazione dei bilanci annuali e assicurarsi che le banche gli inviassero questi documenti;
3. controllare che nessun istituto superasse i limiti di concentrazione dei rischi;
4. vigilare che nessuna Banca detenesse depositi superiore a 20 volte il proprio capitale, e che detenesse la giusta quota di riserva per quei depositi.

Queste nuove norme si sarebbero dovute applicare a tutti i nuovi istituti, mentre agli istituti già presenti per adeguarsi vennero dati quattro anni di tempo. La Banca d'Italia avrebbe vigilato sulle altre banche con due metodologie diverse la "cartolare" e "l'ispettiva". La prima metodologia consisteva nello studio e analisi dei bilanci consegnati dalle altre banche; la seconda, invece, nell'utilizzo degli ispettori che si sarebbero recati nelle filiali delle banche. L'attività di ispezione era estremamente delicata, infatti, nei primi anni di vigilanza la vista di un ispettore nella sede di una banca avrebbe potuto creare sfiducia nell'istituto facendo preoccupare i correntisti che sarebbero potuti correre a ritirare i propri soldi. Per questo Stringher si raccomandò che gli ispettori agissero con circospezione, riservatezza e prudenza. Inizialmente le altre banche si opposero energicamente, ma nel giro di pochi anni la situazione si normalizzò, e, grazie a questo nuovo incarico di vigilanza, la Banca d'Italia fece un passo ulteriore verso la legittimazione del suo ruolo come banca centrale.

III.8 Gli anni '30: La Banca d'Italia durante gli anni dell'autarchia

Gli anni '20 si conclusero con una delle crisi più grandi e drammatiche della storia e l'Italia, con resto del mondo, ne fu travolta. La crisi del '29 colpì duramente l'economia italiana, il reddito pro capite, questo periodo prese il nome di decennio perduto.⁴²

Il settore più colpito fu sicuramente quello industriale: tre anni dopo la crisi la produzione era ancora ridotta di un quinto, le esportazioni italiane ebbero un drastico calo

⁴² Un altro decennio perduto si ha avuto nel 2008-2019.

e ritornarono al loro livello solo dopo la Seconda guerra mondiale.⁴³ L'Italia si trovò travolta dalla crisi in un momento in cui si stava ancora assestando dalla rivalutazione della lira con Quota Novanta. La crisi portò con sé un aggravamento della deflazione con un crollo del 10% dei prezzi all'ingrosso. La nuova caduta dei prezzi si aggiunse alla deflazione già avvenuta per colpa della rivalutazione della lira. Questa diminuzione dei prezzi fece aumentare di molto l'indebitamento del settore privato, le imprese subirono un drastico calo dei prezzi che però non fu compensato da una riduzione del costo del credito. Così facendo si veniva a creare una situazione in cui nonostante gli altri costi sostenuti dall'impresa calavano il peso dell'indebitamento, in termini nominali diventava sempre più gravoso sui conti delle imprese. Questo spiega il gran numero di fallimenti che vi furono, contestuale a una forte riduzione di richiesta di credito.

A seguito della crisi, il 21 settembre del 1931, il Governo inglese abbandonò la convertibilità della sterlina con l'oro, facendo deprezzare immediatamente del 25% la sterlina. In quel momento la Banca d'Italia deteneva l'8% della propria valuta di riserva in sterline, questo deprezzamento causò all'istituto un deprezzamento del 2% del proprio attivo. Il Governo italiano dovette rivedere il tasso di cambio con la sterlina che passò da Quota Novanta a 66, tutto ciò portò a un enorme riduzione della competitività dei prodotti italiani all'estero. Per riuscire ad attenuare l'impatto della crisi sarebbe servita una forte svalutazione della lira esattamente come avevano fatto paesi come Inghilterra e Stati Uniti, purtroppo però questa strada era considerata politicamente impraticabile dal governo.⁴⁴

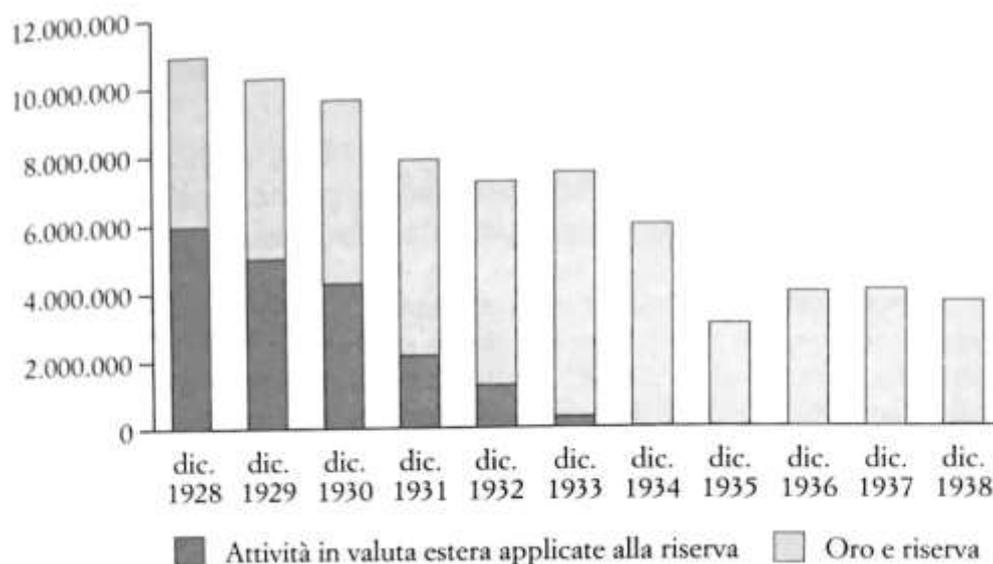
Dopo la svalutazione della sterlina iniziarono a farsi insistenti voci riguardo al possibile svalutazione delle altre monete, il che portò una forte vendita di lire. La Banca d'Italia per sostenere il tasso di cambio dovette intervenire in maniera sostanziosa sul mercato alzando il tasso di sconto dal 5,5% al 7%. Nel periodo che va dal 1928 al 1934 vi fu un'enorme emorragia di valuta estera; la Banca d'Italia dovette ridurre drasticamente le sue attività in valuta estera che deteneva come riserve. Nel 1934 si arrivò al punto in cui la Banca d'Italia non deteneva più nessuna valuta estera tra le proprie attività ma solo oro che cercò di acquistare sul mercato italiano a prezzi superiori a quello ufficiale. Le

⁴³ Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*, Il Mulino, Bologna, 2022. pp. 438-537.

⁴⁴ Cotula. F, Spaventa. L. *La politica monetaria tra le due guerre 1919-1935*. Laterza. Roma-Bari. 1993. p. 158-168.

riserve della Banca d'Italia subirono un enorme cambiamento, infatti, le valute estere fino al 1928 rappresentavano circa il 50% delle proprie attività, questo drastico cambiamento lo si può osservare nell'immagine 3.8.

Immagine 3.8 Riserve della Banca d'Italia (in milioni di lire)



Fonte: Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022. p. 533.

La Banca d'Italia, oltre a dover gestire la politica monetaria, dovette affrontare anche di nuovo il problema dei salvataggi bancari. In Germania erano fallite le tre principali banche universali e negli Stati Uniti erano falliti quasi 2000 istituti. Se da un lato la decisione di mantenere il tasso di cambio a un livello troppo elevato aggravò gli effetti della crisi, dall'altro la politica di salvataggio delle banche riuscì a limitare i danni. Senza gli interventi la crisi avrebbe potuto avere effetti catastrofici simili a quelli avvenuti in Germania. La Banca d'Italia in questo momento di estrema difficoltà garantì una certa stabilità del l'intero sistema bancario e industriale. La Banca d'Italia fu fondamentale nell'erogare i finanziamenti per il salvataggio delle banche in crisi, come per il caso del salvataggio del Credito Italiano nel quale la banca stanziò 330 milioni di lire per il salvataggio. Per il salvataggio il 27 gennaio venne creata un'azienda pubblica chiamata Società Finanziaria Italiana che sarebbe stata sottoposta al controllo diretto del Ministero delle finanze e della Banca d'Italia. Il 20 febbraio il Credito Italiano, il Ministero delle Finanze e la Banca d'Italia si incontrarono per firmare un accordo nel quale il Credito

Italiano si sarebbe limitato alla sola attività del credito ordinario e avrebbe ceduto tutte le sue partecipazioni industriali alla neonata SFI. La Banca d'Italia dopo aver erogato il finanziamento avrebbe dovuto supervisionare l'attività della Società Finanziaria Italiana e del Credito Italiano.

Poco dopo entrò in crisi anche la Banca Commerciale, l'istituto bancario più grande d'Italia. La Banca Commerciale si trovava a dover superare molte difficoltà tra cui: difficoltà economiche in cui si trovavano le aziende industriali e finanziarie controllate, enormi crolli dei valori delle azioni in borsa, enorme quantità di azioni proprie in bilancio e infine un'emorragia dei depositi esteri. La Banca Commerciale presentò al Governo una proposta in cui Cassa Depositi e Prestiti avrebbe acquistato una partecipazione finanziaria in una società creata ad hoc chiamata Comofin. La Comofin sarebbe diventata l'azionista di maggioranza della Banca Commerciale, così facendo lo Stato sarebbe diventato azionista della Banca Commerciale indirettamente, questa formula non piacque al governo che la bocciò. Il 31 ottobre 1931 la situazione si era aggravata ulteriormente e si dovette arrivare a un accordo di urgenza, in un incontro a tre tra il Ministero del Tesoro, Banca d'Italia e Banca Commerciale Italiana, si decise che quest'ultima avrebbe ceduto tutte le sue partecipazioni in società industriali e finanziarie alla società Sofindit. Il capitale di quest'ultima società fu aumentato da 100 milioni a 300 milioni di lire, inoltre l'accordo prevedeva che la Banca d'Italia avrebbe avuto il potere di decidere la metà del consiglio di amministrazione della società e avrebbe avuto l'ultima parola sull'elezione del presidente. Contestualmente a questa operazione il 13 novembre 1931 venne creato l'Istituto Mobiliare Italiano (IMI). L'istituto sarebbe servito per garantire la liquidità sufficiente per la buona riuscita dell'operazione, si scelse questa strada anche per non gravare eccessivamente sul bilancio della Banca d'Italia. Questo istituto avrebbe poi svolto la funzione di finanziatore per l'industria nel medio e lungo termine, tramite l'emissione di obbligazioni.

L'IMI si rifiutò però di ricapitalizzare le imprese in difficoltà possedute dalla Banca Commerciale, e così facendo il peso di tutta l'operazione rimase sulle spalle della Banca d'Italia. Alla fine del 1932 la Banca d'Italia, dopo tutti i salvataggi che dovette affrontare, si ritrovò con un'esposizione nei loro confronti di 7,4 miliardi di lire a fronte di una circolazione di 15,3 miliardi; in questo momento si paventò la possibilità di un dissesto

dell'unico istituto di emissione italiano. Le soluzioni fino ad ora attuate non portarono i risultati sperati e la crisi continuò ad attanagliare gli istituti bancari.

Mussolini fu profondamente preoccupato che il fallimento da Banca Commerciale portasse al completo collasso del sistema bancario italiano e di riflesso la caduta del suo potere. Questa situazione di estrema difficoltà portò alla creazione dell'IRI, le motivazioni che portarono alla costituzione di quest'istituto furono essenzialmente tre:

1. Evitare il collasso della Banca centrale e della lira;
2. Tutelare il risparmio che era stato affidato alle banche insolventi;
3. Tutelare l'industria e l'economia del paese.

Formalmente L'IRI (Istituto per la Ricostruzione Industriale) nacque il 23 gennaio 1933; venne istituito nella forma di ente pubblico diviso in due sezioni, finanziamenti e smobilizzi. La sezione finanziamenti ricevette cento milioni di lire e la possibilità di finanziarsi tramite l'emissione di obbligazioni, mentre la sezione smobilizzi assunse le partecipazioni dell'Istituto di Liquidazione che in questo momento fu soppresso. Inizialmente L'IRI fu istituita a carattere temporaneo e infatti la sezione smobilizzi avrebbe dovuto nel tempo collocare le partecipazioni che aveva ricevuto sul mercato. Al termine del 1933 l'IRI deteneva direttamente il 21,5% del capitale delle aziende italiane quotate, avendo il potere di controllo su circa la metà. Nel 1934 l'IRI acquistò le tre banche più grandi del paese e nel 1937 l'istituto assunse carattere permanente.

Conseguentemente ai salvataggi delle principali banche italiane e alla creazione dell'IRI vi fu la nuova legge bancaria del 1936, che modificò radicalmente la legge del 1926. Il 12 marzo 1936 venne approvata la nuova riforma bancaria, le innovazioni del decreto per quanto riguarda la banca d'Italia furono:

- Nuovi compiti di vigilanza
- Il divieto assoluto di ricevere depositi e di effettuare operazioni di credito a imprese non finanziarie
- La sua trasformazione in ente di diritto pubblico

Per quanto riguarda il potere di vigilanza, si decise di sottrarlo alla Banca d'Italia per concederlo a un istituto di nuova creazione, che prese il nome di Ispettorato per la difesa del risparmio e dell'esercizio del credito, quest'ultimo venne sottoposto a un comitato dei ministri presieduto direttamente da Mussolini. Formalmente la legge indebolì il potere della Banca d'Italia che però, di fatto, ne rafforzò il potere di controllo.

Si ridusse, però, la libertà della politica monetaria della Banca centrale, che divenne sempre più subordinata alle decisioni del governo infatti vi fu anche una notevole riduzione nelle scelte strategiche adottate nel controllo del credito.⁴⁵

III.9 La Banca d'Italia durante il secondo conflitto mondiale

Il periodo tra la Seconda guerra mondiale e gli anni che la precedettero fu caratterizzato da un robusto impegno bellico, si pensi che solo in questo lasso di tempo nel 75% dei giorni furono effettuate operazioni militari. L'economia ebbe un andamento piuttosto altalenante con una ingente crescita tra '37 e '39 e un allentamento dal '40 al '42 per terminare con un crollo definitivo del Pil nel 1945 con livelli di disoccupazione molto simili a quelli avvenuti nel 1929. In questi anni vi fu un drastico calo dell'efficienza complessiva dell'uso del capitale del lavoro, ad esempio la collaborazione che si aveva tra le Università e centri di ricerca e con i laboratori aziendali fu nettamente inferiore rispetto ad altri paesi come Germania, Giappone e Stati Uniti.

La Banca d'Italia in questi anni dovette affrontare diverse sfide, tra cui la gestione del tasso di cambio e delle riserve, il finanziamento del Tesoro e la gestione dell'andamento dei prezzi interni. Oltre a queste problematiche l'istituto dovette operare in un ambiente politico piuttosto complesso, nel quale bisognava sottostare alle scelte imposte dal regime totalitario, il quale prendeva decisioni in tutti gli ambiti economici.

Dopo le sanzioni imposte all'Italia dalla Società delle Nazioni per l'invasione dell'Etiopia, entrò in crisi il sistema italiano del gold standard, ma il colpo decisivo venne dato dalla svalutazione del franco. Una parte del partito fascista era contraria ad abbandonare definitivamente Quota Novanta, ma l'intervento della Banca d'Italia e del Tesoro riuscirono a far cambiare idea a Mussolini. Così facendo il 5 ottobre 1936 il Consiglio dei ministri varò un decreto nel quale venne applicata un'ulteriore svalutazione della lira al nuovo tasso di cambio prefissato a 19 lire per dollaro⁴⁶, con una fluttuazione massima del 10%. Naturalmente questa quest'operazione non prese il nome di svalutazione, ma vennero utilizzati termini come "allineamento" o "riallineamento" per poter salvare le apparenze. Inoltre, la colpa di questa svalutazione fu fatta ricadere sulla

⁴⁵ Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022. pp. 545-600.

⁴⁶ Riportandolo allo stesso livello del 1933.

Gran Bretagna, affermando che l'Italia non aveva nessuna colpa di questa situazione e che stava agendo solo per necessità.⁴⁷ Con l'aumento del potere dell'autarchia la Banca d'Italia perse a poco a poco la sua autonomia passando dall'essere la "banca delle banche" a "banca del Tesoro" al totale servizio delle scelte politiche fatte dal governo di Mussolini.

L'Italia negli anni che precedettero la guerra, grazie alla svalutazione della lira conseguentemente a un'espansione monetaria, riuscì a ridurre notevolmente il peso del debito che arrivò nel 1939 al 69,4% in rapporto con il Pil, il livello più basso mai toccato dall'unificazione dell'Italia. Questa notevole riduzione del debito pubblico fu facilitata dall'isolazionismo finanziario del paese, infatti il governo controllava ogni movimento di capitale fatto a livello internazionale. Questo controllo permise di mantenere i tassi di interesse che venivano pagati sul debito a un livello inferiore rispetto a quello della crescita del Pil e dell'inflazione, riducendo nel tempo il livello del debito.⁴⁸

Con lo scoppio della Seconda guerra mondiale il 1° settembre 1939 l'Italia entrò definitivamente in un'economia di guerra totale, alla quale non era preparata né militarmente, né economicamente. Durante il conflitto la Banca d'Italia dovette affrontare principalmente due problemi: la grave scarsità di valuta estera necessaria per pagare le importazioni e il riuscire a trovare un modo per finanziare la guerra.

La differenza tra un'economia in tempo di pace e una di guerra è sostanziale: secondo Keynes in tempi di pace la torta, ovvero l'economia di un paese, dipende dalla quantità del lavoro svolto; invece, in tempi di guerra la torta è fissa. In un'economia di guerra l'aumento del lavoro può aiutare a combattere meglio, ma non permette di consumare di più, perché tutte le risorse sono incanalate nello sforzo bellico.⁴⁹ In questo tipo di economia, nella quale c'è piena occupazione e produttività costante, se si vogliono aumentare le risorse dedicate allo sforzo bellico, bisogna sottrarre per forza ai consumi privati.

Come abbiamo già visto nel caso della Prima guerra mondiale, lo Stato per potersi finanziare può adottare diversi metodi. Il primo è l'aumento della tassazione, il quale però, come abbiamo già visto, ha un costo politico elevato e risulta essere difficilmente

⁴⁷ Caracciolo. A. *La Banca d'Italia tra l'autarchia e la guerra 1936-1945*. Laterza. Roma-Bari. 1992. pp. 6-23.

⁴⁸ Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022. pp. 625-635.

⁴⁹ Keynes J.M. *How to pay for the war*. Palgrave Macmillan. Londra. 1940. pp. 321-326.

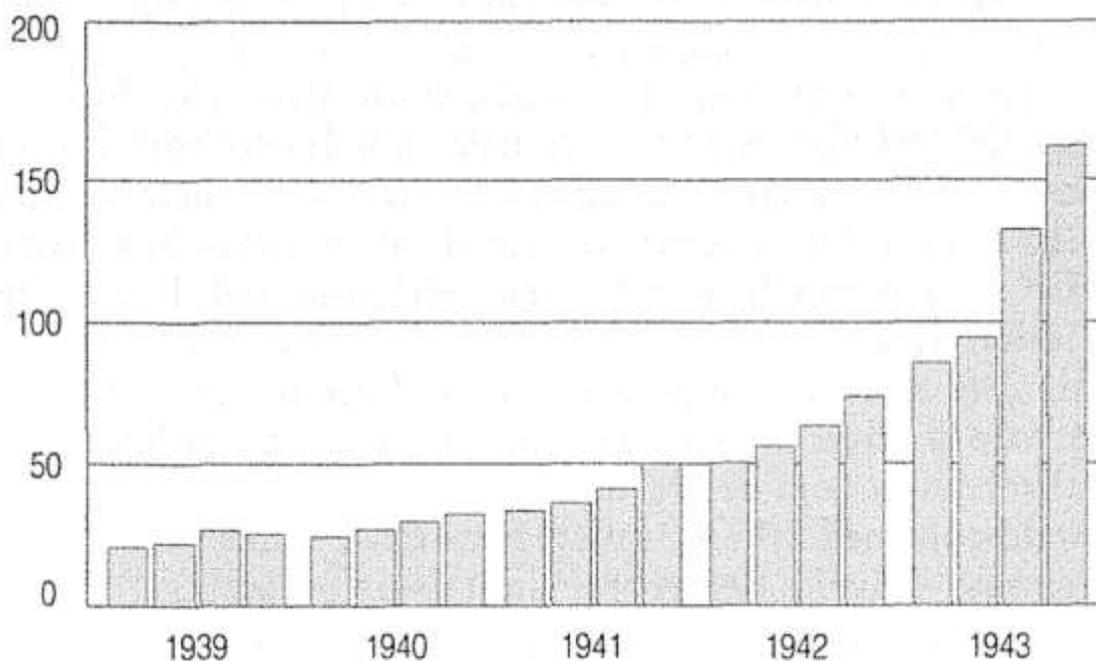
utilizzabile nel pieno del conflitto, a causa dell'eccessivo onere nei confronti di una popolazione già piegata dalla guerra e del rischio della diminuzione del consenso politico. La seconda strada è l'indebitamento che però dipende in gran parte dalla quantità di risparmi che hanno i privati e dalla percentuale a disposizione per l'acquisto di titoli pubblici. L'ultima opzione riguarda l'aumento dell'offerta di moneta. Tra tutte le opzioni, l'ultima è sicuramente quella più facile da realizzare e che trova maggior consenso nella popolazione, sempre che l'aumento dell'offerta di moneta non provochi un aumento dei prezzi talmente alto da diventare socialmente insostenibile.

Durante la guerra l'Italia cercò di creare un circuito dei capitali che permettesse allo Stato di finanziare la spesa bellica. Il circuito dei capitali era stato ideato in questo modo: il tutto sarebbe dovuto iniziare con un aumento dell'offerta di moneta, cioè anticipazioni che la Banca d'Italia faceva al Tesoro per finanziare la guerra, e si sarebbe dovuto concludere assorbendo la liquidità in eccesso tramite l'emissione di titoli di Stato a breve termine. Se questo sistema funziona alla perfezione, l'aumento della spesa pubblica fatta in deficit si traduce interamente in un aumento del debito pubblico detenuto dai privati. Questo sistema si sarebbe dovuto accompagnare con un razionamento dei consumi e un blocco dei prezzi. Teoricamente se funzionasse alla perfezione si potrebbe ritirare più volte per un tempo indefinito. Purtroppo, la realtà era ben diversa: infatti, era facile che si verificassero sfasamenti dovuti a inefficienze. Oltretutto vi era una certa propensione dei privati a detenere sempre più denaro contante per far fronte a eventi imprevedibili, tutto questo rendeva difficoltoso attuare questo circuito dei capitali.

Negli anni che andarono dal 1939 al 1942 il livello del debito pubblico italiano raddoppiò, e aumentò sensibilmente anche la parte del debito finanziata direttamente dalla Banca d'Italia. Questo sistema di circuito dei capitali riuscì a contenere l'inflazione; infatti, il livello dei prezzi si trovava a circa il doppio rispetto al 1938, la situazione cambiò totalmente l'autunno 1942 quando i primi bombardamenti sulle grandi città italiane causarono un panico generalizzato. La crisi dell'autunno/inverno 1942-43 portò al collasso del meccanismo del circuito dei capitali. In parte le cause risiedono nello sfollamento delle città, nelle quali le persone erano state incentivate a portare con sé un elevato numero di contanti. Per far fronte all'aumento costante di richiesta di biglietti la produzione della Banca d'Italia passò da 180.000 a 500.000 biglietti mensili, nel frattempo la produzione di banconote era stata spostata da Roma all'Aquila per motivi di sicurezza.

Nonostante un notevole aumento della produzione ci si trovava ancora in una situazione di scarsità di biglietti, si scelse addirittura di dare corso legale ai biglietti che erano stati prodotti per l'utilizzo in Africa orientale. Questo enorme aumento della circolazione dei biglietti si può vedere bene nell'immagine 3.9.

Immagine 3.9 Circolazione monetaria nei trimestri 1939-1943 (in milioni di lire)



Fonte: Caracciolo. A. *La Banca d'Italia tra l'autarchia e la guerra 1936-1945*. Laterza, Roma-Bari, 1992. p. 58.

L'Italia dovette affrontare anche il problema dell'approvvigionamento dei mercati neutrali⁵⁰. A differenza del primo conflitto mondiale, l'Italia era sprovvista dell'aiuto degli Alleati nel concedere prestiti in valuta straniera e a tutelare la sicurezza dei convogli transatlantici. La Germania, il principale alleato italiano, preferì assorbire tutte le risorse che riusciva trovare sui mercati esteri rispetto a condividerli con i suoi alleati. Nel 1939 alla Banca d'Italia erano rimasti solo 3 miliardi di riserve rispetto ai 20 del 1928 e con il proseguimento del conflitto divenne sempre più difficile reperire valuta estera. Con la dichiarazione di guerra degli Stati Uniti i dollari divennero introvabili, la poca valuta

⁵⁰ I principali paesi neutrali che commerciavano con l'Italia erano la Svizzera e Svezia.

estera rimanente veniva utilizzata interamente negli scambi bilaterali con gli alleati. Nel 1943 la crisi di approvvigionamento raggiunse il culmine, l'Italia si trovò a non avere più scorte di materie prime e combustibili provocando una grave riduzione della produzione bellica, dovendo lavorare a ritmo ridotto. Nel 1943 le disfatte militari in Russia, in Libia e nei Balcani iniziarono a ripercuotersi anche sull'economia: la produzione agricola industriale ebbe un drastico calo e una situazione di crescita folle dei prezzi favorì il mercato nero. La situazione di totale caos colpì anche la Banca d'Italia che all'inizio di giugno dovette chiudere le filiali situate in Dalmazia e iniziò a prepararsi per l'emergenza che sarebbe potuta scoppiare in Sicilia e Sardegna.⁵¹

Quando gli Alleati sbarcarono in sud Italia portarono con sé grandi scorte di una nuova moneta la cosiddetta am-lira, che avevano un tasso di cambio pesantissimo,⁵² gli effetti inflazionistici che ebbe questa politica monetaria degli alleati furono devastanti. La situazione sembrò migliorare solo nella metà del 1944 con la liberazione della capitale da parte degli Alleati e, con l'avanzata sempre più insistente in tutta Europa, si iniziava a presagire la fine del conflitto con la definitiva sconfitta della Germania. In questo clima di ravvivata speranza si iniziò a pensare a quale sarebbe stato l'assetto del Paese dopo la guerra, anche la Banca d'Italia iniziò a ideare progetti e suggerimenti al fine di rimettere in sesto l'economia italiana.⁵³

Il 1° agosto 1944 Azzolini, l'allora governatore della Banca d'Italia, venne accusato di tradimento per aver consegnato 95 mila kg di riserve auree ai tedeschi e il 14 ottobre fu riconosciuto colpevole e condannato a trent'anni di carcere.⁵⁴ Come suo successore venne scelto Einaudi che divenne governatore il 15 gennaio 1945. L'Italia in quel momento si trovava in una condizione tragica: in solo sette anni i prezzi erano cresciuti fino a 25 volte e l'economia versava in uno stato di iper-liquidità. Il prodotto interno lordo era soltanto il 40% rispetto a quello anteguerra e gran parte della popolazione italiana era ridotta alla fame. Se alle persone mancava il cibo, alle imprese mancavano le materie prime necessarie alla propria produzione. Gran parte degli impianti o era distrutto, o era obsoleto e le poche imprese, ancora in piedi, dovevano affrontare il tema della

⁵¹ Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022. pp. 692-736.

⁵² Il tasso di cambio era cento lire per un dollaro e quattrocento per una sterlina.

⁵³ Caracciolo. A. *La Banca d'Italia tra l'autarchia e la guerra 1936-1945*. Laterza. Roma-Bari. 1992. pp. 93-94.

⁵⁴ Il 28 settembre 1946 la Corte d'Appello di Roma dichiarò estinto il delitto a lui imputato per amnistia, dopo la scarcerazione si ritirò a vita privata.

riconversione; l'unico fattore produttivo presente nel cesto era la manodopera, con tassi di disoccupazione tornati a livelli della grande crisi del '29. I cinque anni della guerra causarono una distruzione dei sistemi dei trasporti, della rete elettrica e un notevole impoverimento del suolo.

L'iper-liquidità venne ridotta gradualmente, mentre l'economia si riprese più velocemente, dal '45 al '46 la produzione industriale raddoppiò e anche grazie all'aiuto degli alleati. Nel '46 il cambio con il dollaro, divenuta la valuta di scambio mondiale grazie agli accordi di Bretton Woods, venne fissato a 225 lire e da quel momento lo Stato riscosse solo il 50% delle valute proveniente da scambi commerciali lasciando il restante 50% ai privati. Gli accordi di Bretton Woods ricoprono un ruolo fondamentale nella costruzione del sistema finanziario mondiale post Seconda guerra mondiale, tra i principali obiettivi ottenuti con questi accordi possiamo trovare:

- La creazione del Fondo monetario internazionale e della Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, queste due istituzioni avrebbero avuto il compito di ricostruire un mercato internazionale aperto e interconnesso e vigilando sulla stabilità monetaria.
- La valuta centrale a cui tutte le altre avrebbero dovuto fare riferimento sarebbe stata il dollaro, da quel momento ogni bene scambiato avrebbero dovuto essere valutato in dollari e di fatto tutti gli scambi commerciali internazionali si sarebbero dovuti svolgere con questa valuta.
- Le banche centrali avrebbero avuto il compito di mantenere stabile il cambio della moneta nazionale con il dollaro e non erano concesse fluttuazioni maggiori l'1%, inoltre per effettuare una svalutazione della propria moneta sarebbe stato necessario un accordo con il fondo monetario internazionale.

Di fatto è il sistema che nacque fu un gold exchange standard che prevedeva un sistema dollaro-centrico, nel quale sarebbe stato il dollaro a fare da garanzia a differenza del gold standard precedente dove le banconote emesse erano garantite dall'oro. Questa volta le valute sarebbero state agganciate solo ed esclusivamente al dollaro attraverso rapporti di cambio fisso e solamente il dollaro sarebbe stato agganciato direttamente all'oro. L'Italia formalmente aderì agli accordi di Bretton Woods il 15 marzo 1947 entrando a far parte simultaneamente nel Fondo monetario internazionale e della Banca mondiale.

Nonostante gli alti livelli di disoccupazione, i salari ricominciarono a crescere restando comunque inferiori ai livelli reali raggiunti nel 1938 e addirittura del 1913. Nonostante le gravi difficoltà in cui versava il paese, vi furono degli aspetti positivi come la grande riduzione del debito pubblico italiano. Grazie alla combinazione grande crescita economica e forte inflazione, il rapporto debito pubblico-Pil si ridusse del 50% nel 1946 e del 25% nel 1947. Inoltre, lo Stato, vedendosi azzerate le spese coloniali e un forte ridimensionamento delle spese belliche, poté ridurre il suo disavanzo dal 23% nel 1944 al solo 7% nel '46.⁵⁵

Il 1947 fu un anno cruciale per il rilancio dell'economia italiana, decisivo fu l'aiuto ricevuto tramite l'European Recovery Program nel quale gli Stati Uniti d'America stanziarono circa 13 miliardi per finanziare la ricostruzione dell'Europa. Il piano Marshall assicurò per un quadriennio il saldo della bilancia dei pagamenti permettendo un miglioramento del tasso di cambio con il dollaro. La riduzione del tasso di cambio con il dollaro permise una diminuzione dei prezzi delle materie prime importate, permettendo una drastica riduzione dell'inflazione. Formalmente il piano venne annunciato il 5 giugno 1947 dal segretario di Stato George Marshall tramite un discorso tenuto all'Università di Harvard, L'Italia dal canto suo organizzò un piano quadriennale (1948-51) al fine di gestire al meglio i fondi ho tenuti. Il piano finale venne approvato dal Consiglio dei ministri il 2 ottobre 1948, il piano si prefiggeva come obiettivo il raggiungimento di un giusto rapporto tra popolazione e risorse nazionali cercando di ottenere uno sviluppo dell'economia nazionale il più possibile razionale e graduale. La parte del piano dedicata al settore privato ci sarebbe concentrata sul finanziamento di determinati settori produttivi come quello dello zolfo del carbone e della seta. Il piano prevedeva anche una riorganizzazione delle industrie sane e di quelle che sarebbero dovute a creare ex novo. La parte del piano invece dedicata al settore pubblico prevedeva grossi investimenti in edilizia attraverso la costruzione di strade, ferrovie e ponti. L'idea era quella di creare un gran numero di posti di lavoro al fine di ridurre parte della disoccupazione eliminando tutto con la manodopera in operosa che gravava sul bilancio dello Stato e al contempo aumentare e il reddito la produzione nazionale.

⁵⁵ Cotula. F, De Cecco. M, Tonolio. G. *La Banca d'Italia sintesi della ricerca storica 1893-196*. Laterza. Roma-Bari, 2003. pp 393-413.

Nel 1949 la produzione dell'economia italiana era ritornata ai livelli prebellici del 1938; nel complesso però l'economia aveva subito notevoli mutamenti, il settore industriale si dedicò principalmente a produzione di beni industriali mentre la produzione agricola si concentra sulla produzione di coltivazioni legnose di ortaggi e piante industriali. Per la prima volta si sviluppò anche notevolmente il settore terziario con un notevole aumento dell'industria dei trasporti e del turismo.⁵⁶ Nonostante tutte le difficoltà affrontate l'Italia uscì dal secondo conflitto mondiale completamente rinnovata e gli anni che seguirono furono caratterizzati da una forte crescita economica e benessere per il paese. Nel complesso l'Italia ottenne ottimi risultati di crescita nel decennio successivo al secondo conflitto mondiale, ottenendo una crescita tra le migliori in tutto il continente europeo. Solo per citare alcuni dati, il Pil italiano crebbe del 5,6% l'anno rispetto a un 4,6% dei paesi europei, mentre le esportazioni crebbero del 14,4%, quasi il doppio rispetto al 7,5% degli altri paesi europei. La crescita avvenuta nel decennio fu trainata principalmente dal settore industriale e manifatturiero. La grande crescita del settore industriale fece registrare per la prima volta nella storia italiana un numero di lavoratori impiegati nel settore secondario (36%) superiore rispetto ai lavoratori impiegati nel primario (32%). Nonostante i grandi risultati ottenuti nel decennio l'Italia dimostrava ancora un certo grado di arretratezza nello sviluppo dei mercati finanziari. I principali motivi del mancato sviluppo del settore finanziario italiano erano dovuti a ostacoli di natura fiscale e mancanza di una tutela per gli azionisti di minoranza, inoltre e i vecchi proprietari delle aziende avevano il timore di perdere il controllo della gestione aziendale.⁵⁷

III.10 Il caso Banca d'Italia e il progetto ENSI

Nell'ambito del piano di rinnovamento e ricostruzione avvenuto nel dopoguerra si colloca il progetto ENSI: infatti, nel dopoguerra italiano la domanda di energia elettrica aumentò notevolmente spinta dalla forte crescita economica, così si trovò a dover decidere quale fonte energetica utilizzare. Lo sfruttamento delle centrali idroelettriche era

⁵⁶ Donno. M. *Roberto Tremelloni e l'attuazione del piano Marshall in Italia. Ventunesimo Secolo*. 5(10). 2006. pp. 89–100.

⁵⁷ Menichella. D. *Stabilità e sviluppo nell'economia italiana. 1946-1960*. Laterza. Roma-Bari. 1997. pp 14-37.

ormai arrivato al suo massimo utilizzo, mentre per le centrali termoelettriche sarebbero serviti enormi finanziamenti e sarebbero state dipendenti da importazioni cospicue che avrebbero aggravato la bilancia dei pagamenti.⁵⁸

L'8 dicembre 1953 il presidente Eisenhower rese noto il programma "Atoms for Peace" nel quale i paesi che avessero voluto utilizzare il nucleare avrebbero potuto attingere dalla tecnologia americana a patto di rinunciare all'utilizzo in ambito bellico. L'Italia colse al balzo l'opportunità per la creazione di una fonte energetica alternativa, e fu tra i primi paesi a aderire al programma con il presidente del CNRN⁵⁹ Franco Giordani, il quale firmò i primi accordi bilaterali nella primavera del 1955. Questa scelta portava con sé notevoli interrogativi come la scelta della filiera, l'ubicazione dell'impianto; inoltre, vi erano innumerevoli domande riguardanti la valutazione del progetto e la convenienza economica dell'investimento.

La crisi del Canale di Suez del '56 provocata dall'occupazione di Francia, Regno Unito e Israele ai danni dell'Egitto rese ancora più difficile l'approvvigionamento di materie prime come petrolio e carbone provocando un'accelerata nell'adozione del nucleare; la prima azienda ad attivarsi fu la Edisonvolta che istituì una società elettronucleare italiana di nome Selni. Quest'ultima nel '56 firmò una lettera di intenti per l'acquisto di un impianto nucleare con la società americana Westinghouse. Nello stesso anno Fiat e Montecatini diedero vita alla Sorin⁶⁰ con l'obiettivo di creare un reattore nucleare italiano affiancato da un centro di ricerca. Nel 1957 entrò nel settore anche l'Eni attraverso la costituzione della SIMEA⁶¹; quest'ultima aveva l'obiettivo di creare un impianto in collaborazione con il Regno Unito. L'impianto si sarebbe dovuto costruire presso Latina (Roma) e avrebbe dovuto dare una spinta propulsiva allo sviluppo industriale del sud. Questo progetto prevedeva un finanziamento di 49 miliardi di lire, i lavori sarebbero dovuti iniziare nel 1958 con la sua accensione prevista nel '62.

Alla metà degli anni 50 si arrivò a una conclusione, riguardante il nuovo tipo di energia, secondo la quale era un investimento competitivo rispetto alle tradizionali fonti energetiche. L'energia nucleare sarebbe diventata parte integrante della produzione

⁵⁸ L'Italia per far fronte all'utilizzo delle centrali termoelettriche avrebbe dovuto importare grandi quantità di carbone e petrolio, in quanto il paese è sprovvisto di questa materia prima.

⁵⁹ Comitato nazionale per l'energia nucleare.

⁶⁰ Società ricerca impianti nucleari.

⁶¹ Società italiana meridionale per l'energia atomica.

energetica mondiale ricoprendo un ruolo sempre più importante. Nel marzo 1956 a prendere i primi incontri tra i rappresentanti della BIRS un istituto facente parte del gruppo della Banca Mondiale vista nel paragrafo precedente e le autorità italiane per la costruzione di una centrale nucleare nel sud Italia. La BIRS era favorevole al finanziamento di centrali nucleari in Italia e in Giappone al fine di compensare la carenza del potenziale energetico dei due paesi.

In un incontro avvenuto il 18 marzo Menichella, l'allora governatore della Banca d'Italia, illustrò la situazione italiana soffermandosi su diversi punti:

- Sull'analisi della richiesta energetica italiana e sui consumi previsti, secondo questa previsione si prospettava nei successivi 10 anni una spesa di almeno 180 miliardi per la costruzione di nuove centrali, tra cui quelle nucleari;
- Circa il 70% della spesa imputabile alla costruzione degli impianti nucleari sarebbe stata in valuta estera, questo avrebbe aggravato la bilancia dei pagamenti italiana, fatto considerato insostenibile;
- Per la soluzione di questo problema sarebbe stato necessario che a costruire i nuovi impianti sarebbero stati direttamente l'industria siderurgica e meccanica nazionale. Si sarebbero costituiti nuovi gruppi di produttori di energia e per la costruzione dell'impianti, tali gruppi sarebbero stati misti a capitale privato ed a capitale pubblico;

Il 25 giugno 1957 il progetto ENSI prese definitivamente forma dalla collaborazione della Banca Mondiale e l'Italia, e la società designata alla costruzione dell'impianto sarebbe stata la Senn⁶². Quest'ultima era costituita all'85% da aziende del gruppo Finelettrica Finmeccanica e Finsider appartenenti al gruppo. IRI e per il restante 15% da società private. Il progetto si sarebbe articolato nelle seguenti fasi:

- Studio comparativo di una centrale termoelettrica di tipo convenzionale e una centrale nucleare;
- Individuazione dell'ubicazione dei diversi impianti in base ai requisiti tecnici e in base alla rete relazionale elettrica;

⁶² Società Elettronucleare Nazionale.

- Recupero delle informazioni relative al costo del capitale iniziale e ai costi di esercizio dei due tipi di centrali.

Le principali differenze tra le due centrali erano che una centrale termoelettrica tradizionale sarebbe costata meno per la sua costruzione ma, avrebbe avuto costi maggiori d'esercizio; mentre la centrale nucleare avrebbe avuto costi nettamente superiore per la sua costruzione ma, avrebbe in seguito avuto spese d'esercizio minime.

Il 2 agosto 1957 venne annunciato ufficialmente l'inizio dello studio BIRS- CNRN, subito dopo venne indetto una gara d'appalto per 19 ditte straniere. L'appalto prevedeva una costruzione di un impianto nucleare nell'Italia meridionale di 150.000 Mw, con una data prevista di costruzione di quattro anni; le offerte avrebbero dovuto essere presentate alla Senn entro il 30 aprile 1958. Per quanto riguarda la località dell'impianto si decise di collocarlo sull'asse Roma - Napoli in quanto si sarebbe trovata in prossimità di grossi centri di consumo, inoltre si sarebbe trovato nelle vicinanze dell'impianto energia convenzionale di Terni, rendendola facilmente collegabile alla rete nazionale con piccole modifiche.

Il 25 settembre 1958 viene comunicata la vittoria dell'americana General electric company, la quale avrebbe garantito la fornitura di un reattore BWR (Bowling Water Reactor). I primi di luglio 1958 grazie alla mediazione della banca d'Italia venne previsto un finanziamento "integrale" per la centrale di Garigliano effettuate dalla Banca mondiale di circa 25-30 milioni di dollari, il contributo della BIRS avrebbe dovuto coprire il 50% del costo complessivo dell'impianto. In contemporanea venne stipulato un prestito per la Cassa per il Mezzogiorno di circa 50 milioni di dollari, 20 dei quali sarebbero stati finanziati attraverso il collocamento di obbligazioni italiane sul mercato americano, mentre la parte restante sarebbe stata coperta dalla Banca Mondiale. I lavori per la costruzione della centrale di Garigliano iniziarono nei primi mesi del 1960, entrò a pieno regime il 23 gennaio 1964, poco meno di quattro anni come previsto nell'accordo.⁶³

Il progetto ENSI si dimostrò un successo sul lato pratico: ottenne il prestito della Banca Mondiale tramite l'intermediazione della Banca d'Italia, riuscì a costruire l'impianto in soli quattro anni e infine diede all'Italia un motivo di prestigio

⁶³ Rigano A. R. *La banca d'Italia e il progetto ensi. Fonti per la storia dello sviluppo energetico italiano degli anni cinquanta nelle carte dell'archivio della banca d'Italia*. Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche. 4. 2002. pp. 9-53.

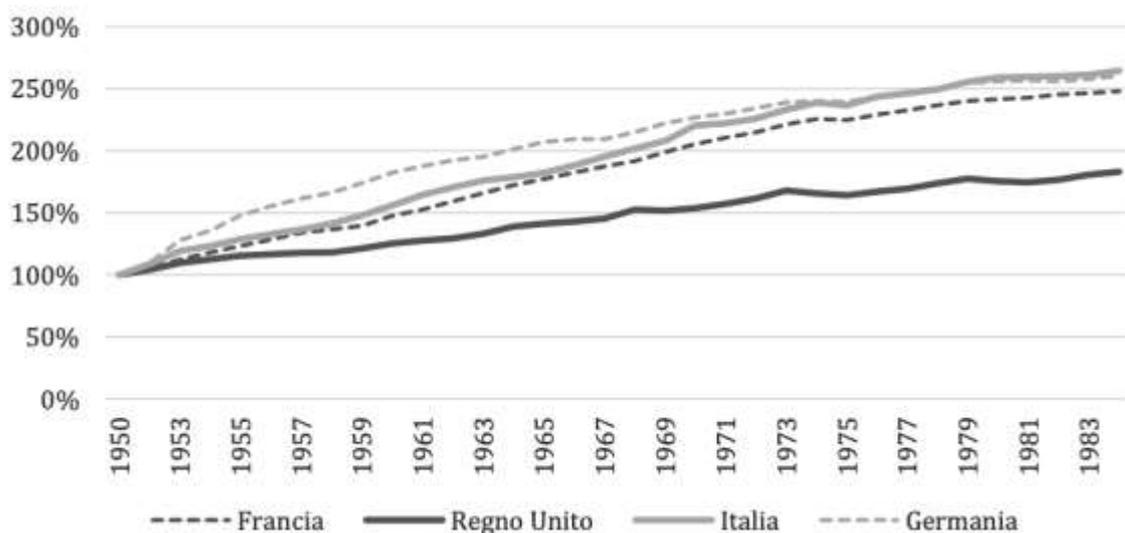
internazionale. Il progetto di sviluppo nucleare degli anni 50 si poneva come obiettivo la diversificazione energetica tramite l'utilizzo della nuova tecnologia dell'atomo, permettendo all'Italia di diminuire la sua dipendenza dall'estero per l'approvvigionamento dell'energia.⁶⁴ Purtroppo il progetto del nucleare italiano viene abbandonato dopo il disastro di Chernobyl del 1986. A seguito del disastro in Italia il 18 e il 19 novembre 1987 si svolse un referendum per l'abolizione del programma nucleare italiano. Dopo la vittoria dell'abrogazione vennero chiusi tutti gli impianti attivi e vennero sospese tutti i progetti per la costruzione di nuovi impianti. Nel 2008 il governo italiano propose la possibilità di reintrodurre l'energia nucleare, ma per colpa dell'incidente nucleare del 2011 avvenuto a Fukushima in Giappone il governo dovette abbandonare i piani per il ritorno al nucleare in Italia.

III.11 Gli anni '60-'70: la Banca d'Italia durante gli anni di piombo

Il "miracolo economico" italiano continuò la sua crescita negli anni 60 esattamente com'era avvenuto nel decennio precedente. Nei due decenni successivi alla Seconda guerra mondiale l'Italia ottenne una lunga fase di stabilità e crescita economica al punto che il Financial Times attribuì per ben due volte (1959 e 1964) l'Oscar della moneta alla lira. La crescita economica che l'Italia ottenne in questi anni la si può vedere bene nell'immagine 3.10.

⁶⁴ Curli, B. *Energia nucleare per il Mezzogiorno. L'Italia e la Banca mondiale (1955-1959)*. Studi Storici. 37(1). 1996. pp. 349-351.

Immagine 3.10 Variazione annua del Pil a prezzi costanti tra il 1950-1983 dei quattro principali paesi europei (base 100 al 1950)



Fonte: Mastromatteo G, Esposito L. *Il ruolo della Banca d'Italia dalla ricostruzione post-bellica alla fine degli anni Settanta: una nota*. Moneta e Credito. 76(301). 2022. p. 80.

. In quegli anni vi era l'idea che lo sviluppo e la crescita economica dovessero essere indirizzati dallo Stato, attraverso interventi pubblici nei settori chiave dell'economia. Ad esempio, è di questi anni la nascita dell'Enel (1962) creata dallo Stato per controllare la produzione e la distribuzione dell'energia elettrica nazionale. La Banca d'Italia fece la sua parte attuando una politica monetaria il più possibile restrittiva riuscendo a mantenere stabile il livello dei prezzi, questo rese possibile alti tassi di risparmio e investimenti.⁶⁵ La crescita economica portò con sé un grosso aumento dei salari, che a loro volta causarono un grosso aumento della domanda di beni e servizi, dato che in quel periodo la produzione italiana non era in grado di soddisfare la richiesta aumentò considerevolmente il livello delle importazioni. La Banca d'Italia quindi si trovò a dover intervenire alzando i tassi di interesse per evitare che si creasse una spirale inflazionistica causata dall'aumento dei salari e allo stesso tempo ridurre la domanda di beni esteri per mantenere stabile la bilancia commerciale con l'estero. Per raggiungere i suoi obiettivi intervenne

⁶⁵ Mastromatteo G, Esposito L. *Il ruolo della Banca d'Italia dalla ricostruzione post-bellica alla fine degli anni Settanta: una nota*. Moneta e Credito. 76 (301). 2022. p. 79-83.

anche attraverso una riduzione della quantità di credito che le banche potevano concedere in prestito. Nonostante tutto però non voleva aumentare troppo rapidamente i tassi di interesse al fine di non disincentivare gli investimenti dei privati nei titoli di stato. Una forte fluttuazione dei tassi di interesse avrebbe influito negativamente sul prezzo dei titoli di Stato disincentivando l'acquisto dei privati. Alla fine del 1968 il volume dei titoli di Stato raggiunse i 1300 miliardi l'anno più del doppio rispetto al 1965.⁶⁶

Per quasi tutti gli anni 60 il governatore Carli⁶⁷ attraverso l'attuazione di una politica monetaria restrittiva riuscì a garantire buoni profitti alle imprese mantenendo la bilancia commerciale stabile riuscendo anche a rimanere all'interno dei vincoli del sistema di cambio di Bretton Woods. Purtroppo, questa stabilità terminò alla fine degli anni 60 con il crollo del regime di Bretton Woods e gli shock della crisi petrolifera del '73-'74.⁶⁸ Il 15 agosto 1971 gli Stati Uniti uscirono ufficialmente dagli accordi di Bretton Woods: attraverso lo Smithsonian agreement abolirono la convertibilità del dollaro in oro introducendo un nuovo sistema basato su tassi di cambi flessibili. Di fatto si cancellò il vecchio sistema di cambi fissi introducendo un nuovo sistema basato su cambi amministrati, ogni nazione avrebbe potuto alzare abbassare il tasso di interesse a proprio piacimento per modificare il tasso di cambio con le altre valute. Così facendo si venne a creare una grossa incertezza sul valore che avrebbero avuto le valute nel tempo creando grosse speculazioni nel mercato delle valute e ripercuotendosi nel mercato delle materie prime.

In questa situazione di estrema e instabilità gli Stati europei appartenenti alla CEE (Comunità Economica Europea)⁶⁹ decisero di creare un'area monetaria comune, la quale avrebbe dovuto avere una propria individualità nel sistema finanziario mondiale. Il 24 aprile 1972 il consiglio della Comunità Economica Europea stabilì che le monete dei paesi comunitari avrebbero potuto oscillare non oltre il 2,25% delle rispettive parità reciproche. Le misure adottate però non furono sufficienti, infatti l'uscita dal gold standard portò con sé un forte deprezzamento della lira con un conseguente aumento dei prezzi dei prodotti

⁶⁶ Strangio. D. *Le politiche monetarie in Italia dalla "Golden Age" alle "oil crises" nelle Relazioni della Banca d'Italia*. Moneta e Credito. 70 (277). 2017. pp. 24-31.

⁶⁷ Guido Carli fu governatore della banca d'Italia dal 1960 al 1975.

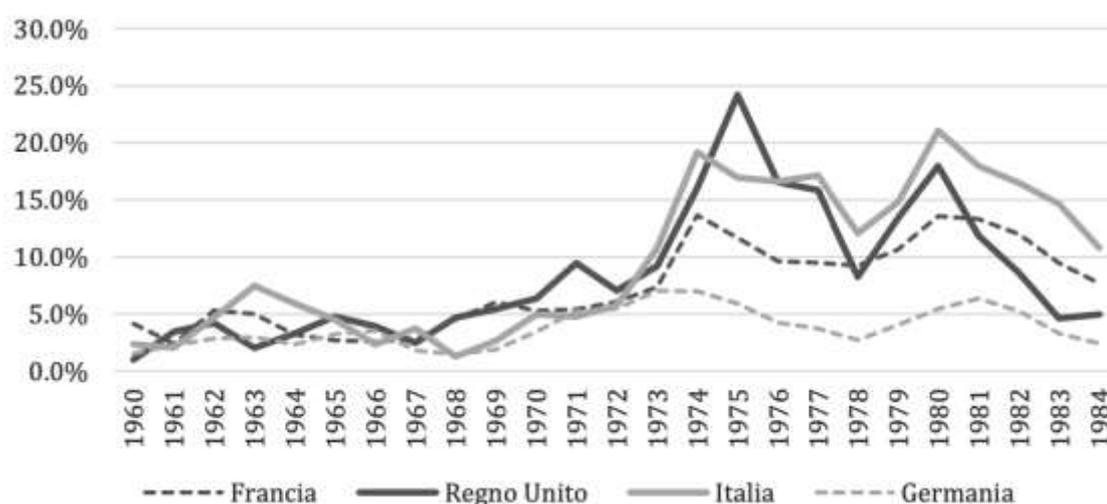
⁶⁸ Mastromatteo G. Esposito L. *Il ruolo della Banca d'Italia dalla ricostruzione post-bellica alla fine degli anni Settanta: una nota*. Moneta e Credito. 76 (301). 2022. p. 84.

⁶⁹ La Comunità Economica Europea fu istituita da 11 paesi europei, tra cui l'Italia il 25 marzo 1957 attraverso il trattato di Roma con l'obiettivo di integrare e sviluppare al meglio le principali economie d'Europa.

importati. Alla fine del 1973 l'inflazione si attestava al 12,5% un valore superiore rispetto a tutti gli altri paesi industrializzati.⁷⁰

L'inflazione non era solo dovuta ai nuovi tassi di cambio ma fu dovuta anche all'enorme shock petrolifero avvenuto dopo lo scoppio della guerra in Medio Oriente che fece quadruplicare il prezzo del greggio. Lo shock petrolifero causò un rallentamento dell'economia italiana che nel '73 perse oltre al 4%, lo Stato decise di attuare politiche fiscali accomodanti per incentivare la ripresa economica insieme a un notevole aumento della spesa pubblica con contestuale aumento del deficit del debito pubblico. Le politiche messe in atto dallo Stato da un lato cercavano di far riprendere l'economia ma dall'altro esasperavano il problema dell'inflazione, che alla fine del 1974 arrivò a toccare quasi il 20%. Questo periodo storico caratterizzato da alti livelli di inflazione e da una bassa crescita economica prese il nome di "stagflazione". Nell'immagine 3.11 possiamo vedere come dal 1973 l'inflazione raggiunse livelli considerevoli e impiegò moltissimo tempo prima di ritornare a livelli accettabili.

Immagine 3.11 livello di inflazione nei principali quattro paesi europei dal 1960 al 1984



Fonte: Mastromatteo G, Esposito L. *Il ruolo della Banca d'Italia dalla ricostruzione post-bellica alla fine degli anni Settanta: una nota*. Moneta e Credito. 76 (301) 2022. p. 81.

⁷⁰ Strangio. D. *Le politiche monetarie in Italia dalla "Golden Age" alle "oil crises" nelle Relazioni della Banca d'Italia*. Moneta e Credito. 70 (277). 2017. pp. 31-39.

In questi anni la Banca d'Italia non riuscì a adottare una politica monetaria adeguata a colpa del quadro sociale in cui versava l'Italia. Gli anni 70 infatti presero il nome di anni di piombo e furono caratterizzati da atti di terrorismo e da forti lotte sociali. In questo clima la Banca d'Italia non si poteva permettere di creare un milione di disoccupati alzando i tassi di interesse solo per mantenere l'inflazione a livelli accettabili.⁷¹

Nel 1975 la situazione si aggravò ancora di più quando il cambio lira dollaro perse più del 12% in soli due mesi, questa svalutazione fece balzare i prezzi all'ingrosso di oltre 44% e l'inflazione toccò il suo massimo a quasi il 24% su base annua.

In un periodo di alta inflazione e ristagno economico i paesi europei decisero di istituire un nuovo sistema monetario europeo (SME) durante il vertice di Brema del luglio 1978 con l'obiettivo di rafforzare l'economia e ridurre l'inflazione. L'accordo entrò ufficialmente in vigore il 13 marzo 1979, come per l'accordo precedente la fluttuazione massima che una valuta avrebbe potuto avere rispetto alle altre era del 2,25%. Per l'Italia, la Gran Bretagna Spagna e Portogallo venne fissata una banda di oscillazione massima del 6% rispetto alle altre valute europee. I paesi aderenti allo SME ci sarebbero impegnati a mantenere la loro valuta all'interno di questo range impegnandosi a adottare le politiche monetarie necessarie per mantenere l'equilibrio, inoltre ogni Stato membro si sarebbe impegnato per la costituzione di un fondo comune in oro e valute straniere. Questo accordo fu molto importante perché sancì il primo passo verso la creazione di una banca centrale europea comune e di una moneta condivisa.

L'accordo favorì una riduzione dell'inflazione dell'economia italiana che però alla fine degli anni '70 rimaneva ancora stabilmente oltre il 10%, un livello più alto di quasi tutti gli altri paesi sviluppati. L'Italia purtroppo soffriva più di altri paesi la grande dipendenza del paese dalle importazioni di petrolio, ogni qualvolta la lira si indeboliva nei confronti del dollaro o il prezzo del petrolio aumentava l'inflazione ricominciava ad accelerare.⁷²

⁷¹ Mastromatteo G, Esposito L. *Il ruolo della Banca d'Italia dalla ricostruzione post-bellica alla fine degli anni Settanta: una nota*, Moneta e Credito, 76 (301) 2022. pp. 79-82.

⁷² Strangio. D. *Le politiche monetarie in Italia dalla "Golden Age" alle "oil crises" nelle Relazioni della Banca d'Italia*. Moneta e Credito. 70 (277). 2017. pp. 40-50.

III.12 Gli anni '80-'90: gli ultimi anni come istituto d'emissione prima del passaggio alla BCE

Gli anni '80 furono caratterizzati da un ridimensionamento dei livelli inflazionistici, che si ridusse man mano fino a stabilizzarsi intorno al 5% all'inizi degli anni '90. Nonostante l'inflazione non fosse più alta come i livelli degli anni '70 rimaneva comunque cronicamente alta, causando costi sociali molto elevati. L'inflazione così alta richiedeva tassi di interesse più elevati rispetto agli altri paesi, e di fatto questo favoriva l'afflusso di capitali stranieri che lucravano sul differenziale di rendimento. L'ingente flusso di capitali stranieri faceva scendere i tassi a breve termine rendendo impossibile così facendo ridurre l'inflazione.

La Banca d'Italia si trovava di fronte all'impossibilità di eliminare completamente l'inflazione perché se avesse alzato i tassi di interesse avrebbe indebolito l'afflusso dei capitali stranieri. L'indebolimento del flusso di capitali stranieri avrebbe peggiorato la bilancia commerciale influenzando a sua volta sul tasso di cambio della lira alimentando nuovamente l'inflazione.

Nel luglio 1981 la Banca d'Italia ottenne ufficialmente la piena autonomia nella scelta dell'acquisto dei Buoni Ordinari Del Tesoro (BOT). Dopo il cosiddetto "divorzio" tra il Tesoro e la Banca d'Italia, quest'ultima non era più obbligata ad acquistare i titoli di stato rimasti invenduti alle aste. Questo evento fu una tappa fondamentale nella creazione in Italia di un mercato monetario efficiente. Per quanto riguarda i titoli di Stato in questi anni vennero migliorati i meccanismi di formazione dei prezzi eliminando i prezzi minimi nelle aste prima dei BOT e poi dei BTP (Buoni del Tesoro Pluriennali) e CTT (Certificati di Credito del Tesoro). Vennero anche istituiti nuovi circuiti telematici per la negoziazione dei titoli di Stato al fine di ampliare il bacino di utenza e migliorarne l'efficienza. In questi anni vennero anche lanciati i primi contratti *future*⁷³ sui Buoni del Tesoro Pluriennali. In poco tempo gli scambi telematici arrivarono a un valore di circa tre volte superiore al Pil rendendo via via il mercato monetario italiano sempre più articolato e maturo. Nell'ottica del miglioramento dell'efficienza e dell'affidabilità dei servizi di pagamento la Banca d'Italia istituì anche un nuovo Mercato telematico dei depositi interbancari (MID).

⁷³ Per *future* si intende un contratto in cui le parti si impegnano a scambiarsi un'attività finanziaria o reale a un prezzo prefissato precedentemente in una data futura.

Durante gli anni 80 la Banca d'Italia ampliò il suo raggio di supervisione anche agli intermediari non bancari al fine di tutelare la stabilità del sistema finanziario. Di fatto in questo periodo si passò da un tipo di vigilanza “strutturale”, basata su autorizzazioni, a una vigilanza “prudenziale”, fondata su regole generali di comportamento. Nel 1990 vennero introdotte nuove leggi che sarebbero andate a riorganizzare il sistema bancario dell'epoca. La più importante di queste determinò che qualunque impresa che volesse svolgere attività bancaria avrebbe dovuto essere una società per azioni; questa legge fu il primo passo per il trasferimento della proprietà bancaria nelle mani dei privati. Mentre un'altra legge introdusse i principali strumenti per la tutela della concorrenza dei mercati, l'organo preposto alla vigilanza dei mercati sarebbe stata l'Autorità Garante della Concorrenza del Mercato (AGCM) istituita il 10 ottobre 1990.

Questi anni non furono caratterizzati solo dall'aumento dell'autorità e dei poteri della Banca d'Italia, ma vennero segnati anche da forti fluttuazioni dei tassi di cambio della lira con le principali valute estere. Nel 1992 il tasso di cambio della lira fu messo notevolmente sotto pressione da attacchi speculativi, il mercoledì 16 settembre 1992 detto anche mercoledì nero la lira perse oltre 7% e la borsa di Milano oltre al 5%. Il giorno dopo sia l'Italia sia Regno Unito anch'essa gravemente colpita dalla speculazione dovettero uscire dal sistema monetario europeo. Paradossalmente il venir meno dei vincoli di tasso di cambio permise all'Italia ridurre la sua inflazione che arrivò nel 1994 al 3,9% il livello più basso mai toccato nei 25 anni precedenti.⁷⁴

Il 1992 fu un anno fondamentale anche perché venne firmato il trattato di Maastricht, da 12 paesi europei il 7 febbraio '92. Il trattato prevedeva la nascita dell'Unione Europea creando le premesse per la costituzione della Banca Centrale Europea e di una moneta unica. Il patto prevedeva che le banche centrali nazionali si sarebbero dovute allineare sempre di più nel tempo fino a raggiungere una politica monetaria comune affidata alla a un unico istituto sovranazionale.

Poco tempo dopo nel 1994 venne costituito l'Istituto Monetario Europeo che aveva il compito di rafforzare la cooperazione e il coordinamento tra le banche centrali dei diversi paesi. L'IME aveva carattere transitorio e sarebbe servito per attuare i preparativi necessari per l'introduzione del sistema europeo di banche centrali (SEBC) e

⁷⁴ Sarcinelli, M. *La politica monetaria italiana negli anni '80 e '90: la revisione del modus operandi*. Moneta e Credito. 48(192). 1995. pp 499-514.

l'introduzione della moneta comune. L'anno dopo nel dicembre 1995 il Consiglio europeo decise che la moneta comune avrebbe preso il nome di "euro" e sarebbe stata introdotta a partire dal 1° gennaio 1999. L'IME nel dicembre 1996 presentò al Consiglio europeo i disegni delle future banconote. Ufficialmente l'IME concluse il suo mandato il 1° giugno 1998 quando venne istituita ufficialmente la Banca Centrale Europea, da quel momento i paesi aderenti alla comunità europea, tra cui l'Italia si ritrovarono con una nuova banca centrale. Dal 1° gennaio 1999 venne introdotto ufficialmente l'euro e vennero fissati irrevocabilmente i tassi di cambio delle valute dei primi 11 paesi che parteciparono all'unione monetaria.⁷⁵

La Banca d'Italia nonostante l'introduzione della BCE continua ancora oggi a svolgere importanti funzioni tra cui:

- Prendere le decisioni riguardo la politica monetaria della Banca Centrale Europea attraverso il suo posto nel consiglio direttivo dell'istituto.
- Esercita il potere di vigilanza su tutti gli istituti e intermediari finanziari e insieme alla CONSOB⁷⁶ anche sugli intermediari non bancari.
- Supervisione e gestisce il mercato dei titoli di Stato e il mercato dei fondi interbancari (MID).
- Prende parte nei principali organismi finanziari mondiali tra i quali il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale.
- Infine, promuove la tutela dei clienti e la diffusione dell'educazione finanziaria tra i piccoli investitori.

⁷⁵ Sito BCE: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.it.html>

⁷⁶ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

Conclusioni

Attraverso questo elaborato è stato possibile osservare come le banche centrali siano passate dall'essere semplici istituti di natura privata a veri e propri organi istituzionali fondamentali per l'economia dei loro paesi. Come abbiamo potuto vedere la storia di questi istituti è relativamente recente, infatti, la Federal Reserve ha poco più di un secolo di attività mentre la Banca d'Inghilterra, il più antico istituto di questo genere, opera da poco più di tre secoli. Dalla loro origine fino ad oggi le banche centrali hanno avuto una notevole evoluzione fino a diventare gli istituti che conosciamo noi oggi. Questa evoluzione ha portato a numerose innovazioni, tra le quali l'adozione della carta moneta, creazione di mercati finanziari efficienti e l'adozione di standard finanziari omogenei a livello internazionale. Ancora più importante è stata lo sviluppo avvenuto recentemente, nel quale le banche centrali si sono poste come principale obiettivo la stabilità dei prezzi. Ricordiamo che la prima banca centrale al mondo a esplicitare come principale obiettivo la stabilità dei prezzi fu la BCE nel 2000. Come emerso dall'analisi precedentemente le banche centrali erano più che altro concentrate sul controllo e la gestione dell'emissione di moneta e la stabilità dei prezzi era lasciata in secondo piano. Come visto la stabilità dei prezzi porta con sé innumerevoli benefici per l'economia di un paese ed è per questo che le banche centrali moderne mettono questo obiettivo al primo posto nelle loro agende.

Un altro aspetto fondamentale emerso dall'analisi effettuata è l'importanza di un'elevata trasparenza negli obiettivi prefissati e nelle azioni intraprese per raggiungerli. In relazione a questo è fondamentale che le parole e le azioni di una banca centrale siano coerenti tra loro, altrimenti verrebbe meno uno degli aspetti fondamentali di questi istituti cioè l'affidabilità. Nel caso in cui una banca centrale sia stata inaffidabile in passato renderebbe assai difficile il raggiungimento dei suoi obiettivi futuri.

Oltre a ciò, dall'analisi fatta si capisce quanto sia importante anche l'indipendenza di ogni Banca centrale rispetto a qualunque altra organizzazione. Più un istituto si dimostra in grado di rimanere indipendente maggiori saranno le possibilità che se possano raggiungere i propri obiettivi. Visto che il raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi è così importante per il mantenimento di un'economia sana e per lo sviluppo

economico futuro è fondamentale che una banca centrale sia il più possibile indipendente e affidabile.

Per quanto riguarda invece l'analisi svolta sulla storia della Banca d'Italia è emersa l'importanza cruciale che ha avuto questo istituto nella storia economica del nostro paese. Nel corso della sua storia in quanto prestatore di ultima istanza salvò innumerevoli istituti bancari sull'orlo del fallimento riducendo drasticamente gli effetti che tali crolli avrebbero potuto avere sull'economia reale. La Banca d'Italia come abbiamo visto finanziò massicciamente anche lo stato italiano durante i due conflitti mondiali. Oltre al finanziamento diretto, aiutò lo Stato italiano attraverso la gestione e l'organizzazione dell'emissione del debito pubblico. L'aiuto ricevuto dallo Stato italiano durante le due guerre non si limitò solo a questo; infatti, la Banca d'Italia fu fondamentale nel reperimento e nella gestione delle valute estere, fondamentale affinché la macchina bellica potesse andare avanti. Nel corso della sua storia, inoltre, la Banca d'Italia ampliò notevolmente i suoi poteri di vigilanza e controllo su tutti gli altri istituti finanziari, riducendo il più possibile la cattiva gestione di quest'ultimi. Infine, la banca d'Italia si è sempre mostrata in prima linea nella creazione e il miglioramento dei mercati finanziari.

Come emerso dall'analisi durante tutto il corso della sua storia Banca d'Italia attraverso le sue azioni come il controllo della stabilità dei prezzi, prestatore di ultima istanza, finanziatore dello stato, la vigilanza sul sistema finanziario si impegnò notevolmente per la stabilità economica del paese, favorendo il più possibile lo sviluppo economico del paese. Oltre a questa attività di carattere generale, essa si adoperò notevolmente anche in casi specifici come si è visto durante l'esposizione dell'elaborato.

Per concludere possiamo affermare che nei suoi primi 130 anni di storia la Banca d'Italia ha fatto del suo meglio per aiutare e migliorare il sistema economico-finanziario del nostro paese e sicuramente continuerà a farlo anche negli anni a venire.

Bibliografia:

Bachi. R. *L'Italia economica nell'anno 1918. Annuario della vita commerciale, industriale, agraria, bancaria, finanziaria e della politica economica*. Società Editrice Dante Alighieri. Milano-Roma-Napoli. 1919.

Bachi. R. *L'Italia economica nell'anno 1919. Annuario della vita commerciale, industriale, agraria, bancaria, finanziaria e della politica economica*. Società Editrice Dante Alighieri. Milano-Roma-Napoli. 1920.

Barone. G. *La nascita della Banca d'Italia*. Meridiana. 29. 1997.

Bertrand, C. L. *The Biennio Rosso: Anarchists and Revolutionary Syndicalists in Italy. 1919-1920*. Historical Reflections. 9(3). 1982.

Blanchard. O. *Macroeconomia: una prospettiva europea*. Nuova edizione. Il Mulino. Bologna. 2016.

Brambilla. C. *Affari di banche: banche universali in Italia in prospettiva comparata. 1860-1914*. Plus. Pisa. 2010.

Caracciolo. A. *La Banca d'Italia tra l'autarchia e la guerra 1936-1945*. Laterza. Roma-Bari. 1992.

Cerioni. I. *La Banca d'Italia e il Consorzio Siderurgico. Fonti per la storia della siderurgia in età giolittiana nelle carte dell'Archivio della Banca d'Italia*. Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche. 2. 2001.

Cohen. J. S. *The 1927 Revaluation of the Lira: A Study in Political Economy*. The Economic History Review. 25(4). 1972.

Costabile. L, Epstein. G. *An activist revival in central banking? Lessons from the history of economic thought and central bank practice*. The European Journal of the History of Economic Thought. 24(6). 2017.

Cotula. F, De Cecco. M, Tonolio. G. *La Banca d'Italia sintesi della ricerca storica 1893-196*. Laterza. Roma-Bari. 2003.

Cotula. F, Spaventa. L. *La politica monetaria tra le due guerre 1919-1935*. Laterza. Roma-Bari. 1993.

Crowe. C, Meade, E. E. *The Evolution of Central Bank Governance around the World*. The Journal of Economic Perspectives. 21(4). 2007.

- Curli. B. *Energia nucleare per il Mezzogiorno. L'Italia e la Banca mondiale (1955-1959)*. Studi Storici. 37(1). 1996.
- Curzio. G. *L'età delle banche centrali: forme e governo della moneta fiduciaria in una prospettiva istituzionalista*. Il Mulino. Bologna. 2004.
- Curzio. G. *Moneta e istituzioni monetari: origini della moneta, indipendenza delle banche centrali, trasmissione della politica monetaria*. Ulrico Hoepli. Milano. 2001.
- Davidson. P. *Can, or should, a central bank inflation target?* Journal of Post Keynesian Economics. 26(4). 2006.
- De Felice. R. *I lineamenti politici della Quota Novanta attraverso i documenti di Mussolini e di Volpi*. Nuovo Osservatore. 7. 1966.
- De Mattia. R. *Gli istituti di emissione in Italia. I tentativi di unificazione (1843- 1892)*. Laterza. Roma-Bari. 1990.
- Donno. M. *Roberto Tremelloni e l'attuazione del piano Marshall in Italia. Ventunesimo Secolo*. 5(10). 2006.
- Dow. S. C. *The relationship between central banks and governments: what are central banks for?* In I. Ertürk, C. Goodhart, D. Gabor, & J. Vestergaard (Eds.), *Central Banking at a Crossroads: Europe and Beyond*. Anthem press. Londra. 2014.
- Ertürk, I. *Reconceptualizing central bank unconventional policies: long positions on no-growth capitalism*. In I. Ertürk, C. Goodhart, D. Gabor, & J. Vestergaard (Eds.), *Central Banking at a Crossroads: Europe and Beyond*. Anthem press. Londra. 2014.
- Friedman. M. *A Theoretical Framework for Monetary Analysis*. Journal of Political Economy. 78 (2). 1970.
- Friedman. M. *The Role of Monetary Policy*. American Economic Review. 58(1). 1968.
- Galli. R. *Banca e industria in italia: storie e problemi*. Giornale Degli Economisti e Annali Di Economia. 37(5/6). 1978.
- Haga. M. *On Central Bank Independence and Political Cycles*. Journal of Applied Economics. 18(2). 2015.
- Hirsch. F. *The bagehot problem*. The Manchester School of Economics and Social Studies. 45(3). 1977.

- Howells, P. *The U.S. Fed and the Bank of England: Ownership, Structure, and "Independence."* International Journal of Political Economy. 42(3). 2013.
- Keynes J.M. *How to pay for the war.* Palgrave Macmillan. Londra. 1940.
- Kindleberger C. P. *Manias, panics and crashes. A history of financial crises.* Mcmillan. Londra. 1978.
- Laidler, D. *Meltzer's History of the Federal Reserve.* Journal of Economic Literature. 41(4). 2003.
- Luzzatti L. *Une conférence internationale pour la paix monétaire: note pour l'Institut de France.* Politique Étrangère. 62(4). 1997.
- Marcussen. M. *Central banks on the move.* Journal of European Public Policy. 12(5). 2005.
- Martano. R. *La Banca d'Italia e i provvedimenti a favore dell'industria serica tra il 1918 e il 1922, nelle carte dell'Archivio della Banca d'Italia.* Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche. 3. 2001.
- Mastromatteo G, Esposito L. *Il ruolo della Banca d'Italia dalla ricostruzione post-bellica alla fine degli anni Settanta: una nota.* Moneta e Credito. 76 (301). 2022.
- Menichella. D. *Stabilità e sviluppo nell'economia italiana. 1946-1960.* Laterza. Roma-Bari. 1997.
- Negri. G. *Giolitti e la nascita della Banca d'Italia nel 1893.* Laterza. Roma-Bari. 1989.
- North, D. C, Weingast, B. R. *Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England.* The Journal of Economic History. 49(4). 1989.
- Reis. R. *Central Bank Design.* The Journal of Economic Perspectives. 27(4). 2013.
- Rigano A. R. *La banca d'Italia e il progetto ensi. Fonti per la storia dello sviluppo energetico italiano degli anni cinquanta nelle carte dell'archivio della banca d'Italia.* Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche. 4. 2002.
- Romer. C. D, Romer, D. H. *A Rehabilitation of Monetary Policy in the 1950's.* The American Economic Review. 92(2). 2002.
- Sarcinelli. M. *La politica monetaria italiana negli anni '80 e '90: la revisione del modus operandi.* Moneta e Credito. 48(192). 1995.

Schiaffino. P. *A comment on the European Central Bank solution vs. the Keynes solution*. Journal of Post Keynesian Economics. 35(3). 2013.

Strangio. D. *Le politiche monetarie in Italia dalla "Golden Age" alle "oil crises" nelle Relazioni della Banca d'Italia*. Moneta e Credito. 70 (277). 2017.

Tonolio. G. *Storia della banca d'Italia*. Il Mulino. Bologna. 2022.

Williamson. S. e Wright. R. *New Monetarist Economics: Models*. Staff Report 443. Federal Reserve Bank of Minneapolis. 2010.

Woodford. M. *Optimal Monet Stabilization Policy*. NBER Working Papers 16095. National Bureau of Economic Research Inc. 2010

Sitografia:

Bank of England Act. 7 Anne. cap. 7(30). 1708 (risorsa web: <https://vlex.co.uk/vid/bank-of-england-act-808147545>)

Sito Banca d'Italia: https://www.bancaditalia.it/servizi-cittadino/musei-collezioni/mostra-moneta/esplora/Mini_guida_bassa_risoluzione.pdf

Sito BCE: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7454_en.pdf

Sito BCE: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-a-central-bank.it.html>

Sito BCE: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.it.html>

Sito BCE: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html>

Sito BCE: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006en.pdf>

Sito Consob: <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-misure-sostegno>

Sito FED: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed.htm>