



*Dipartimento di Economia e Management - Cattedra di Storia dell'Economia e dell'Impresa*

Analisi storico-metodologica dell'andamento delle riserve valutarie  
in Italia negli anni 1946-1973.

RELATORE  
Prof. Amedeo Lepore

CANDIDATO  
Flavio Russo  
Matr.199831

ANNO ACCADEMICO 2017/2018



# Indice

Introduzione .....	4
1 Contesto storico.....	6
1.1 Brevi cenni storici sull' origine della Banca d'Italia .....	6
1.2 Ruolo della Banca d'Italia nel contesto dello sviluppo economico italiano negli anni 1940-1998 .....	8
1.3 Funzioni odierne della Banca Centrale in Italia .....	12
1.3.1 Cambi e Riserve ufficiali .....	12
1.3.2 Altri compiti istituzionali.....	13
1.4 Cenni su alcuni Enti competenti in materia di riserve valutarie.....	15
2 Le riserve valutarie italiane negli anni 1946-1973.....	18
2.1 Definizione giuridica e definizione economica di riserva valutaria .....	21
2.2 Formazione e gestione delle riserve valutarie.....	24
2.3 Metodo di valutazione delle riserve dal dopoguerra agli anni '50.....	27
2.4 Metodo di valutazione delle riserve dagli anni '50.....	27
3 Modello proposto per un'analisi storico-metodologico dell'andamento delle riserve valutarie .....	30
3.1 Analisi dei dati storici dei diversi Enti competenti .....	30
3.2 Esame degli "asset" valutari secondo un criterio coerente .....	33
3.3 Le nuove serie statistiche per gli anni 1946-1961 .....	34
3.4 Analisi delle serie statistiche per gli anni 1962-1973 .....	38
4 Conclusioni.....	42
Ringraziamenti.....	44
A. Indice delle tabelle .....	45
B. Indice dei grafici.....	45
C. BIBLIOGRAFIA .....	46
D. FONTI ARCHIVISTICHE ONLINE.....	50

## Introduzione

Le riserve valutarie sono a ragione considerate uno strumento molto potente che consente alle Banche Centrali e alle altre autorità monetarie di difendere l'economia che rappresentano, salvaguardando la propria valuta e attraendo investitori, soprattutto nei momenti di grande crisi. A questo proposito, Donato Menichella<sup>1</sup> così si esprimeva: “*Le riserve offrono alla nazione, così come i risparmi offrono all'individuo, la possibilità di fronteggiare bisogni straordinari, certi od eventuali*”<sup>2</sup>. Esse sono composte da diverse valute di tutto il mondo per potere garantire un'operatività diversificata sul mercato, anche se la divisa maggiormente presente è sempre stata il dollaro americano. Secondo quanto riportato da Kathy Lien, specialista del mercato Forex, la moneta statunitense è utilizzata oggi nel 90% circa delle transazioni in valuta.<sup>3</sup>

Nel corso degli anni in Italia, proprio per l'interesse che l'argomento riveste, numerosi studiosi<sup>4</sup> del settore hanno effettuato analisi sulle serie storiche dei bilanci della Banca d'Italia nonché sui dati pubblicati dai diversi Enti competenti (Organizzazione per la cooperazione economica europea - OECE, Ufficio Italiano Cambi - UIC, Ministero del Tesoro, Ministero del commercio con l'estero, Fondo Monetario Internazionale - FMI, Banca dei regolamenti internazionali - BRI, Comitato interministeriale per la ricostruzione - CIR), ricostruendo le fasi di crescita e consolidamento delle riserve valutarie a partire dall'immediato secondo dopoguerra. Da tali analisi è emerso che spesso esistono discordanze a volte sensibili tra le varie fonti e che la consistenza delle riserve italiane di valuta estera, soprattutto per quanto riguarda il periodo tra la fine della Seconda Guerra Mondiale e il 1951, non venne valutata in modo univoco dai vari Enti. Tale difformità non è dovuta a metodi di rilevazione insufficienti o poco corretti, ma piuttosto alle differenti modalità di aggregazione e valutazione delle singole voci di classificazione. Tutto ciò ha determinato una scarsa comparabilità delle statistiche valutarie<sup>5</sup>.

Nel presente elaborato sono ripercorse le azioni fondamentali che furono intraprese dalle principali autorità valutarie italiane per ricostruire e consolidare le riserve nazionali all'indomani della seconda guerra mondiale, sono state analizzate le definizioni delle riserve valutarie fornite nel tempo, individuando una definizione il più possibile “*univoca*” ed evidenziandone sia i profili giuridici che quelli economici.

Sulla base di questo percorso di analisi, è descritto un approccio per riclassificare a posteriori, nei bilanci dei diversi Enti, tutte le partite riferibili alle riserve valutarie, limitatamente al periodo storico che va dal 1946 al 1961, laddove per il periodo successivo che va dal 1962 al

---

<sup>1</sup> Donato Menichella fu direttore generale dell'IRI e governatore della Banca d'Italia

<sup>2</sup> Banca d'Italia, *Relazione per l'anno 1949 - Considerazioni finali*.

<sup>3</sup> K. Lien, *Day trading and swing trading the currency market*, Wiley, 2006.

<sup>4</sup> Paolo Baffi in ASBI, *Carte Baffi*, Asso P.F., Biagioli A., Picozza C., Ordineamento valutario, politica del cambio e gestione delle riserve (1945-1960), Nicola De Ianni, *Problemi commerciali e valutari nel secondo dopoguerra*, Università di Napoli.

<sup>5</sup> Asso P.F., Biagioli A., Picozza C., *Ordinamento valutario, politica del cambio e gestione delle riserve (1945-1960)*.

1973 sono esposti ed analizzati i dati a nostra disposizione. Contestualmente sono approfonditi i metodi di valutazione delle riserve dal dopoguerra in poi, esaminando nello specifico i dati storici dei vari Enti competenti.

Infine, è proposta una nuova serie statistica, il più possibile logica e coerente, delle riserve valutarie della Banca d'Italia nell'arco temporale che va dal dopoguerra al 1961, che possa costituire uno strumento più preciso di analisi.

L'elaborato si articola in cinque parti.

La prima contiene una presentazione del progetto.

Il capitolo 1 si apre con una breve contestualizzazione storica della Banca d'Italia, una illustrazione sintetica delle funzioni attualmente svolte dalla Banca Centrale e un'introduzione agli altri Enti competenti in materia di riserve valutarie.

Il capitolo 2 si concentra sulla ricerca di una definizione univoca di riserva valutaria, sulla ricostruzione storica dei criteri adottati per la sua formazione e sulle relative modifiche intercorse nel corso degli anni.

Nel capitolo 3 l'analisi mira alla proposta di un modello logico e coerente di classificazione delle riserve partendo dai dati storici dei diversi Enti competenti.

Nel capitolo 4, infine, sono esposte le conclusioni dell'analisi effettuata.

# 1 Contesto storico

## 1.1 Brevi cenni storici sull' origine della Banca d'Italia

Nel 1861, dopo l'unificazione politica, l'Italia si trovava in una situazione economica poco sviluppata rispetto ai maggiori Paesi europei: il prodotto pro-capite infatti era meno della metà di quello inglese e poco più della metà di quello francese. Il sistema bancario era formato da pochi istituti pubblici e da alcune banche di emissione, costituite nella prima metà dell'Ottocento; la circolazione di carta moneta all'interno del Paese era scarsa.

Nel 1862 mediante l'entrata in vigore della legge Pepoli<sup>6</sup> venne adottata la Lira Italiana come moneta legale per i pagamenti, unità di conto della spesa, del risparmio e del credito, e fu estesa a tutto il territorio nazionale la normativa vigente nel Regno di Sardegna, che ne prevedeva il conio in modalità bimetallica sulla base di un rapporto fisso tra oro e argento pari a 1:15,5<sup>7</sup>.

La moneta di 1 lira da 5 g di argento al titolo 900/1000 corrispondeva a 0,29025 g. di oro oppure a 4,5 g di argento (scesi a 4,459 nel 1863), cioè lo stesso valore della vecchia lira napoleonica e del contemporaneo franco francese, col quale la totale intercambiabilità permise la creazione dell'*Unione monetaria latina*<sup>8</sup> e la libera circolazione di tale valuta, insieme al franco svizzero e al franco belga, sul territorio nazionale. I Paesi si accordarono per scambiare le loro monete nazionali sullo standard di 4,5 g di argento o 0,290322 grammi di oro e a rendere queste monete liberamente intercambiabili. La circolazione cartacea fu consentita a quasi tutti gli istituti operanti nei vecchi Stati, che mantennero così la facoltà di emettere biglietti anche nel nuovo regno. Gli istituti operanti erano: al Nord la Banca Nazionale nel Regno d'Italia (nata dalla fusione fra la Banca di Genova e la Banca di Torino); al Centro la Banca Nazionale Toscana, cui si aggiunse nel 1863 la Banca Toscana di Credito per le Industrie e il Commercio d'Italia; al Sud il Banco di Napoli e il Banco di Sicilia, entrambe pubbliche, mentre le altre erano private, ma vigilate dallo Stato.

Nel 1870, in seguito all'annessione di Roma, la Banca dello Stato pontificio divenne Banca Romana<sup>9</sup>, aggiungendosi agli istituti di emissione già esistenti.

Tutte le banche menzionate avevano il potere di emettere, in concorrenza fra loro, biglietti in lire convertibili in oro o in argento. La non-convertibilità, imposta nel 1866, favorì la circolazione di moneta cartacea rispetto a quella aurea.

---

<sup>6</sup> Legge 24 agosto 1862, n. 788.

<sup>7</sup> Leandro Conte, L'ordinamento del credito, in "L'unificazione", Treccani, 2011.

<sup>8</sup> Convenzione del 23 dicembre 1865. A causa delle fluttuazioni dell'argento e dell'oro a seguito della prima guerra mondiale, l'unione durò fino al 1927, anno in cui venne sciolta.

<sup>9</sup> La Banca Romana è stata fondata a Roma nel 1834. Nel 1850 fu incorporata dalla Banca dello Stato Pontificio.

Nel 1874 i sei istituti bancari furono autorizzati per legge a emettere cartamoneta, introducendo un oligopolio legalizzato e regolamentato, senza però istituire una banca unica, soprattutto a causa dei forti interessi delle singole regioni che non volevano privarsi di una banca di emissione locale.

Gli istituti di emissione diedero un contributo essenziale nel favorire la produzione e gli investimenti.

Nel corso degli anni Ottanta, l'espansione economica, dovuta anche al boom edilizio conseguente all'annessione di Roma, portò a una bolla speculativa e poi nei primi anni Novanta a una crisi economica, a cui si aggiunse una crisi di cambio, assumendo anche una dimensione politica e giudiziaria in seguito allo scandalo della Banca Romana.

Per risolvere la grave situazione che si era creata, scartando una prima proposta di Sidney Sonnino<sup>10</sup> di rifondare completamente il sistema dell'emissione, si optò per la linea dell'allora presidente del Consiglio Giovanni Giolitti e fu emanata la legge del 1893 che dettò nuove regole per l'emissione e portò alla costituzione della Banca d'Italia dalla fusione fra tre degli istituti esistenti, la Banca Nazionale e le due banche toscane. Essa fu guidata dal Direttore Generale Giacomo Grillo. La Banca Romana venne liquidata, mentre gli istituti meridionali continuarono la loro attività.

Nel 1907 la Banca d'Italia dovette intervenire per fronteggiare una nuova crisi finanziaria. Per agevolarne i compiti, il sistema della circolazione fu reso più elastico con una legge varata alla fine dell'anno. In questo modo, alla vigilia della prima guerra mondiale, la Banca d'Italia aveva ormai assunto una posizione centrale nel panorama finanziario nazionale, sia per l'importanza del suo credito nell'economia del Paese, sia per l'opera svolta a favore della stabilità finanziaria e a favore del rafforzamento delle riserve metalliche, sia per il supporto fornito al Ministero del Tesoro nella gestione del debito pubblico.

Nel 1926 la Banca d'Italia divenne l'unico istituto autorizzato all'emissione di banconote e le furono affidati poteri di vigilanza sulle altre banche, successivamente ampliati e potenziati dalla legge bancaria del 1936<sup>11</sup>, con la quale si riconobbe formalmente la Banca come istituto di diritto pubblico. In tal modo fu definito il nuovo assetto proprietario che prevedeva che *“ai fini della tutela del pubblico credito e della continuità di indirizzo dell'Istituto di emissione, le quote di partecipazione al capitale sono nominative e possono appartenere solamente a: a) Casse di risparmio; b) Istituti di credito e banche di diritto pubblico; c) Istituti di previdenza; d) Istituti di assicurazione”*<sup>12</sup>. Tale legge costituì il regolamento fondamentale del sistema

---

<sup>10</sup> Ministro delle finanze e ministro del tesoro del Regno d'Italia dal 1893 al 1896

<sup>11</sup> Regio decreto-legge 12 marzo 1936, n. 375, art.20

<sup>12</sup> Ibidem

bancario italiano fino al 1993, anno in cui è stato promulgato il vigente Testo Unico in materia bancaria e creditizia (TUB)<sup>13</sup>.

## 1.2 Ruolo della Banca d'Italia nel contesto dello sviluppo economico italiano negli anni 1940-1998

All'indomani della fine della seconda guerra mondiale, la lira aveva un valore pari a un trentesimo del suo valore prebellico (al termine della prima guerra mondiale il valore della lira era pari a un quinto di quello prebellico). La politica monetaria assunse quindi un carattere centrale, indispensabile per le esigenze di stabilire una fitta rete di contatti e relazioni con gli altri Paesi e per consentire all'Italia di integrarsi nel nuovo ordine mondiale. Ciò ebbe forti riflessi sulla politica del cambio e delle riserve, soggetta alle regole e condizioni determinate dagli Accordi di Bretton Woods del 1944<sup>14</sup>. Per affrontare il risanamento monetario, fra il 1945 e il 1948 furono avviate quattro azioni fondamentali ideate in Banca d'Italia. La prima fu finalizzata all'*arresto dell'inflazione*. Le autorità monetarie dovettero contrastare il processo inflazionistico e, poiché eventuali limitazioni della circolazione monetaria avrebbero avuto scarsa efficacia se non fossero state accompagnate da limitazioni al potere delle banche di creare mezzi di pagamento attraverso la concessione di crediti, si provvide, per prima cosa, a riorganizzare le riserve bancarie obbligatorie<sup>15</sup>, in quanto ritenuto strumento di stabilizzazione macroeconomica<sup>16</sup>. Il potere di variare il coefficiente di riserva venne assegnato a un organismo di nuova creazione, il Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR)<sup>17</sup>, presieduto dal ministro del Tesoro, il quale, nella sua prima seduta nell'agosto 1947, prese immediatamente in esame la questione del rapporto tra patrimonio e depositi e fissò le nuove regole della riserva bancaria obbligatoria nel modo seguente: a) libera disponibilità dei depositi fino a 10 volte il patrimonio; b) i depositi raccolti dalle aziende di credito per la eccedenza rispetto a 10 volte il patrimonio netto dovevano essere, nel limite del 20 per cento, investiti in titoli di stato o garantiti dallo stato, secondo la situazione al 30 settembre 1947, con un massimo del 15% dei depositi; c) accantonamento del 40% degli incrementi a partire dal 30 settembre 1947; d) limite massimo della riserva obbligatoria complessiva pari al 25% dei depositi<sup>18</sup>.

---

<sup>13</sup> d.lgs 1° settembre 1993, n. 385, e in vigore dal 1° gennaio 1994.

<sup>14</sup> La conferenza di Bretton Woods si tenne dal 1° al 22 luglio 1944 nell'omonima località nei pressi di Carroll, per stabilire le regole delle relazioni commerciali e finanziarie internazionali tra i principali Paesi industrializzati del mondo occidentale. Fu il primo esempio nella storia di un ordine monetario totalmente concordato, pensato dagli Stati Uniti d'America per governare i rapporti monetari di stati nazionali indipendenti.

<sup>15</sup> La riserva obbligatoria è un deposito in contanti che le banche devono detenere presso la banca centrale in proporzione ai depositi della clientela. L'introduzione è avvenuta in Italia nel 1926 ed è strumento di politica monetaria per il controllo dei crediti concedibili dalle banche e, quindi, della moneta in circolazione.

<sup>16</sup> Sarcinelli M., *Donato Menichella: dal risanamento di banche e industrie allo sviluppo del Mezzogiorno, Moneta e Credito*, vol. LX, n. 239, settembre 2007.

<sup>17</sup> Il provvedimento di istituzione, approvato dal Consiglio dei ministri del 23 aprile 1947 venne pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica n. 691 in data 2 agosto 1947.

<sup>18</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Relazione Banca d'Italia 1947*.



L'applicazione delle riserve obbligatorie riorganizzate, che sottrasse alle banche cospicue disponibilità, consentì comunque lo sviluppo della produzione, del reddito e dell'occupazione. La seconda azione fu il ristabilimento di un limite al finanziamento monetario dello Stato: nel maggio 1948 l'indebitamento del Tesoro in conto corrente verso la Banca centrale fu limitato al 15 per cento delle spese previste nel bilancio dello Stato<sup>19</sup>. Il terzo punto fu l'inserimento nella comunità finanziaria internazionale: nell'ottobre del 1946 l'Italia venne ammessa agli istituti nati con gli accordi di Bretton Woods. Iniziò la liberalizzazione del commercio dei cambi e, dopo la svalutazione del novembre 1947, scomparve il doppio mercato dei cambi. Fu così in parte alleviato lo squilibrio tra il cambio ufficiale e quello libero e tra i cambi effettivi con l'area a valuta libera e quelli con l'area in regime di compensazione<sup>20</sup>. Il quarto punto fu il riordino della vigilanza creditizia, con l'assegnazione della funzione alla Banca d'Italia e l'abolizione dell'Ispettorato. I provvedimenti, fortemente caldeggiati dall'allora Direttore Generale della Banca d'Italia Donato Menichella, consentirono di assorbire la liquidità in eccesso frenando rapidamente l'espansione del credito; sostennero il mercato dei titoli di Stato; restituirono efficacia al controllo della moneta e del credito; contribuirono a invertire le aspettative sugli andamenti dei prezzi e del cambio<sup>21</sup>. Menichella, nel frattempo succeduto come governatore nel 1948 a Luigi Einaudi, nominato presidente della Repubblica, attuò una costante politica monetaria diretta al mantenimento della solidità della lira e al controllo del credito, esercitato anche attraverso la *moral suasion* rivolta a poche grandi banche<sup>22</sup>. Gli anni Cinquanta furono quindi per l'Italia un periodo di sviluppo economico sostenuto, inquadrato in un contesto di stabilità monetaria. La scelta dell'apertura internazionale, che introdusse utili stimoli concorrenziali nel nostro sistema economico, fu consolidata nel 1957 con l'adesione alla Comunità Economica Europea<sup>23</sup> e con l'introduzione nel dicembre 1958 della convertibilità esterna della lira, che ha segnato l'ultimo passo verso il traguardo della liberalizzazione valutaria nel settore delle partite correnti<sup>24</sup>. Il riassorbimento periodico della liquidità in eccesso fu ottenuto per mezzo di emissioni di titoli pubblici.

L'Italia tra la fine degli anni Cinquanta e i primi anni Sessanta conobbe un periodo di crescita economica accelerata (che sarà soprannominato "*miracolo economico*" o, ancora più sinteticamente, "*boom*"), che trasformò l'economia del Paese da prevalentemente agricola a

---

<sup>19</sup> Decreto legislativo 7 maggio 1948, n. 544, Cfr. Banca d'Italia, *Relazione Banca d'Italia 1948*.

<sup>20</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Relazione Banca d'Italia 1947*; la nuova parità del dollaro venne fissata con decreto legislativo 1° agosto 1947, n. 693, e la parità delle altre valute, sulla base delle loro parità legali con il dollaro, con decreto ministeriale 2 agosto 1947. L'aumento del diritto di licenza sulle importazioni è stato stabilito con decreto legislativo del Capo provvisorio dello Stato 12 agosto 1947, n. 822.

<sup>21</sup> Juan Carlos Martinez Oliva, *Un tecnico al servizio della nazione: Donato Menichella e la ricostruzione postbellica*, Rubbettino Editore.

<sup>22</sup> Cfr. Ciocca P., *Il dottor Menichella e la crescita*, Roma, 4 dicembre 2003.

<sup>23</sup> Considerata la più importante delle Comunità europee, essa nacque il 25 marzo 1957, quando sei Stati (Belgio, Francia, Germania, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi) firmarono i trattati di Roma, che entrarono in vigore il 1° gennaio 1958, dando così vita effettiva alla Comunità economica europea (abbreviata in CEE).

<sup>24</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Relazione Banca d'Italia 1959*.

industriale, facendo dell'Italia una delle principali potenze industriali dell'Occidente. I settori trainanti di questo straordinario sviluppo italiano furono le industrie che producevano automobili, elettrodomestici, mobili e macchine per ufficio, tutti prodotti che in breve tempo divennero un punto di riferimento a livello mondiale sia per le innovative soluzioni tecnologiche sia per la qualità della progettazione e del lavoro di *design*. Nel 1958, per la prima volta, il numero dei lavoratori impiegati nell'industria superò quello degli agricoltori, rendendo in tal modo evidente il processo che consentì all'Italia di diventare un Paese prevalentemente industriale. Tra il 1951 e il 1963 il prodotto interno lordo (PIL) aumentò in media del 5,9% annuo (con un picco dell'8,3% nel 1961). Grazie a tale accelerazione, l'Italia riuscì a superare nazioni europee come i Paesi Bassi (che nello stesso periodo conobbero un tasso medio del 4,9%), la vicina Francia (4,4%) e persino la Gran Bretagna (2,6%). Per le esportazioni si verificò, tra il 1951 e il 1963, un incremento annuo del 12%, inferiore solo a quello della Germania Ovest, mentre la media delle altre nazioni dell'Europa occidentale era del 9%<sup>25</sup>. Fu posta molta attenzione anche alla situazione di arretratezza del Sud d'Italia, e nel 1950 prima fu varata una riforma agraria<sup>26</sup>, poi fu istituita la Cassa per opere straordinarie di pubblico interesse nell'Italia meridionale, meglio nota come *Cassa per il Mezzogiorno*<sup>27</sup>, con lo scopo di creare e/o modernizzare le infrastrutture esistenti, concedendo sgravi finanziari e contributi a fondo perduto.

Alla fine degli anni Sessanta cominciarono a manifestarsi gravi problemi economici. L'abbandono del sistema dei cambi fissi, in aggiunta al brusco aumento del prezzo del petrolio (*primo shock petrolifero*), causato dalla guerra del Kippur (6-25 ottobre 1973)<sup>28</sup>, aprì un lungo periodo caratterizzato da una inflazione galoppante, dalla contrazione dei consumi, dalla recessione e dalla cosiddetta "*stagflazione*". La *crisi petrolifera* ebbe effetti drammatici in tutto il mondo con conseguente riduzione dei tassi di crescita, un aumento più o meno generalizzato dapprima dei primi derivati del petrolio, come la benzina, ma ben presto anche di altri prodotti del mercato. In Italia l'inflazione fu notevolmente più alta che nella media dei Paesi industriali, infatti nel decennio 1973-1984 rimase stabile su livelli superiori al 10 per cento. Confrontando Stati Uniti e Italia, è possibile verificare che il differenziale sulla crescita diminuisca di un fattore di percentuale pari al 1,6%, mentre quello sull'inflazione cresca con un valore pari al 7%. Questo fenomeno fu causato da problematiche interne al paese oltre che dall'aumento dei prezzi a livello internazionale: le forti tensioni sul mercato del lavoro, l'incremento della spesa

---

<sup>25</sup> Villa A., *Il miracolo economico italiano*, ne *Il Contributo italiano alla storia del Pensiero - Tecnica* 2013.

<sup>26</sup> Legge stralcio n. 841 del 21 ottobre 1950. Il provvedimento, finanziato in parte dai fondi del Piano Marshall lanciato dagli Stati Uniti nel 1947, proponeva, tramite l'esproprio coatto, la distribuzione delle terre ai braccianti agricoli, rendendoli così piccoli imprenditori e non più sottomessi al grande latifondista.

<sup>27</sup> Legge 10 agosto 1950 n° 646.

<sup>28</sup> Nel giorno della festa ebraica di espiazione dello Yom Kippur (6 ottobre), l'Egitto e la Siria attaccarono Israele. I Paesi arabi membri dell'OPEC (l'organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio) decisero di sostenere l'azione di Egitto e Siria tramite l'aumento del prezzo del petrolio e un embargo nei confronti dei Paesi filo-israeliani.

pubblica non accompagnato da incremento delle entrate, la scarsa concorrenza. Al fine di conciliare il sostegno degli investimenti con il controllo della domanda interna, e di contenere l'aumento dei tassi di interesse, nel 1973 furono introdotti strumenti amministrativi di controllo del credito (massimale sugli impieghi, vincolo di portafoglio) e controlli valutari<sup>29</sup>. Nell'aprile 1972 i principali Paesi europei adottarono una regola di fluttuazione dei cambi, detta Serpente monetario<sup>30</sup> cui l'Italia aderì subito, seppure con una serie di difficoltà. Nel gennaio 1973, per tentare di arginare la speculazione contro la lira, il governo introdusse un doppio mercato dei cambi con una lira "commerciale" ancorata al Serpente e una a cambio fluttuante per le operazioni in conto capitale. Dall'abbandono del Serpente fino all'adesione al Sistema monetario europeo (SME)<sup>31</sup> nel marzo 1979 la lira perse circa il 123% del suo valore nei confronti del marco e del 46% nei confronti del dollaro<sup>32</sup>. In occasione della crisi valutaria del 1976 vennero inaspriti i controlli valutari allo scopo di accrescere l'efficacia della manovra restrittiva<sup>33</sup>. Fu quindi avviato un processo volto a rafforzare la capacità della politica monetaria di operare attraverso il mercato, in particolare attraverso l'acquisto e la vendita di titoli (operazioni di mercato aperto). Il *secondo shock petrolifero* del 1979-80<sup>34</sup> alimentò nuovamente la corsa dei prezzi, interrompendo la ripresa dell'economia italiana degli ultimi anni '70. I due effetti congiunti di recessione e differenziale di tasso di inflazione con le altre economie portarono nel 1980 a un deficit nella bilancia dei pagamenti e, nel marzo dell'anno successivo, a una crisi valutaria con una svalutazione unilaterale del 6%. La Banca d'Italia cercò di stabilizzare il cambio reale a lungo termine attraverso un effetto di compensazione dell'andamento rispetto all'Ecu (*European currency unit*<sup>35</sup>) e al dollaro con una tendenza all'apprezzamento fra il 1979 e il 1985 verso le principali valute europee e a un più forte deprezzamento nei confronti del dollaro. Nel 1987 il tasso di inflazione raggiunse un minimo storico: 4,7 per cento e nel 1990 la lira ebbe la possibilità di aderire alla "banda stretta" di oscillazione. L'inflazione ebbe tuttavia una ripresa (fino al 6,5 per cento nel 1990), dovuta anche a irrisolti problemi strutturali del Paese. Nel febbraio del 1986, con l'approvazione dell'Atto unico europeo, si stabilirono le tappe del processo volto all'abolizione delle barriere che ancora dividevano i mercati dei Paesi membri della Comunità. La riconquistata stabilità

---

<sup>29</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Relazione Banca d'Italia 1974*.

<sup>30</sup> Accordo stipulato nel 1972 da Germania Occidentale, Francia, Italia e Benelux per mantenere un margine di fluttuazione predeterminato e ridotto tra le valute comunitarie e tra queste e il dollaro.

<sup>31</sup> Accordo per il mantenimento di una parità di cambio prefissata (stabilita dagli Accordi di cambio europei), che poteva oscillare entro una fluttuazione del  $\pm 2,25\%$ . L'Italia ottenne che la banda di oscillazione entro cui poteva fluttuare la lira fosse più ampia (6 per cento sopra o sotto la parità centrale).

<sup>32</sup> Conti G. - Cova A. - La Francesca S., *Le crisi bancarie in Italia nell'Ottocento e nel novecento: cause e svolgimenti*, Testi delle relazioni tenute nel ciclo di conferenze su "Storia di banche e di banchieri"

<sup>33</sup> Banca d'Italia, *Relazione Banca d'Italia 1976*.

<sup>34</sup> La crisi energetica del 1979 riguardò il brusco rialzo che si verificò nel mercato internazionale del prezzo del petrolio a seguito della rivoluzione iraniana del 1979.

<sup>35</sup> "Unità di conto europea" introdotta dal Consiglio Europeo nel 1978, il cui valore era la media ponderata delle valute che la componevano.

della lira ottenuta alla fine degli anni Ottanta e l'avvio negli anni successivi del pareggio della finanza pubblica hanno consentito all'Italia, nel rispetto dei criteri indicati dal Trattato di Maastricht del 1992<sup>36</sup>, di far parte del primo gruppo di Paesi che nel 1999 hanno adottato l'Euro come propria moneta (che entrò ufficialmente in circolazione nel 2002).

### 1.3 Funzioni odierne della Banca Centrale in Italia

Le Banca d'Italia ha come principale compito istituzionale quello di assicurare la stabilità monetaria e la stabilità finanziaria del Paese.

L'Istituto promuove infatti il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti ed esercita poteri di indirizzo, regolamentazione e controllo propri della funzione di sorveglianza. Inoltre la Banca d'Italia svolge una intensa attività di analisi e ricerca in campo economico-finanziario e giuridico.

In qualità di membro dell'Eurosistema, la Banca partecipa attivamente alla politica monetaria nell'area dell'euro. Attua le politiche europee sul territorio nazionale attraverso, tra l'altro, la gestione della riserva obbligatoria. Può effettuare operazioni in cambi conformemente alle norme fissate dall'Eurosistema. Gestisce le riserve valutarie nazionali e una quota parte di quelle della BCE (Banca Centrale Europea).

È responsabile della produzione delle banconote in euro, in base alla quota definita nell'ambito dell'Eurosistema, della gestione della circolazione e dell'azione di contrasto alla contraffazione.

La Banca, per conto dello Stato, gestisce i servizi di tesoreria, in termini di incassi e pagamenti del settore pubblico.

L'Istituto svolge attività di vigilanza sugli intermediari finanziari, nonché sul rispetto da parte dei soggetti vigilati delle disposizioni che disciplinano la materia. Collabora in vario modo con le altre Autorità di controllo.

#### 1.3.1 Cambi e Riserve ufficiali

Tra i compiti e le funzioni affidati alla Banca d'Italia, nel quadro istituzionale europeo rivestono particolare rilevanza gli interventi sul mercato dei cambi e la gestione delle riserve valutarie.

L'ordinamento assegna la proprietà delle riserve ufficiali del Paese alla Banca d'Italia che le gestisce investendole sui mercati internazionali. Secondo quote percentuali di partecipazione, calcolate in misura paritetica in base al peso del PIL e della popolazione di ciascun Paese sul

---

<sup>36</sup> Firmato il 7 ottobre 1992, è entrato in vigore il 1° novembre 1993. Cfr. GU C 191, 29/7/1992.

totale dell'Unione Europea<sup>37</sup>, ogni banca centrale nazionale ha nei confronti della BCE un credito pari al proprio contributo. Il Consiglio Direttivo determina la denominazione e la remunerazione di tali crediti<sup>38</sup>. Le riserve ufficiali nazionali rivestono quindi una importanza fondamentale sia per la Banca sia per l'Eurosistema, in quanto, ad esempio, in caso di particolari esigenze, la BCE può richiedere alle singole Banche Centrali conferimenti di riserve aggiuntive; il loro livello complessivo e la loro corretta gestione contribuiscono alla salvaguardia della credibilità dell'Eurosistema.

A livello nazionale, la Banca d'Italia effettua il servizio finanziario del *debito in valuta* del Paese, in quanto può essere chiamata a negoziare valuta allo scopo di bilanciare i pagamenti e gli incassi, evitando variazioni indesiderate dell'ammontare e della composizione delle riserve valutarie.

### 1.3.2 Altri compiti istituzionali<sup>39</sup>

L'Eurosistema, costituito dalla BCE e dalle Banche Centrali degli Stati membri che hanno adottato l'euro, contribuisce alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione tramite la politica monetaria unica.

L'obiettivo primario della politica monetaria è il mantenimento della stabilità dei prezzi, definito dal Consiglio direttivo della BCE come una crescita annuale dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'area dell'euro prossima al 2 per cento.

La Banca d'Italia, a sua volta, partecipa alle decisioni di politica monetaria dell'Eurosistema attraverso la presenza del Governatore al Consiglio.

La Banca d'Italia inoltre svolge alcune attività per conto del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) tra cui il collocamento e il servizio finanziario dei titoli pubblici sul mercato nazionale e il servizio degli incassi e pagamenti relativi ai titoli emessi sui mercati internazionali.

L'Istituto effettua, ai fini della legge sull'usura<sup>40</sup>, la rilevazione statistica necessaria al calcolo dei tassi di interesse effettivi globali medi.

Oltre che detenere e gestire le riserve ufficiali del Paese, la Banca d'Italia amministra un portafoglio di altri investimenti per contribuire alla copertura dei costi e alla salvaguardia della sua solidità patrimoniale.

---

<sup>37</sup> artt. 28 e 29 dello Statuto del SEBC/BCE.

<sup>38</sup> art. 30 dello Statuto del SEBC/BCE.

<sup>39</sup> Banca d'Italia, *La Banca d'Italia - Funzioni e obiettivi*, Banca d'Italia, 2018

<sup>40</sup> Legge 108/96.

Il sistema dei pagamenti può essere definito come l'insieme degli strumenti, delle procedure, delle infrastrutture, delle norme e dei soggetti (intermediari e non) che concorrono a realizzare il trasferimento della moneta da un operatore all'altro.

Il buon funzionamento del sistema dei pagamenti, agevolando il trasferimento della moneta fra gli operatori e favorendo lo sviluppo delle transazioni, rappresenta una condizione essenziale per la stabilità e l'efficienza dei mercati finanziari e per la crescita dell'economia reale.

L'Eurosistema ha attribuito alla Banca d'Italia, insieme con le Banche Centrali di Francia e Germania, la responsabilità di realizzare e gestire la piattaforma unica del sistema dei pagamenti pan-europeo per il regolamento in tempo reale delle singole transazioni di importo elevato, denominato TARGET2. Inoltre, l'Istituto, insieme con le Banche Centrali di Francia, Germania e Spagna, ha sviluppato una piattaforma unica pan-europea per i servizi di regolamento delle transazioni in titoli, TARGET2-Securities (T2S), avviata il 22 giugno 2015. Infine, nel comparto dei pagamenti al dettaglio, la Banca d'Italia ha partecipato alla realizzazione del *Single Euro Payments Area – SEPA*, inteso come un'area unica dei pagamenti che consenta ai cittadini europei di effettuare pagamenti in euro a favore di beneficiari situati in qualsiasi Paese dell'area SEPA.

Nell'Eurosistema, sempre in ambito della gestione dei pagamenti, il Consiglio direttivo della BCE ha assegnato alle singole Banche Centrali nazionali il controllo dei sistemi nazionali, ai fini di assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e affidabili.

La Banca d'Italia emana quindi disposizioni volte a dare trasparenza all'azione di sorveglianza sui sistemi di pagamento pubblici e privati, alle infrastrutture e agli strumenti di pagamento.

La Banca d'Italia è il tesoriere dello Stato. Gestisce le operazioni di incasso e pagamento disposte dalle Amministrazioni statali, sia a livello di tesoreria provinciale che centrale.

Nell'attività di tesoreria rientrano anche i regolamenti dei pagamenti del debito pubblico e la rendicontazione nei confronti delle amministrazioni e della Corte dei Conti.

La dematerializzazione dei documenti contabili previsti dalla contabilità di Stato è alla base della "*tesoreria telematica*", incentrata sul Sistema informatizzato dei pagamenti della pubblica Amministrazione (SIPA), che consente di ottimizzare il controllo sui flussi finanziari e informativi relativi ai pagamenti pubblici.

La Banca inoltre, attraverso il Sistema informativo sulle operazioni degli enti pubblici (SIOPE), rende disponibili al MEF informazioni analitiche e omogenee sugli incassi e i pagamenti delle Amministrazioni pubbliche.

Come Autorità di Vigilanza, la Banca esercita, in armonia con le disposizioni comunitarie, i poteri di vigilanza nei confronti delle banche, dei gruppi bancari e degli intermediari finanziari. Collabora con l'Autorità Giudiziaria e gli altri organi inquirenti nel contrasto alla criminalità economica.

#### 1.4 Cenni su alcuni Enti competenti in materia di riserve valutarie

Il FMI, l'OECE, l'UIC, il Ministero del Tesoro, il Ministero del commercio con l'estero, la BRI e il CIR, oltre alla Banca d'Italia, sono le principali istituzioni che nel tempo hanno raccolto e pubblicato i dati sulle attività di riserva del Paese.

Il Fondo Monetario Internazionale<sup>41</sup> è un organismo composto dai governi nazionali di 189 Paesi e, insieme al gruppo della Banca Mondiale, fa parte delle organizzazioni internazionali istituite dalla conferenza di Bretton Woods.

L'Accordo Istitutivo così ne definisce i compiti:

- promuovere la cooperazione monetaria internazionale;
- facilitare l'espansione del commercio internazionale;
- promuovere la stabilità e l'ordine dei rapporti di cambio evitando svalutazioni competitive;
- dare fiducia agli Stati membri rendendo disponibili, con adeguate garanzie, le proprie risorse generali per affrontare difficoltà della bilancia dei pagamenti;
- abbreviare la durata e ridurre il grado di squilibrio delle bilance dei pagamenti degli Stati membri evitando che questi ultimi ricorrano a misure di svalutazione della propria economia.

In particolare, l'FMI dovrebbe regolare la convivenza economica e favorire i Paesi in via di sviluppo.

Una delle fonti di finanziamento del FMI deriva dal versamento della quota di partecipazione da parte di ciascun stato membro al momento dell'adesione. L'ammontare è previsto in base alla forza economica di uno stato (reddito nazionale, valore importazioni, valore del tasso di cambio e riserve di valuta estera). Per il 75% lo Stato versa la quota in valuta nazionale, mentre per il restante 25% in valuta estera o diritti speciali di prelievo.

L'Organizzazione per la Cooperazione Economica Europea (OECE) era un'organizzazione internazionale attiva dal 1948 al 1961. Fu istituita il 16 aprile 1948 per controllare la distribuzione degli aiuti statunitensi del Piano Marshall<sup>42</sup> per la ricostruzione dell'Europa dopo la seconda guerra mondiale e favorire la cooperazione e la collaborazione fra i Paesi membri. Fu la prima organizzazione sovranazionale a svilupparsi in Europa nel dopoguerra.

Nel 1961 fu riorganizzata e si trasformò nell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OECD o OCSE in italiano).

---

<sup>41</sup> Cfr. [www.imf.org](http://www.imf.org)

<sup>42</sup> Cfr. capitolo 2.

La cooperazione economica tra gli aderenti fu essenzialmente sviluppata attraverso la promozione della liberalizzazione dei rispettivi scambi commerciali e dei movimenti di capitali. Nel 1950 i Paesi membri dell'OECE diedero vita all'Unione Europea dei pagamenti (UEP)<sup>43</sup> che introdusse un sistema di pagamenti multilaterali, permettendo una compensazione dei crediti in una moneta europea di uno stato membro verso l'altro. La UEP realizzava di fatto la convertibilità delle monete europee tramite un sistema di crediti, sostenuto dai fondi del piano Marshall. Ogni Paese comunicava mensilmente alla UEP i propri saldi bilaterali con i partner, che potevano essere liberamente compensati presso la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI). Moneta scritturale, ossia di conto, fu l'UCE (unità di conto europea) dotata di una parità aurea di 0,888671 grammi di fino, uguale a quella del dollaro. Il buon funzionamento dell'Unione era dovuto alla contabilità basata sui saldi, evitando così al massimo costosi e il più delle volte impossibili esborsi di oro e di valuta pregiata<sup>44</sup>.

Questo sistema si trasformò nel 1959 in un regime di piena convertibilità delle monete, con mutamento dell'UEP nell'accordo monetario europeo.

L'Ufficio italiano dei cambi (UIC) era un ente strumentale della Banca d'Italia. È stato soppresso ai sensi dell'art. 62 del d.lgs. 21 novembre 2007 n. 231, e dal 1° gennaio 2008 le sue competenze sono passate a strutture già esistenti della Banca d'Italia.

L'UIC nacque nel 1945<sup>45</sup> assorbendo le funzioni dell'Istituto nazionale per i cambi con l'estero, con l'obiettivo di vigilare i movimenti di capitali e di amministrare le riserve in valuta dell'Italia. L'Ufficio aveva inoltre il compito di detenere il monopolio nell'acquisto e vendita di oro, divise estere, biglietti di banca e di Stato esteri, titoli esteri e italiani emessi all'estero, titoli italiani emessi in valuta estera. Quale acquirente-venditore di ultima istanza delle divise e regolatore del cambio, l'UIC deteneva e amministrava tutte le riserve in valuta del Paese.

Fondata il 17 maggio 1930, la BRI<sup>46</sup> è la più antica organizzazione finanziaria internazionale. Ha sede a Basilea, in Svizzera, e dispone di Uffici di rappresentanza a Hong Kong SAR e Città del Messico. La BRI assiste le Banche Centrali nel perseguimento della stabilità monetaria e finanziaria, promuove la cooperazione internazionale in questo ambito. L'Istituzione inoltre ha continuato nel tempo a svolgere, in qualità di controparte, i compiti di banca delle Banche Centrali, operando come mercato monetario all'ingrosso e aiutando le banche nella gestione delle loro riserve in valuta e in oro. Attualmente circa 120 tra Banche Centrali e istituzioni finanziarie internazionali hanno in deposito presso la BRI circa il 7% delle riserve valutarie internazionali.

---

<sup>43</sup> L'Accordo per la creazione di un'Unione europea dei pagamenti venne firmato il 9 settembre 1950 dai rappresentanti ufficiali dei seguenti Paesi: Austria, Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Islanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Svezia, Svizzera, Turchia, Regno Unito e la Zona anglo-americana del Territorio libero di Trieste.

<sup>44</sup> Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali - Ventunesima Relazione Annuale 1° aprile 1950 — 31 marzo 1951.

<sup>45</sup> Decreto legislativo luogotenenziale 17 maggio 1945 n. 331.

<sup>46</sup> Cfr. [www.bis.org](http://www.bis.org)



Il CIR, Comitato Interministeriale per la Ricostruzione, fu istituito nel 1945 con il compito fondamentale di determinare i criteri generali della ricostruzione e coordinare le attività dei ministeri economici e approvare piani pluriennali per il coordinamento degli interventi pubblici per lo sviluppo del Mezzogiorno.

L'istituzione del CIR avvenne di pari passo con quella del Ministero della Ricostruzione<sup>47</sup>. Nelle intenzioni del legislatore il CIR era parte integrante del Ministero stesso. Si legge infatti nel decreto istitutivo “*Art. 1: Il Ministero della Ricostruzione studia i problemi della ricostruzione economica del Paese e coordina le attività rivolte agli scopi della ricostruzione, secondi i criteri e i piani stabiliti dal Comitato interministeriale*”<sup>48</sup>. I due articoli successivi sono dedicati a specificare i compiti del CIR. Infatti nell’art. 2 si diceva anche “*Intervengono ai lavori del comitato gli altri ministri nelle materie di loro spettanza, che riguardano i problemi della ricostruzione. Possono inoltre essere chiamati a partecipare per date materie ai lavori del Comitato, in qualità di membri aggregati, rappresentanti di Enti ed Istituti e di organizzazioni economiche e professionali*”. Il successivo art. 3 precisava le funzioni del CIR come segue: “*a) determina i criteri da seguire per il coordinamento dell’opera dei Ministri competenti, sia per la trattazione con la Commissione Alleata dei problemi relativi alla ricostruzione; b) coordina piani di ricostruzione formulati dalle varie Amministrazioni in base alle direttive concordate e formula i piani generali relativi alla ricostruzione*”. Nel dicembre 1945 il nuovo Ministero venne soppresso. Molte delle sue funzioni furono attribuite al Ministero dell’Industria e Commercio, ma gli uffici del CIR furono trasferiti alla Presidenza del Consiglio dei Ministri.<sup>49</sup> Nel 1967 è stato assorbito dal CIPE<sup>50</sup>.

---

<sup>47</sup> Schede informative Scuola Nazionale dell’Amministrazione (SNA), *Aspetti della organizzazione della amministrazione dell’economia*, 2010.

<sup>48</sup> D. Legislativo. n. 432 del 12 luglio.

<sup>49</sup> D. Legislativo Lg. n. 824 del 22 dicembre 1945.

<sup>50</sup> legge 48/27 febbraio 1967.

## 2 Le riserve valutarie italiane negli anni 1946-1973

Nel 1944 erano stati siglati gli accordi di Bretton Woods con cui era stato ripristinato un sistema monetario internazionale basato sui cambi fissi. Era stato inoltre istituito un nuovo “*gold exchange standard*”<sup>51</sup>: In pratica il sistema progettato era basato su rapporti di cambio fissi tra le valute, tutte agganciate al dollaro, il quale a sua volta era agganciato all'oro, in quanto unica moneta convertibile in oro. Di ogni moneta doveva essere definita la “*parità*”, ossia il quantitativo teorico di oro corrispondente all'unità monetaria. La parità non poteva oscillare oltre un limite massimo dell'uno per cento senza il consenso del FMI<sup>52</sup> e le Banche Centrali avevano il compito di intervenire sul mercato dei cambi per evitare che tali limiti fossero superati. Quando si trattò di negoziare la partecipazione dell'Italia agli accordi di Bretton Woods, Giovanni Demaria<sup>53</sup> il 6 ottobre 1946 scrisse in proposito in un articolo che, a suo parere, tale adesione comportava l'accettazione di due « *importantissime conseguenze* », la prima delle quali consisteva nel fatto che « *ogni Paese membro è costretto a prendere le misure monetarie e finanziarie indispensabili a impedire ogni 'slittamento' della propria moneta rispetto alla parità calcolata in oro (o in dollari) assegnata alla moneta nazionale*»: il che avrebbe dovuto rendere praticamente impossibile qualsiasi inflazione, o « *manipolazione monetaria* », finché almeno il Paese fosse rimasto membro del Fondo. La seconda conseguenza comportava che ogni nazione, oltre a garantire il mantenimento di un cambio estero fisso, dovesse astenersi « *dall'applicare restrizioni ai pagamenti relativi agli scambi internazionali, né potesse adottare misure monetarie multiple*»<sup>54</sup>.

Negli anni immediatamente successivi alla seconda guerra mondiale, all'euforia per la vittoria e alle speranze per un futuro di pace, in Europa subentrarono ben presto le preoccupazioni legate ai gravi danni subiti e alla situazione economica. In particolare i Paesi sconfitti (Italia, Germania e Giappone) avevano perso circa la metà del PIL pro capite, ma anche i vincitori (Stati Uniti e Gran Bretagna) accusarono un calo di qualche decina di punti. La Francia aveva dimezzato il suo PIL pro capite negli anni dell'occupazione tedesca e quindi riprese a crescere con anticipo rispetto agli altri Paesi, già nel 1945. I Paesi europei alleati si erano fortemente indebitati con gli Stati Uniti per sostenere le spese di guerra ma, trovandosi di fronte a una forte inflazione e alla necessità di acquisire beni di ogni natura, non erano assolutamente in grado di pagare i loro debiti in breve tempo. Inoltre l'Europa non disponeva di dollari per acquistare il necessario per la ricostruzione poiché non erano in grado di esportare quasi niente: si trovava cioè in una situazione di “*dollar shortage*”<sup>55</sup>. Solo gli Stati Uniti erano in grado di venire in soccorso

---

<sup>51</sup> Cfr. Rueff J., *The monetary sin of the West*, The MacMillan COMPANY, New York.

<sup>52</sup> Cfr. Catalano F., *Dagli Accordi di Bretton Woods alla crisi del sistema monetario 1944-1971*, Il Ponte a. XXVII, n. 10, ottobre 1971.

<sup>53</sup> Giovanni Demaria si colloca tra gli economisti italiani di maggiore rilievo del periodo centrale del Novecento.

<sup>54</sup> Cfr. *Significato di Bretton Woods*, in *Problemi economici e sociali del Dopoguerra '45-'50*, Milano, Malfasi editore.

<sup>55</sup> Cfr. De Simone E., *La ricostruzione dell'economia mondiale in Storia Economica*, Franco Angeli.

dell'Europa e, a differenza del periodo fra le due guerre, decisero di intervenire. Il denaro, che gli Stati Uniti concessero sotto forma di aiuti e sovvenzioni per il risanamento, contribuì ad alleviare questa penuria di dollari nei primi due anni del dopoguerra. Ma esauriti questi fondi, a metà del 1947, sembrò che l'immediato risanamento post-bellico corresse il rischio di fallire. Per ripristinare l'equilibrio finanziario degli europei, gli Stati Uniti agirono in tre modi: in modo bilaterale (con la concessione di prestiti ai Paesi in difficoltà), in modo multilaterale (attraverso gli organi internazionali) e in Germania con l'agenzia governativa per gli aiuti e il soccorso dei territori occupati (GARIOA<sup>56</sup>). Nel primo caso, il metodo utilizzato fu quello del prestito condizionato: dollari prestati contro l'impegno della controparte ad acquistare i prodotti necessari in America. Dato che il secondo conflitto mondiale lasciò gli Stati Uniti in una posizione di schiacciante superiorità economica, la maggiore necessità del dopoguerra per il governo USA era quella di mantenere alto lo straordinario livello di produzione raggiunto, e i conseguenti indici di reddito e occupazione. Per questo motivo agli americani risultava conveniente finanziare con fondi pubblici le importazioni di altri Paesi che, acquistando i prodotti necessari negli Stati Uniti, mantenevano alto il reddito nazionale americano, evitando così il rischio di una contrazione dell'economia statunitense. Nel mese di giugno del 1947 il generale George Marshall, segretario di Stato americano, propose un piano aiuti ai Paesi europei che ne avessero fatto richiesta e l'anno successivo il Congresso americano approvò l'ERP (*European Recovery Program*), altrimenti noto come "*Piano Marshall*"<sup>57</sup>. Il piano prevedeva un investimento di 17 miliardi di dollari da erogare in una finestra temporale che andava dal 1947 al 1951. La strategia non prevedeva un finanziamento a pioggia ma un sistematico e ragionato intervento su diversi livelli.

L'economia italiana in particolare usciva dalla guerra in una situazione assai critica. L'occupazione dei tedeschi al Centro-Nord, la presenza delle forze di liberazione anglo-americani nel Meridione, gli effetti della guerra di liberazione e della contemporanea guerra civile, la necessità di un chiaro assetto istituzionale determinarono, fino alla metà del 1947, una congiuntura altamente complicata. Il prodotto interno lordo era pari al 61 per cento di quello prebellico e tutti i settori economici, dalle infrastrutture ai beni capitali, a quelli di consumo durevole, avevano subito danni, anche se in misura diversa, portando alla diminuzione di circa un terzo del patrimonio.<sup>58</sup> Per quanto riguarda l'industria, il 20 per cento degli impianti e delle attrezzature era stato distrutto; i maggiori danni si ebbero nell'Italia centro-meridionale dove era mancata rispetto al Nord l'attività di difesa del patrimonio svolta dai partigiani.<sup>59</sup>

---

<sup>56</sup> Il *Government Aid and Relief in Occupied Areas* (GARIOA) era un programma statunitense attivato nel 1946, dedicato a fornire aiuti di emergenza alle nazioni occupate durante seconda guerra mondiale, ossia Austria, Germania e Giappone. L'aiuto è stato prevalentemente assegnato sotto forma di cibo per alleviare la fame nelle aree occupate.

<sup>57</sup> Juan Carlos Martinez Oliva, *Un tecnico al servizio della nazione: Donato Menichella e la ricostruzione postbellica*, Rubbettino Editore.

<sup>58</sup> Barucci P., *Ricostruzione, pianificazione, Mezzogiorno - La Politica Economica in Italia dal 1943 al 1955*, Bologna, il Mulino, 1978.

<sup>59</sup> AA.VV., *La Banca d'Italia e il Risanamento Post-Bellico 1945-1948*, Bari, Laterza, 1992.

Il Presidente del Consiglio Alcide De Gasperi si affidò alla politica economica dell'allora ministro dell'Economia e delle Finanze, in seguito anche governatore della Banca d'Italia, Luigi Einaudi per rimettere in moto la macchina produttiva del Paese e avviare la ricostruzione. Fu questa la cosiddetta "*linea Einaudi*"<sup>60</sup> ossia una serie di provvedimenti deflattivi presi tra il 1945 e il 1948 i cui punti cardine erano due: da un lato, restringere il credito bancario per salvare lo Stato dalla bancarotta, frenando le speculazioni e orientando i capitali verso i titoli di Stato piuttosto che verso gli investimenti borsistici; dall'altro, immettere sul mercato generi alimentari a basso costo, acquistati all'estero, per frenare l'inflazione e salvare il potere d'acquisto della lira<sup>61</sup>. Uno dei problemi prioritari dell'Italia era infatti quello di frenare l'inflazione galoppante della lira. Einaudi propose tre manovre utili a bloccare l'inflazione in Italia: la prima consisteva nell'aumentare le riserve obbligatorie (cfr. § 1.2); in questo modo, infatti, si sottraeva liquidità al sistema, svolgendo quindi una manovra deflazionistica; la seconda consisteva nell'aumentare il tasso ufficiale di sconto, e aumentando quindi il costo del denaro, che passava (dopo questa manovra) dal 4% al 5,5%<sup>62</sup>; la terza consisteva nello stabilizzare il cambio estero lira-dollaro, attraverso il superamento del sistema dei cambi multipli introdotto nel 1946, ma subito abbandonato. Col sistema dei cambi multipli, infatti, vi era un mercato a tassi ufficiali di cambio, stabiliti dall'UIC e un mercato libero, in cui il tasso di cambio era deciso dall'incontro tra la domanda e l'offerta. Sul mercato ufficiale 1 dollaro veniva cambiato con 225 lire; sul mercato libero, invece, un dollaro veniva cambiato sino anche a 1000 lire. La lira risultava molto svalutata perché naturalmente la maggior parte delle transazioni avvenivano nel mercato libero. La geniale mossa di abolire il mercato a tassi ufficiali provocò una rapida convergenza della moneta da 225 a 575 (poi nel giro di pochi mesi si stabilizzò a 626) lire ogni dollaro. Questa operazione, all'apparenza di natura inflazionistica, era in realtà di natura deflazionistica perché permetteva di cambiare nel mercato libero (che era quello più grande) di cambiare 575 lire e non più 1000 con un dollaro. L'opera di risanamento passò anche attraverso una politica di svalutazione della lira nei confronti della sterlina e mirò a ridare forza all'industria esportatrice secondo un modello che, inauguratosi in quegli anni, caratterizzò lo sviluppo dell'economia italiana fino al *boom* del 1957-1961. Proprio nel 1960, il Financial Times assegnò alla lira il cosiddetto "*Oscar*" per la stabilità. Il governatore della Banca d'Italia, Donato Menichella, aveva infatti ottenuto, nei quasi tredici anni di governatorato, una forte stabilità monetaria, coniugata con un elevato e costante saggio di sviluppo economico: furono gli anni del *boom* senza inflazione. La duplice operazione fu favorita, a partire dal 1951, dalla progressiva apertura del Paese a libere transazioni

---

<sup>60</sup> P.F. Asso, *La politica del cambio negli anni della ricostruzione: aspetti internazionali della linea Einaudi*, Il pensiero economico italiano, 1997.2

<sup>61</sup> Cfr. la Repubblica: *storia d'Italia dal '45 ad oggi, Il centrismo (1947-1962)*, da [www.storiaXXIsecolo.it](http://www.storiaXXIsecolo.it).

<sup>62</sup> Cfr. Maragliano P., *La dottrina economica italiana della ricostruzione e le scelte di politica economica nel periodo 1945 – 1947*, Rivista della Scuola Superiore dell'Economia e delle Finanze.

internazionali che Menichella sostenne: la concorrenza esterna forzò la modernizzazione del Paese e la produttività del sistema economico nazionale, che consentirono di superare e rovesciare l'iniziale sbilancio dei conti con l'estero<sup>63</sup>. Per tale motivo, il Paese cominciò a ricevere cospicui flussi di valuta estera pregiata, soprattutto in dollari. Tali flussi, per rispettare gli accordi di Bretton Woods, furono anche utilizzati per acquistare, negli anni, quantitativi di oro, al pari di quanto facevano all'epoca le principali Banche Centrali europee (Banque de France e Deutsche Bundesbank).

## 2.1 Definizione giuridica e definizione economica di riserva valutaria

Ai fini di analizzare le serie storiche sulle riserve valutarie, una prima fondamentale esigenza è quella di provare a formulare una definizione di riserva valutaria che sia omogenea, in quanto, secondo Paolo Baffi, Governatore della Banca d'Italia dal 1975 al 1979, differenti definizioni potrebbero condurre a risultati divergenti<sup>64</sup>.

Dal punto di vista giuridico il Decreto del Presidente della Repubblica del 31 marzo 1988, n. 148, denominato Testo Unico delle norme di legge in materia valutaria, fornisce una definizione di valuta estera all'art. 2 comma 1 e 2:

*“Art.2 Valute estere e lire di conto estero.*

*1. Valute estere sono:*

*a) i biglietti di banca e di Stato esteri aventi corso legale;*

*b) i titoli di credito, che servono per effettuare pagamenti, estinguibili in monete aventi corso legale all'estero o in ECU;*

*c) i titoli di credito di natura obbligazionaria in scadenza entro un termine non superiore a sei mesi, estinguibili all'estero e denominati in monete aventi corso legale all'estero o in ECU;*

*d) i crediti liquidi ed esigibili derivanti da conti aperti presso le banche od altri intermediari finanziari estinguibili in monete aventi corso legale all'estero o in ECU.*

*2. Le valute estere di conto valutario ed il termine di cui al comma 1, lettera c), sono determinati con decreto del Ministro del commercio con l'estero, di concerto con il Ministro del tesoro. Ciascuna valuta estera di conto valutario ha un unico mercato indipendente dal tipo di transazione ed è quotata di diritto presso tutte le borse valori italiane.”*

Tra la fine della guerra e per tutti i decenni successivi le modalità di rilevazione delle attività valutarie facevano riferimento alla definizione di disponibilità valutarie per fronteggiare le necessità relative al commercio internazionale. In sostanza, il parametro di riferimento era

---

<sup>63</sup> Juan Carlos Martinez Oliva, *Un tecnico al servizio della nazione: Donato Menichella e la ricostruzione postbellica*, Rubbettino Editore.

<sup>64</sup> ASBI, *Carte Baffi*.

quello della valuta disponibile e utilizzabile in un determinato numero di giorni per coprire i fabbisogni monetari del Paese.

Sotto un profilo economico, per riserva valutaria si intende l'insieme di attività finanziarie espresse soprattutto in oro e valute estere, detenute dalla Banca centrale di un Paese allo scopo di garantire prestiti esteri e saldare eventuali deficit della bilancia dei pagamenti.

Fanno parte delle riserve valutarie anche i diritti di prelievo e i diritti speciali di prelievo (DSP<sup>65</sup>) presso il FMI. Le riserve valutarie possono essere create attraverso l'acquisto, da parte della Banca centrale, di valuta estera sul mercato, mediante l'emissione di titoli di Stato in valuta o attraverso un avanzo della bilancia dei pagamenti con l'estero. In sostanza si compongono di disponibilità liquide e depositi, titoli di portafoglio, strumenti finanziari derivati, altri crediti.

L'ammontare della riserva valutaria è, quindi, in stretta relazione con l'andamento della bilancia dei pagamenti. In presenza di un avanzo di quest'ultima, infatti, si determina un aumento del flusso delle riserve valutarie, mentre un disavanzo nella bilancia dei pagamenti provoca una riduzione della riserva valutaria<sup>66</sup>.

La dimensione della riserva valutaria è in grado, inoltre, di influire sulla liquidità interna di un Paese adeguandola alle diverse situazioni. Gli operatori economici di un Paese che presenta un attivo commerciale devono versare alla Banca centrale parte della valuta estera in loro possesso ricevendone in cambio valuta nazionale, che sarà immessa nel circuito monetario nazionale in quantità maggiore. Viceversa, nell'ipotesi di un Paese che presenti un disavanzo commerciale, gli operatori economici per estinguere i propri debiti con l'estero devono chiedere alla Banca centrale valuta estera cedendo in cambio banconote nazionali, che vengono in tal modo sottratte al circuito monetario interno.

Le riserve si compongono di diverse valute, in particolare euro e dollari, ma in misura minore anche da yen, sterline o franchi svizzeri. Nell'ambito dell'Unione europea, le attività di riserva sono *“i crediti altamente liquidi, negoziabili e solvibili detenuti dalla BCE (riserve condivise) e dalle Banche Centrali Nazionali (riserve non condivise) nei confronti di non residenti nell'area dell'euro e sono denominati e regolati in valute estere convertibili, nonché l'oro, le posizioni di riserva sul FMI e le disponibilità in DSP”*<sup>67</sup>.

---

<sup>65</sup> I diritti speciali di prelievo (DSP) sono strumenti di riserva creati nel 1969 dall'FMI e allocati, periodicamente, presso gli Stati membri in funzione delle rispettive quote di partecipazione. Il valore dei DSP è calcolato dall'FMI in base a un paniere composto dalle principali valute, con un sistema di pesi periodicamente rivisto.

<sup>66</sup> Dal Bollettino della Federal Reserve del marzo 1950 citato nella relazione Banca d'Italia 1949: *“L'adeguatezza delle riserve monetarie può essere considerata come uno dei requisiti preliminari di un vasto movimento dei Paesi esteri verso un sistema di commercio multilaterale e di convertibilità delle monete..... Il livello delle riserve monetarie ha anche una diretta influenza sulla politica finanziaria ed economica che un paese può perseguire allo scopo di raggiungere o mantenere la stabilità della situazione interna. Una forte riserva permetterebbe ad un paese di adottare una politica atta a stimolare l'attività economica in periodi di depressione o di intraprendere programmi d'investimento diretti a realizzare una più completa utilizzazione o sviluppo delle risorse disponibili. Una debole riserva rappresenterebbe, d'altra parte, un serio ostacolo a una politica intesa a promuovere la stabilità economica”*

<sup>67</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Manuale della bilancia dei pagamenti*, Tematiche istituzionali, settembre 1995. Questa definizione, approvata dal Governing Council della BCE all'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (nel 1999), è contenuta nell'Indirizzo della BCE sugli obblighi di segnalazione statistica (ECB/2011/23).

Le riserve condivise (detenute dalla BCE) sono state in origine costituite mediante il trasferimento di riserve valutarie da parte delle Banche Centrali Nazionali dei Paesi dell'area dell'euro, avvenuto il 1 gennaio 1999. A fronte di tale conferimento, nei bilanci delle Banche Centrali è iscritto un credito, che viene annualmente remunerato. Le riserve ufficiali dell'Italia (non condivise) sono detenute principalmente sotto forma di titoli in dollari statunitensi, yen giapponesi e sterline britanniche e di riserve auree.

Un'altra definizione di riserva viene riportata nel testo di Asso, Biagioli, Picozza: *“il FMI suggerisce di includere nella voce Reserve Assets solo le attività sull'estero controllabili dalle autorità monetarie e prontamente disponibili per il finanziamento diretto degli squilibri della bilancia dei pagamenti o per regolarne indirettamente la dimensione con interventi sui mercati valutari.”*<sup>68</sup> La definizione generale dell'FMI, con marginali aggiustamenti, è stata adattata per la compilazione dell'aggregato a livello nazionale e, con l'unione monetaria, dell'area euro<sup>69</sup>. Le definizioni e la metodologia per la suddetta compilazione sono contenute nel manuale *“International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template”*, emanato dall'FMI nel 2001 e aggiornato nel 2013.

In base agli Accordi di Bretton Woods, all'oro era attribuito il ruolo di numerario come risulta dall'obbligo di dichiarare la parità in termini di oro o di dollaro USA, a sua volta convertibile in oro al prezzo fisso di 35 dollari l'oncia. Ma dal 1960 si manifestarono divergenze tra il prezzo libero e quello ufficiale e, dopo vari tentativi, nel 1968 venne costituito il doppio mercato: quello ufficiale valido per le transazioni fra le Banche Centrali e quello libero, dove il prezzo era determinato dal mercato. A cavallo tra la fine degli anni '60 e l'inizio degli anni '70 lo scoppio della guerra in Vietnam e l'aumento della spesa pubblica statunitense portarono alla fine del regime dei cambi fissi istituito con gli accordi di Bretton Woods. Infatti, nel 1971 l'allora presidente degli Stati Uniti Nixon sospese la convertibilità aurea del dollaro, in quanto le risorse auree americane stavano diminuendo a causa della crescente domanda. Qualche mese più tardi anche i Paesi del G10 (Germania, Belgio, Canada, Stati Uniti, Francia, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia) abbandonarono il regime dei cambi fissi e così con lo Smithsonian Agreement<sup>70</sup> si procedette a una svalutazione del dollaro e si diede vita a un fenomeno di fluttuazione dei cambi. Il FMI, che continuò a esistere nonostante la fine di Bretton Woods, vide però il proprio ruolo profondamente modificato, da quello di sorveglianza a quello di attenzione verso le politiche macroeconomiche. Nel gennaio 1976 vennero siglati

---

<sup>68</sup> Asso P.F., Biagioli A., Picozza C., *Ordinamento valutario, politica del cambio e gestione delle riserve (1945-1960)*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta, Problemi strutturali e politiche economiche*, Editori Laterza, Bari, 1998, pagg. 162-163.

<sup>69</sup> Banca d'Italia, *Manuale della bilancia dei pagamenti*, Tematiche istituzionali, settembre 1995.

<sup>70</sup> Accordo raggiunto dai membri del G10 nel 1971 per rimediare al caos monetario seguito alla fine del Sistema di Bretton Woods. Nell'agosto 1971, infatti, il presidente statunitense Richard Nixon approvò la legge che sospendeva l'obbligo per la Federal Reserve di convertire dollari in oro al rapporto fisso di 35 dollari l'oncia, stabilito nel 1944 a Bretton Woods. Al contempo, fu introdotta una tassa del 10% sulle importazioni negli Stati Uniti. Finiva così l'epoca dello standard oro-dollaro.

gli Accordi di Kingston<sup>71</sup> in seguito ai quali si ridusse la funzione dell'oro come riserva valutaria e venne potenziato il ruolo dei DSP.

Un altro importante concetto è quello legato alla cosiddetta *moneta internazionale* intesa come una moneta usata nelle transazioni tra Paesi con diversi sistemi monetari e quindi, in quanto moneta forte, scelta come moneta di riserva.

L'oro è stata la prima moneta internazionale della storia, cui si sono affiancate nel Medioevo e in Età moderna monete di conto, trasferite tramite le lettere di cambio, che evitavano i passaggi materiali di metallo. In età contemporanea alcune monete sono state considerate mezzi di pagamento nelle transazioni internazionali. Queste valute sono: la sterlina britannica, il dollaro statunitense, il franco svizzero, il franco francese, il marco tedesco, lo yen giapponese, il rublo russo e il dollaro di Hong Kong. La condizione indispensabile affinché una moneta possa svolgere un ruolo di moneta internazionale è quello di essere liberamente convertibile. Ogni moneta convertibile che circola nei sistemi di pagamento internazionale entra a far parte delle riserve ufficiali di un Paese.

## 2.2 Formazione e gestione delle riserve valutarie

L'apertura internazionale dell'economia italiana fu sostenuta principalmente dall'adesione al piano Marshall. Gli interventi previsti dalla "*linea Einaudi*", uniti ai cospicui contributi finanziari internazionali che l'Italia ricevette e alla liberalizzazione degli scambi con l'estero iniziata da La Malfa nel 1950, costituirono la base della rinascita e dello sviluppo economico che si manifestò a partire dal 1951. Una parte degli aiuti (pari a oltre 1 miliardo di dollari), venne utilizzata per aumentare le riserve valutarie del Paese. Questo avvenne poiché il principale ostacolo alla apertura internazionale, all'integrazione della economia italiana così come di quella europea, derivava dalla scarsità di valuta estera. In questo modo l'Italia ottenne le riserve valutarie necessarie per consentire un progressivo e rapido inserimento nell'economia internazionale.

Per analizzare la formazione e la gestione delle riserve valutarie nel periodo storico preso in esame occorre innanzitutto definire le basi informative e i riferimenti più propriamente quantitativi. Le fonti disponibili e le elaborazioni effettuate nel corso del tempo sono numerose, in quanto, come già introdotto nel §1.4, le istituzioni che hanno curato la pubblicazione e analizzato i dati sulle riserve del Paese sono molteplici.

L'UIC, in particolare, svolse un ruolo fondamentale in quanto ebbe il compito di elaborare e realizzare il nuovo corso della politica valutaria del Paese e di acquisire un livello e una

---

<sup>71</sup> Intesa alle quali si è giunti nella riunione (Jamaica Conference) tenuta a Kingston (Giamaica) il 7-8/1/1976 dal comitato interinale del FMI che formalizzò il passaggio dal regime dei cambi fissi alla fluttuazione dei cambi tra le principali valute e stipulò un accordo su emendamenti allo statuto del FMI riguardanti, in particolare, la demonetizzazione dell'oro (abolendone il prezzo ufficiale) e il cambiamento del metodo di valutazione dei DSP (il cui valore venne fissato in base a un paniere di valute).



combinazione ottimale delle riserve ufficiali, vero e proprio requisito per poter sostenere con successo le grandi scelte che stavano caratterizzando la ricostruzione della nostra economia<sup>72</sup>. Al termine della Seconda Guerra Mondiale, infatti, la politica valutaria italiana aveva come principî ispiratori quelli di determinare con gradualità il tasso di cambio ufficiale lira-dollaro e di ricostituire con prudenza le riserve (nell'agosto del 1947 si erano ridotte al livello minimo di 130 milioni di dollari), cercando nel contempo una loro ricomposizione ottimale; inoltre, si voleva ottenere il decentramento del monopolio valutario attraverso un progressivo coinvolgimento degli operatori di mercato e del sistema bancario. In un primo momento infatti sulle transazioni con l'estero si era osservato un regime monopolistico, in continuità con quanto era avvenuto negli anni prima della guerra. Tale monopolio venne in parte ridotto nel 1946 con l'introduzione dei conti valutari 50 per cento<sup>73</sup> e successivamente eliminato del tutto con l'approvazione delle leggi valutarie del 1955-56.

Le riserve complessive ebbero dunque un grande incremento tra il 1948 e il 1949 fino a un massimo di un miliardo di dollari, grazie a una politica fortemente orientata alla loro ricostituzione, consentendo di realizzare nel periodo un'acquisizione netta di valuta per circa 600 milioni di dollari<sup>74</sup>. Dalla Diciannovesima Relazione annuale della BRI leggiamo: *“Nel 1948 le riserve monetarie italiane sono aumentate dell'equivalente di \$175 milioni ed i saldi creditori nei conti relativi agli accordi di pagamento di \$100 milioni all'incirca, in totale dunque di \$275 milioni. Questo aumento si spiega con l'eccedenza di \$108 milioni, a cui vanno aggiunti circa \$90 milioni di attività all'estero rimpatriate con il metodo delle importazioni franco valuta e circa \$100 milioni rappresentanti l'utilizzo netto di crediti esteri (dall'Argentina e da altri Paesi). L'Italia è dunque un Paese che ha riservato una parte considerevole del ricavo dei prestiti e crediti esteri per quel particolare tipo di investimento che consiste nel ricostituire le sue riserve monetarie quasi esaurite, al fine di rafforzare la fiducia nella moneta nazionale e riacquistare maggiore libertà nella sua politica commerciale.”*<sup>75</sup> Nella gestione valutaria, dai bilanci dell'UIC si evince che furono impiegati maggiormente i conti a vista e i titoli pubblici in dollari e sterline, mentre la quota delle riserve in oro oscillava intorno a un valore medio del 24%. In questi anni maturò la decisione di utilizzare le riserve accumulate in sterline concedendo prestiti agevolati alle imprese, prevalentemente tessili, che li utilizzarono per acquistare e/o modernizzare i propri impianti e le proprie attrezzature<sup>76</sup>. Nei primi anni Cinquanta, dopo il picco registrato alla fine del decennio precedente, il valore delle riserve si

---

<sup>72</sup> Asso P.F., *Guido Carli economista internazionale 1945-1960*, Fondazione Res Istituto di Ricerca su Economia e Società in Sicilia 2011.

<sup>73</sup> Art. 1 Decreto Legislativo Luogotenenziale 26 marzo 1946, n. 139. Con esso venne concesso agli esportatori la facoltà di vendere sul mercato libero il 50% dei ricavi delle esportazioni, mentre l'altra metà doveva essere ceduta alle Autorità di controllo dei cambi al tasso ufficiale.

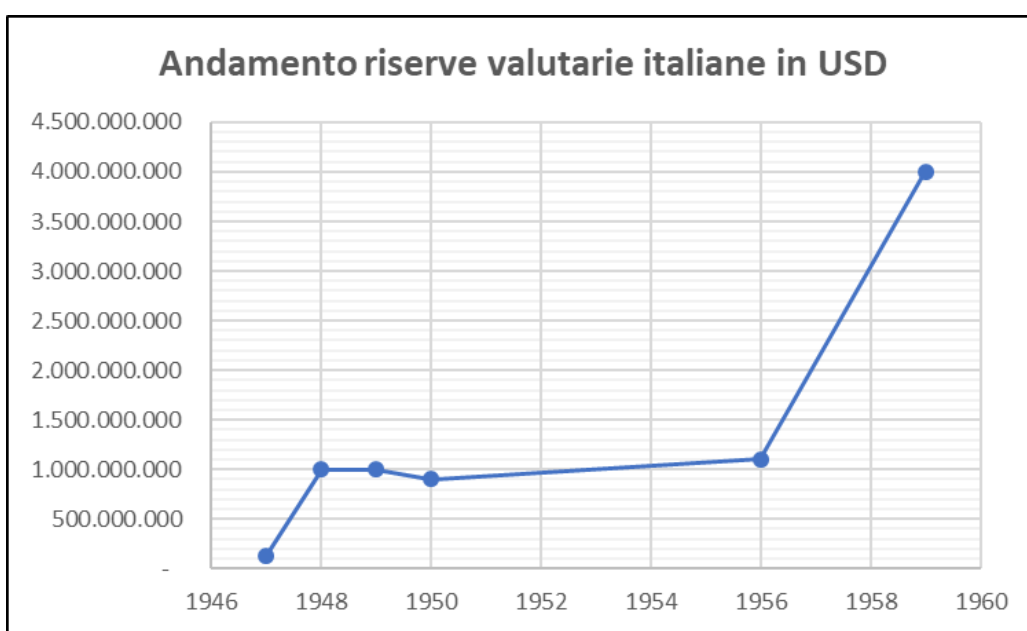
<sup>74</sup> Juan Carlos Martinez Oliva, *Un tecnico al servizio della nazione: Donato Menichella e la ricostruzione postbellica*, Rubbettino Editore.

<sup>75</sup> BRI, *Diciannovesima relazione annuale 1 aprile 1948-31 marzo 1949*, Basilea 13 giugno 1949.

<sup>76</sup> Asso P.F., *Guido Carli economista internazionale 1945-1960*, Fondazione Res Istituto di Ricerca su Economia e Società in Sicilia, 2011

attestò intorno agli 800-900 milioni di dollari. A partire dal 1955 ripresero a crescere, arrivando a un picco di 1 miliardo e 100 milioni di dollari nel 1956 anche se l'incremento più significativo si ebbe poi alla fine del decennio, quando il livello delle riserve arrivò a triplicarsi fino a circa 4 miliardi di dollari (cfr. Grafico 1). La crescita fu concentrata essenzialmente in attività in dollari e in acquisti massicci di oro. Tale accumulo divenne funzionale al rafforzamento dell'economia italiana in ambito internazionale e proseguì anche negli anni successivi. Alla fine degli anni Cinquanta, Guido Carli<sup>77</sup> propose e attuò la scelta di destinare una parte delle riserve ufficiali a stabilizzare il processo di accumulazione del capitale, contrastare le aspettative inflazionistiche ed evitare le conseguenze di una inattesa flessione della domanda interna che egli prevedeva e su cui tanto si impegnò successivamente negli anni Sessanta.

*Grafico 1*



*Fonte: Asso, Biagioli, Picozza*

<sup>77</sup> Nel maggio del 1945, dopo undici mesi dalla sottoscrizione degli accordi di Bretton Woods, Guido Carli fu chiamato da Luigi Einaudi a definire i compiti e l'operatività dell'Ufficio Italiano dei Cambi.

### 2.3 Metodo di valutazione delle riserve dal dopoguerra agli anni '50

Dai documenti ufficiali del periodo<sup>78</sup> risulta che la Banca d'Italia e l'UIC comprendevano nelle riserve valutarie anche le valute cedute alle banche in cambio di lire e contabilizzate nei cosiddetti "conti gestione cambi"<sup>79</sup>. Per determinare in modo adeguato l'entità delle riserve si doveva individuare un criterio per convertire le diverse valute in lire o in dollari. Nel 1943 fu fissato il cambio ufficiale del dollaro contro lire a "quota 100" da cui derivava il cambio lira-sterlina a 400. Questi cambi furono mantenuti inalterati fino al 1946, anno in cui i cambi operativi furono aumentati del 125%, arrivando quindi a: lira-dollaro 225 e lira-sterlina 907<sup>80</sup>. Nel settembre del 1949 l'UIC iniziò a scambiare le valute al cambio di mercato, considerando che, da quella data, i cambi ufficiali e i cambi di mercato si allinearono. Anche per valutare le quantità di oro detenute dalla Banca d'Italia e dall'UIC, vi era un problema relativo alla conversione in lire e in dollari. Analizzando i dati di bilancio dei due Enti si riscontra una discordanza nel tasso di conversione dell'oro, in quanto fino al 1960 per la Banca d'Italia il cambio avveniva al tasso fisso di 21,30 LIT/g (lire al grammo). Per quanto riguarda l'UIC, il cambio risulta variabile nei diversi anni presi in esame, in quanto dipendente dalle variazioni del cambio lira/dollaro.

Sul finire degli anni Quaranta a livello internazionale si riscontrava un'esigenza di revisione dei cambi, nella quale l'Italia era fortemente coinvolta, nonostante le quotazioni della lira si attestassero sulla parità con il dollaro che era la moneta di riferimento ai fini di un assestamento economico. Si riscontrava tuttavia uno squilibrio del sistema dei cambi e difficoltà di approvvigionamento su molti mercati esteri, circostanza che derivava anche dal fatto che molti Paesi non avevano adeguato il valore della loro moneta alla quotazione vigente di mercato.

### 2.4 Metodo di valutazione delle riserve dagli anni '50

La svalutazione delle divise che ebbe luogo nel settembre 1949 fu un fenomeno a livello internazionale di ampia portata, in quanto 13 Paesi facenti parte dell'FMI concordarono con il fondo stesso nuovi valori di cambio, molti dei quali comportarono una svalutazione di circa il 30,5% rispetto al dollaro statunitense. Invece 6 Paesi con cui l'FMI non aveva raggiunto alcun accordo, decisero ugualmente di svalutare le loro monete e analoghe azioni furono intraprese

---

<sup>78</sup> Archivio della Banca d'Italia, "Archivio UIC - Bilanci", Asso P.F., Biagioli A., Picozza C., *Ordinamento valutario, politica del cambio e gestione delle riserve (1945-1960)*, in Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta, Problemi strutturali e politiche economiche, Editori Laterza, Bari, 1998.

<sup>79</sup> I conti gestione cambi erano conti registrati nel bilancio dell'UIC rappresentavano il controvalore in lire delle valute estere gestite dalle banche per conto dell'UIC.

<sup>80</sup> Il decreto legislativo luogotenenziale 4 gennaio 1946, n. 2 costituì il "fondo adeguamento prezzi internazionali", per conto dell'Ufficio italiano dei cambi, presso la Banca d'Italia che stabilì in virtù del decreto ministeriale 18 gennaio 1946 la quota addizionale del 125 per cento ai cambi ufficiali a carico degli importatori italiani ed a favore degli esportatori italiani.

da 10 ulteriori Paesi non membri dell’FMI. Gli stati che modificarono il loro tasso di cambio rappresentavano il 65% del commercio mondiale.

I provvedimenti di allineamento dei cambi così intervenuti ebbero riflessi anche sulle riserve valutarie, le cui oscillazioni avevano costituito una causa non secondaria della loro adozione. Secondo le statistiche pubblicate dal Sistema della Federal Reserve, tra il 1948 ed il 1949 si verificò un aumento nelle disponibilità mondiali in oro e dollari di circa 330 milioni di dollari, i tre quarti dei quali nelle disponibilità in oro<sup>81</sup>. L’andamento delle riserve stesse comunque subì notevoli oscillazioni nel corso dell’anno: un lieve aumento nel primo trimestre; una diminuzione nel secondo e terzo trimestre; di nuovo un sensibile aumento nell’ultimo trimestre dell’anno, sia nelle riserve in dollari che in oro. Tali oscillazioni non avvennero però in modo uniforme su tutti i gruppi di Paesi ma, al contrario, si ebbe una notevole diversità di andamento tra gruppo e gruppo di Paesi e anche all’interno del medesimo gruppo. La *Tabella 1* rappresenta la situazione esposta per quanto attiene ai principali Paesi dell’area europea e dell’area della sterlina.

Tra il 1951 e il 1952 la Francia peggiorò la propria situazione valutaria di circa 1 miliardo di dollari riducendo la propria riserva a soli 600 milioni di dollari. In Germania alla fine del 1950 si ebbe una crisi valutaria che condusse all’adozione di una politica economica molto stringente<sup>82</sup>.

Le oscillazioni delle riserve italiane, seppure molto considerevoli, furono fortunatamente minori. In una prima fase, l’aumento dei prezzi e l’aumento delle spese che andavano ad aumentare le riserve valutarie dell’area della sterlina amministrate da Londra assottigliarono le riserve italiane. In una seconda fase si ebbe una leggera flessione dei prezzi italiani che portò ad una risalita del valore delle riserve del Paese<sup>83</sup>.

---

<sup>81</sup> Banca d’Italia, *Assemblea generale dei partecipanti 1949*, da pag. 14.

<sup>82</sup> Banca d’Italia, *Relazione 1951*, da pag. 40.

<sup>83</sup> *Ibidem*.

Tabella 1 – Variazioni disponibilità mondiali

Disponibilità mondiali in oro e dollari (esclusi gli Stati Uniti) in milioni di US\$						
Paesi	Disponibilità alla fine del 1948	Aumento (+) o diminuzione (—)				Disponibilità alla fine del 1949
		nel periodo genn. sett. 1949	nel periodo ott. dic. 1949	In totale		
				valori assoluti	% consistenza iniziale	
Paesi ERP (escluso UK)	5.500	208	105	313	5,7%	5.813
Belgio-Lussemb.	821	85	- 23	62	7,60%	883
Danimarca	77	- 13	6	- 7	-9,10%	70
Francia (e Colonie)	797	- 62	6	- 55	-6,90%	742
Germania Occidentale	179	- 31	1	- 30	-16,80%	149
Italia	424	114	20	134	32%	558
Norvegia	130	- 18	8	- 10	-7,7%	120
Olanda (e Indie Occidentali Olandesi)	361	31	40	71	19,7%	432
Svezia	130	2	28	30	23,1%	160
Svizzera	1.886	108	14	122	6,5%	2.008
Turchia	180	- 6	- 10	- 16	-8,9%	164
Altri paesi dell' Europa cont.le	696	- 95	9	- 86	-12,4%	610
Area sterlina	2.893	- 446	246	- 200	-6,9%	2.693
Regno Unito	2.151	- 462	235	- 227	-10,6%	1.924
India	308	- 1	3	2	0,6%	310
Canada	1.183	104	76	180	15,2%	1.363
<b>Totale generale</b>	<b>17.716</b>	<b>- 482</b>	<b>764</b>	<b>283</b>	<b>30,7%</b>	<b>17.999</b>

Fonte: Bollettino Federal Reserve, 1950

### 3 Modello proposto per un'analisi storico-metodologico dell'andamento delle riserve valutarie

#### 3.1 Analisi dei dati storici dei diversi Enti competenti

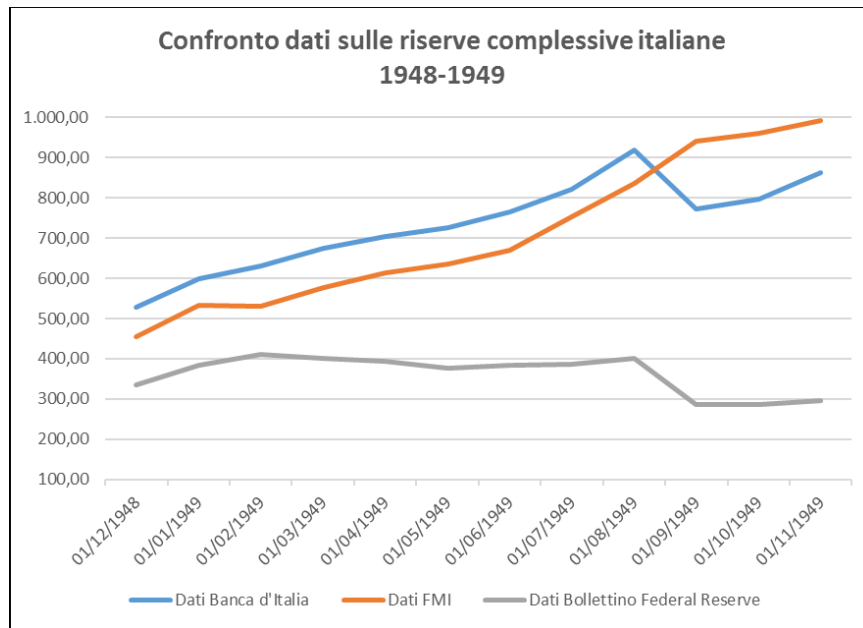
La definizione delle riserve valutarie data dal FMI, richiamata nel paragrafo 2.1, si discosta in parte da quanto emerge nei dati riportati nel documento della bilancia dei pagamenti italiana, dove sotto la voce “riserve ufficiali” sono comprese tutte le attività e le passività verso l'estero della Banca d'Italia e, quando ancora esisteva, dell'UIC; in questo modo la Banca Centrale aveva a disposizione valuta per regolare i saldi della bilancia dei pagamenti nonché la politica dei cambi. Non era quindi posto sotto attenzione tutto ciò che non era gestito direttamente dalla Banca Centrale ma dalle banche e gli altri residenti. Nel periodo successivo alla fine della Seconda guerra mondiale, invece, fu adottata una diversa impostazione e non venne più presa in considerazione la differenza tra le attività della Banca Centrale e quella delle altre banche o di altri operatori e soprattutto fu attribuita un'importanza cruciale al rapporto tra riserve ufficiali, importazioni e liquidità. L'obiettivo delle autorità di politica valutaria nei principali Paesi europei e soprattutto in Italia era quello di garantire un livello di riserve abbastanza elevato da potere rispondere alle esigenze del commercio internazionale. Nei paragrafi che seguono si è tentato di rendere per quanto possibile omogenei i dati quantitativi sulle attività di riserva.

Basandosi sui dati di bilancio della Banca d'Italia, e confrontandoli con i dati pubblicati dal FMI e dalla Federal Reserve americana<sup>84</sup>, sono stati rilevate informazioni relative alle riserve valutarie piuttosto discordanti tra di loro. Tali differenze sono state evidenziate già nelle carte Baffi, ad esempio per il periodo 1948-1949, come evidenziato dal grafico che segue. Gli importi pubblicati dal FMI risultano molto più elevati rispetto ai dati ufficiali italiani, tenendo presente che sono dati al netto dei saldi di compensazione bilaterali e multilaterali. Ma anche con questa precisazione, i dati risultano comunque non coincidenti.

---

<sup>84</sup> Cfr. Asso P.F., Biagioli A., Picozza C., *Ordinamento valutario, politica del cambio e gestione delle riserve (1945-1960)*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta, Problemi strutturali e politiche economiche*, Editori Laterza, Bari, 1998.

Grafico 2

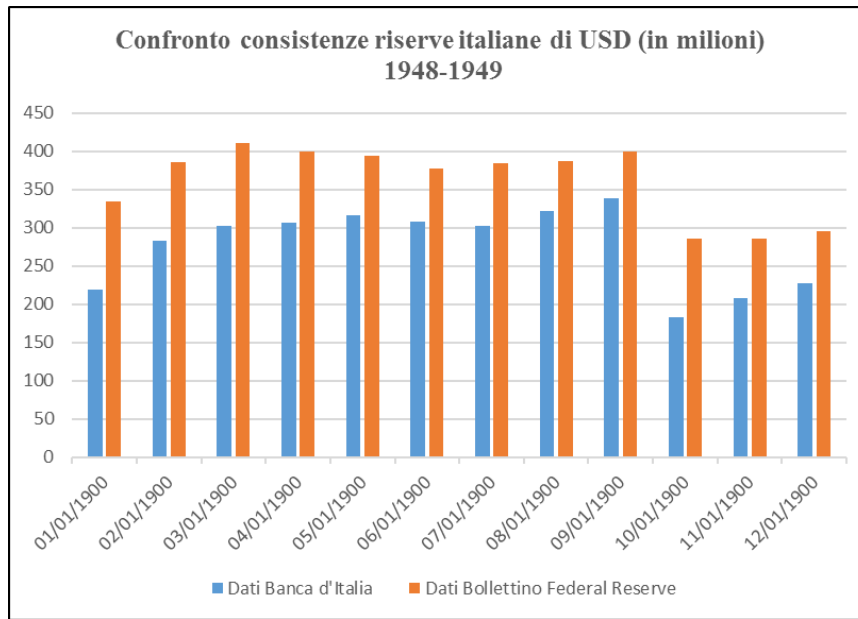


Fonte: ASBI, Carte Baffi, b.243

Effettuando invece il confronto tra i dati relativi alle sole consistenze in dollari elaborati dalla Banca d'Italia e dalla Federal Reserve <sup>85</sup>, sempre nel medesimo periodo, il risultato mostra come gli importi riportati dalla Federal Reserve sono molto superiori a quelli calcolati dalla Banca Centrale italiana (cfr. *Grafico2*). Probabilmente la Federal Reserve ha calcolato anche i dollari depositati dall'UIC presso le banche agenti e quanto era disponibile sui conti valutari 50 per cento (cfr. §.2.2).

<sup>85</sup> Asso P.F., Biagioli A., Picozza C., *Ordinamento valutario, politica del cambio e gestione delle riserve (1945-1960)*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta, Problemi strutturali e politiche economiche*, Editori Laterza, Bari, 1998.

Grafico 3



Fonte: ASBI, Carte Baffi, b.243

Altro esempio di differenze sostanziali nei dati a disposizione emerge nel confronto tra quelli utilizzati dal Ministero del Commercio con l'Estero e quelli pubblicati dal CIR. Tali divergenze sono rappresentate nella tabella che segue.

Tabella 2 – Differenze dati statistici

	Ministero		CIR	
	USD	GBP(*)	USD	GBP(*)
30-giu-47	28	95	15	94
31-dic-47	103,6	129,3	71	103
31-dic-48	246,4	89,6	246,4	89,6

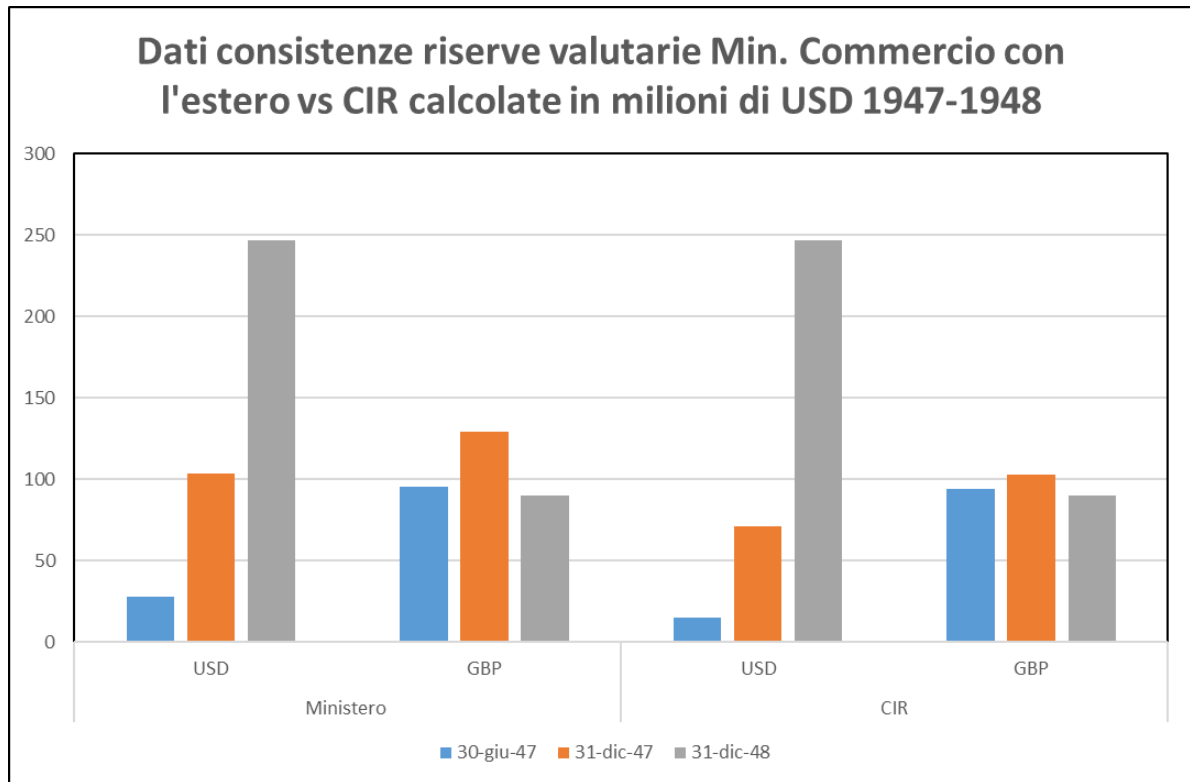
\* gli importi sono stati riportati in milioni di dollari

Fonte: FLE, carte Einaudi

Rappresentando graficamente i dati sopra riportati, le differenze sono ancora più evidenti.



Grafico 4



Fonte: FLE, carte Einaudi<sup>86</sup>

Anche la disponibilità in sterline comportò vari problemi di interpretazione dei dati, con notevoli differenze tra quanto risultava all'UIC e alla Banca d'Italia rispetto alla Banca d'Inghilterra, forse perché gli importi che risultavano a quest'ultima erano comprensivi di valuta non dichiarata dagli operatori nazionali, in quanto frutto di fughe di capitali<sup>87</sup>.

### 3.2 Esame degli "asset" valutarie secondo un criterio coerente

Da quanto sopra esposto emerge chiaramente come, nel tempo, ci sia stato un approccio ai dati poco organico e armonizzato. Per cercare di superare i problemi di definizione e di quotazione univoca delle riserve, è stato svolto<sup>88</sup> un lavoro di rielaborazione dei dati (che fanno riferimento alle attività in valuta della Banca d'Italia e dell'UIC), riferendosi a quanto disposto nel tempo dalle autorità di settore e applicando valori di cambio stabiliti e omogenei. Gli importi relativi alle valute e all'oro sono stati ricalcolati in milioni di dollari e nel primo periodo sono state prese in considerazioni anche le disponibilità in sterline, tenendo presente la grande importanza rivestita da questa moneta almeno fino agli inizi degli Cinquanta. Negli anni successivi, invece,

<sup>86</sup> Cfr. FLE, Carte Einaudi, *Lettera inviata dal ministro del Commercio con l'estero al presidente Einaudi*, 5 febbraio 1949

<sup>87</sup> Asso P.F., Biagioli A., Picozza C., *Ordinamento valutario, politica del cambio e gestione delle riserve (1945-1960)*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta, Problemi strutturali e politiche economiche*, Editori Laterza, Bari, 1998.

<sup>88</sup> In questo approccio sono state seguite le indicazioni di Asso P.F., Biagioli A., Picozza C., *Ordinamento valutario, politica del cambio e gestione delle riserve (1945-1960)*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta, Problemi strutturali e politiche economiche*, Editori Laterza, Bari, 1998.

ai fini della composizione delle riserve, essa perse rilevanza, soprattutto dopo la svalutazione di settembre 1949. Per i calcoli è stato utilizzato un parametro convenzionale di cambio dollaro/lira pari a 225 lire per gli anni 1946-1947, in seguito è stato prima applicato un cambio pari a 350 lire e poi, a partire dal dicembre 1947 una media mensile dei cambi sul mercato dei conti valutari 50 per cento. L'oro è stato calcolato a 35 dollari/oncia, applicando i cambi lira/dollaro già esplicitati.

Per la sterlina e le altre divise sono stati presi in esame i tassi di cambio già sopra evidenziati applicati a quanto presente nei bilanci della Banca d'Italia e dell'UIC. In generale, quindi anche per gli anni successivi al 1950, sono stati applicati criteri di valutazione in linea con l'andamento dei cambi.

### 3.3 Le nuove serie statistiche per gli anni 1946-1961

Rielaborando i dati disponibili alla luce dei criteri esposti nel paragrafo precedente, sono state ottenute delle nuove serie statistiche<sup>89</sup>, rappresentate nelle tabelle e nei grafici seguenti.

---

<sup>89</sup> Ibidem

Tabella 3 – Riserve valutarie italiane anni 1946-1950 rielaborate

(\*)

Data	USD	GBP	Altre valute	Totale valute	Oro	Totale Riserve in milioni di dollari
giu-46	12,4	3,7	1,2	31	30	61
set-46	24	14,7	0,7	49,3	30	79,3
dic-46	126,6	91,5	1,1	221,3	34	255,3
gen-47	126,6	80	0,5	201,3	31,6	232,9
feb-47	78,6	98,1	0,5	171,1	61,6	232,7
mar-47	72,8	92,3	0,7	172,8	61,6	234,4
apr-47	52,4	98,2	0,9	144,3	61,6	205,9
mag-47	25,8	70,2	0,7	88,5	61,6	150,1
giu-47	21,1	79,8	1,8	85,8	61,6	147,4
lug-47	19,8	66,1	0,7	70,4	61,6	132
ago-47	17,4	71,2	1	75,8	61,6	137,4
set-47	19,8	98,2	2,1	110,7	61,6	172,3
ott-47	14,3	93,3	1	100,8	61,6	162,4
nov-47	40,7	92,8	1,2	128,6	61,6	190,2
dic-47	78,9	100,4	6,9	194,9	61,8	256,7
gen-48	70,9	88	4,5	177,3	61,8	239,1
feb-48	74,4	86,3	4,1	187,3	61,8	249,1
mar-48	80	80,8	13,9	235,6	61,8	297,4
apr-48	89,2	69,9	14,6	217,1	61,8	278,9
mag-48	114,3	59	4,6	237	61,8	298,8
giu-48	90,4	41,7	4,3	212,5	61,8	274,3
lug-48	130,6	59	6,2	258,5	61,8	320,3
ago-48	161,1	74	5,8	322,1	61,8	383,9
set-48	177,7	52,5	7,4	340,1	61,8	401,9
ott-48	188	29,6	7,3	277,1	76,1	353,2
nov-48	191,8	22,7	5,9	304,8	92,6	397,4
dic-48	208,7	83,2	6,7	406,3	98,2	504,5
gen-49	283	95,1	7,7	498,3	101,7	600
feb-49	302,2	111,6	11,4	529,6	101,8	631,4
mar-49	306,4	135	12,4	573,1	101,8	674,9
apr-49	316,5	160,8	6,7	607,4	101,8	709,2
mag-49	307,5	183,4	6,9	611,8	117,2	729
giu-49	309,8	212,2	10,8	663,2	127,9	791,1
lug-49	321,2	240,2	8,5	692,8	127,9	820,7
ago-49	337,8	284,6	8,8	766,9	139,2	906,1
17/09/1949	324,1	226,4	7,7	702,3	258	960,3
set-49	202,4	212,5	4,9	553,6	258	811,6
ott-49	228,4	203,4	3,5	572	266,1	838,1
nov-49	248,1	213,6	4,3	636,4	266,1	902,5
dic-49	244,1	216,4	4,4	656,3	266,1	922,4
gen-50	224,4	207,5	2,3	619,6	258,3	877,9
feb-50	208,4	209,9	2,7	605,2	258,3	863,5
mar-50	167,6	205,6	2,3	572,8	258,3	831,1
apr-50	164,9	213,3	4,2	574,9	258,3	833,2
mag-50	178,9	200,8	5,5	581,4	258,3	839,7
giu-50	191,8	192,1	12,1	607,3	258,3	865,6
set-50	211,7	190,3	7,3	611,5	258,3	869,8
dic-50	254,9	212,2	17,9	612	258,3	870,3

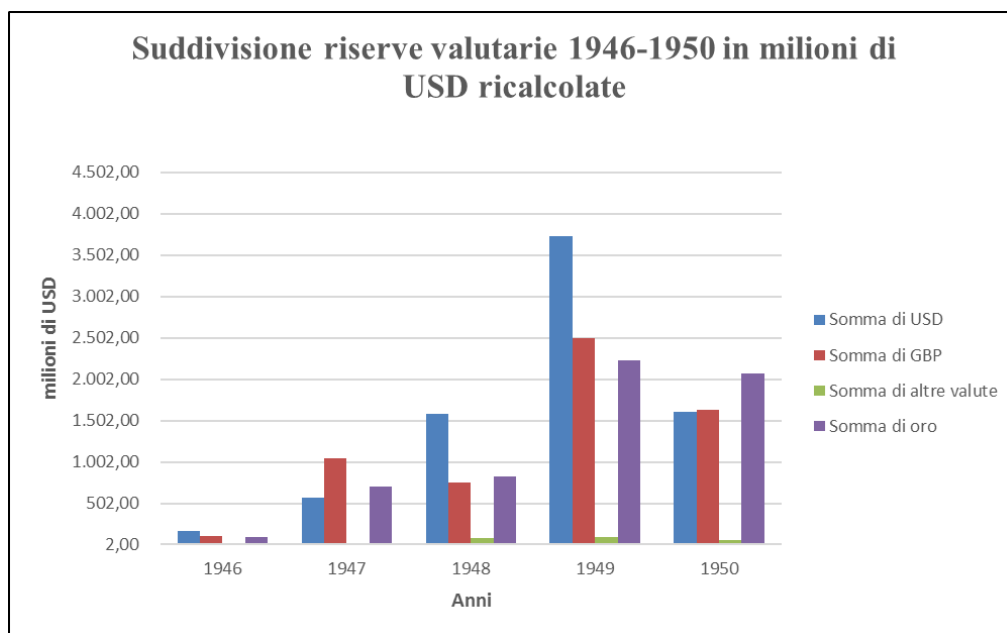
Fonte: Asso, Biagioli, Picozza, Ordinamento valutario, politica del cambio

(\*) per semplicità non sono state prese in considerazione le riserve relative alle attività di clearing e ai saldi UEP (Unione Europea dei Pagamenti)

La tabella 3 rappresenta i dati in milioni di dollari dal 1946 al 1950, esposti su base mensile e suddivisi tra attività in dollari, sterline e altre valute. Dal grafico seguente si evince l'andamento in forte crescita dal dopoguerra in poi fino ad arrivare ad una stabilizzazione sul finire del

decennio, dopo avere toccato il massimo verso la fine del 1949, a valle della svalutazione della sterlina.

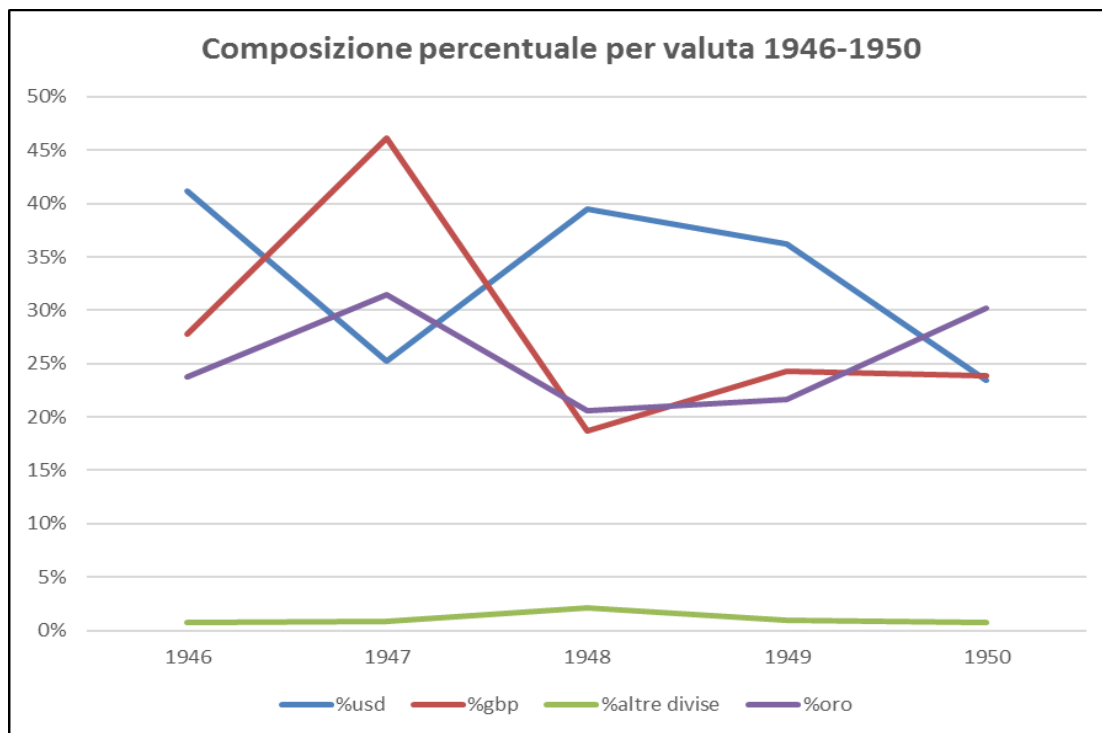
Grafico 5



Fonte: Asso, Biagioli, Picozza, Ordinamento valutario, politica del cambio

Nel grafico seguente è rappresentata la composizione delle riserve in percentuale rispetto al dollaro, alla sterlina e alle altre valute, nonché rispetto all'oro, sempre con riferimento al periodo che va dal 1946 al 1950.

Grafico 6

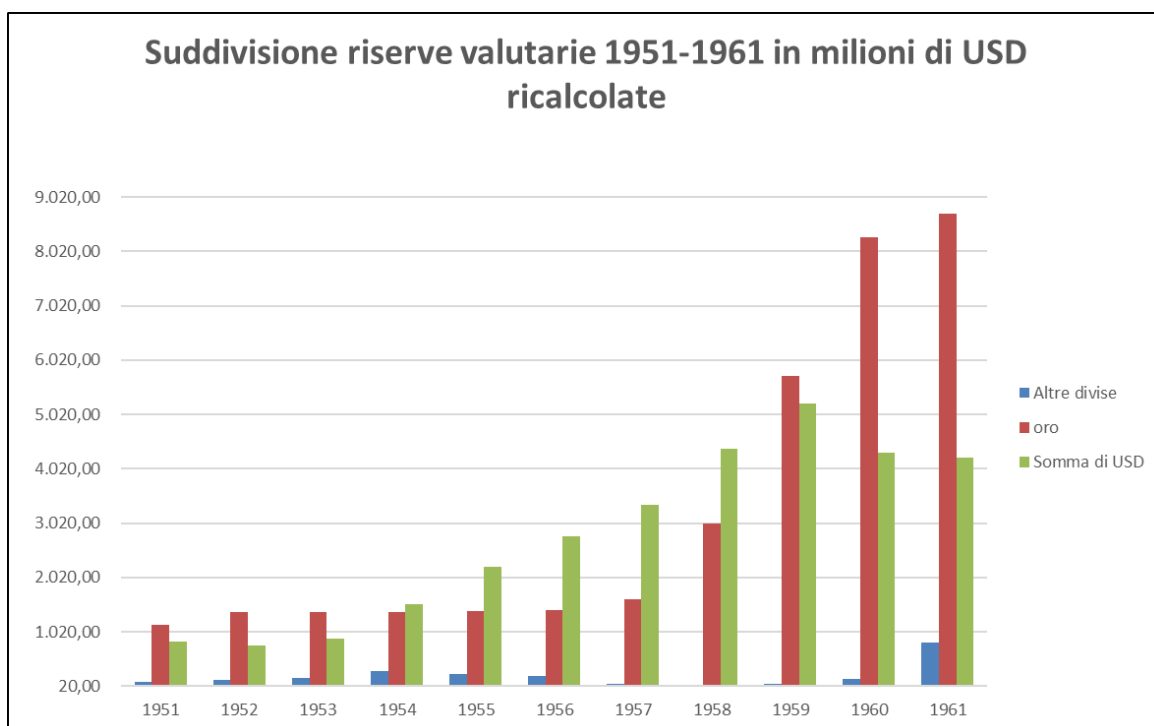


Fonte: Asso, Biagioli, Picozza, Ordinamento valutario, politica del cambio

Nel decennio successivo, per quanto detto in precedenza, non sono state prese in considerazione le attività in sterline. Il grafico 7 mostra un andamento crescente delle riserve in dollari fino alla fine degli anni Cinquanta, poi una inversione di tendenza, a fronte di un sensibile incremento delle riserve in oro, in linea con la tendenza riscontrabile in tutti i paesi industrializzati<sup>90</sup>. A dicembre del 1960 la quota relativa all'oro giunse a rappresentare il 75% delle riserve complessive italiane e rispose a una precisa scelta della Banca d'Italia effettuata di concerto con l'UIC e con il Ministero del Tesoro.<sup>91</sup>

Grafico 7

(\*)



Fonte: Asso, Biagioli, Picozza, *Ordinamento valutario, politica del cambio*

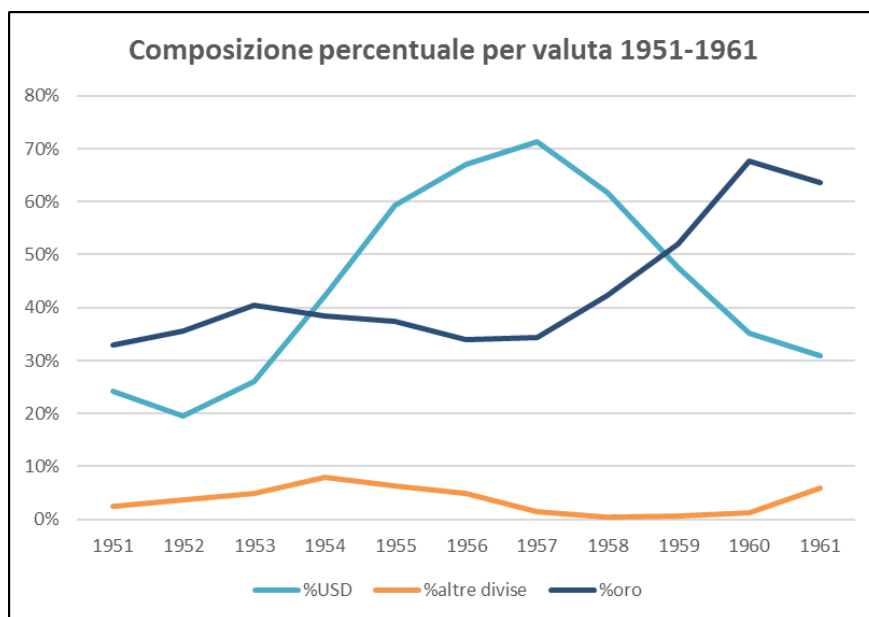
(\*) per semplicità non sono state prese in considerazione le riserve relative alle attività di clearing e ai saldi UEP (Unione Europea dei Pagamenti)

Il seguente grafico rappresenta la suddivisione in percentuale nella composizione delle riserve di dollaro, altre valute e oro.

<sup>90</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Relazione per l'anno 1961 - Considerazioni finali*.

<sup>91</sup> Cfr. Ufficio Italiano dei Cambi, *Cinquant'anni di storia*, Laterza, Roma-Bari, 1995.

Grafico 8



Fonte: Asso, Biagioli, Picozza, *Ordinamento valutario, politica del cambio*

### 3.4 Analisi delle serie statistiche per gli anni 1962-1973

Per quanto riguarda gli anni successivi, sono state analizzate e interpretate da me le serie statistiche basate su fonti più recenti e più armonizzate, suddividendole in due periodi: la prima riguarda gli anni che vanno dal 1962 al 1964, la seconda invece va dal 1965 al 1973. Nel primo periodo è stata utilizzata la scomposizione in valute così come appare nella Relazione sull'esercizio 1962 della Banca d'Italia<sup>92</sup>, in quella del 1963<sup>93</sup> e in quella del 1964<sup>94</sup>. L'analisi della posizione sull'estero nel 1962, basata sul diverso grado di liquidità degli averi detenuti dall'UIC e dalla Banca d'Italia, rivela che *“le riserve ufficiali (oro dell'UIC e Banca d'Italia e valute convertibili dell'UIC) hanno presentato un modesto incremento (22 milioni di dollari) raggiungendo, alla fine dell'anno, la cifra di 3.441 milioni di dollari, costituita per il 65 per cento da oro e per il 35 per cento da valute convertibili, prevalentemente dollari. Se a questo totale si addiziona l'altro, risultante dalle variazioni intervenute nella consistenza delle valute convertibili della Banca d'Italia e dei conti esteri in lire sia della stessa sia dell'UIC, troviamo che l'insieme delle riserve di primo grado si è accresciuto di 43 milioni di dollari, raggiungendo, alla fine del 1962, la cifra di 3.548 milioni di dollari”*.

Nel 1963 le attività ufficiali sull'estero, sotto forma di riserve di primo e secondo grado, hanno presentato, a partire dal dicembre 1959, un costante incremento fino a raggiungere il livello massimo di 3.983 milioni di dollari nell'agosto, per segnare poi un sensibile declino.

<sup>92</sup> Cfr. pag. 201.

<sup>93</sup> Cfr. pag. 221.

<sup>94</sup> Cfr. pag. 237.

A fine anno 1964 le riserve ufficiali nette della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi toccavano il livello di 3.756 milioni di dollari, con un aumento sul dicembre 1963 di 362 milioni. Per quanto riguarda la sola quota delle valute convertibili la tabella che segue rappresenta la suddivisione nelle varie divise negli anni sopra analizzati, evidenziando la netta prevalenza del dollaro.

Tabella 4 – Riserve valutarie italiane anni 1962-1964 in milioni di USD

Anno	Valuta	USD (Milioni)	Totale	Percentuale
1962	Dollari USA (\$)	1.256,4	1.371,5	91,61%
1962	Dollari Canadesi (\$ Can)	0,6	1.371,5	0,05%
1962	Franchi svizzeri (FS)	38,5	1.371,5	2,81%
1962	Lire sterline (Lgs)	62,3	1.371,5	4,54%
1962	Marchi tedeschi (DM)	13,4	1.371,5	0,98%
1962	Franchi francesi (FF)	0,3	1.371,5	0,02%
1963	Dollari USA (\$)	739,7	837,2	88,36%
1963	Dollari Canadesi (\$ Can)	0,0	837,2	0,01%
1963	Franchi svizzeri (FS)	34,0	837,2	4,06%
1963	Lire sterline (Lgs)	43,2	837,2	5,16%
1963	Marchi tedeschi (DM)	19,5	837,2	2,32%
1963	Franchi francesi (FF)	0,7	837,2	0,09%
1964	Dollari USA (\$)	1.513,8	1.570,9	96,36%
1964	Dollari Canadesi (\$ Can)	0,2	1.570,9	0,01%
1964	Franchi svizzeri (FS)	32,0	1.570,9	2,04%
1964	Lire sterline (Lgs)	0,6	1.570,9	0,04%
1964	Marchi tedeschi (DM)	24,0	1.570,9	1,53%
1964	Franchi francesi (FF)	0,3	1.570,9	0,02%

Fonte: ASBI ("Archivio UIC - Bollettino del Movimento Valutario - Attività e passività della Banca d'Italia e delle aziende di credito, valute convertibili")

Nel periodo successivo, dal 1965 al 1973, le fonti disponibili evidenziano come nel 1968 sono intervenute variazioni di notevole entità, le più importanti delle quali hanno riguardato l'aumento della riserva aurea e delle attività a medio e lungo termine nonché la riduzione delle disponibilità in valute convertibili. Alla fine del 1970 la composizione delle riserve ufficiali risultava notevolmente modificata rispetto a un anno prima: la componente in oro e con garanzia aurea era infatti scesa dall' 81 al 61 per cento del totale, mentre la quota in valute convertibili era passata dal 19 al 39 per cento. Nel 1972 la riduzione delle riserve ufficiali ha riguardato quasi esclusivamente le disponibilità in dollari. Le riserve in oro e con garanzia aurea non presentavano variazioni di rilievo, a eccezione dei diritti speciali di prelievo. La crescente divergenza tra il prezzo ufficiale dell'oro e quello di mercato aveva praticamente congelato nelle riserve le componenti a contenuto aureo, in attesa che venissero definiti nell' assetto internazionale la funzione e il prezzo del metallo. Le tabelle che seguono rappresentano la situazione complessiva delle riserve italiane nel periodo con le relative variazioni negli anni e un *focus* sulla composizione delle riserve valutarie.

Tabella 5 - Riserve totali Italia anni 1965-1973 in milioni di USD

Codice	Riserva 1° livello	Riserva 2° livello	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
<b>A</b>	<b>Riserve in oro o con garanzia aurea</b>		2.956,1	3.301,5	3.244,8	3.820,9	3.822,0	3.242,2	3.470,9	3.563,6	3.524,2
A.1		oro	2.403,7	2.413,6	2.399,9	2.923,3	2.955,9	2.886,7	2.883,9	2.883,0	2.886,9
A.2		diritti speciali di prelievo						76,7	227,9	341,4	342,9
A.3		posizione di riserva nel FMI: per utilizzo quota	479,2	564,7	526,7	393,4	312,4	275,6	355,9	336,0	294,4
A.4		posizione di riserva nel FMI: GAB	70,0	70,0	65,0	251,0	300,5				
A.5		posizione di riserva nel FMI: altre		250,0	250,0	250,0	250,0				
A.6		posizione netta nel FME	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	
<b>B</b>	<b>Riserve con garanzia espressa in lire</b>		224,8	139,8	624,8	124,8	156,8				
B.1		titoli esteri in lire	124,8	124,8	124,8	124,8	156,8				
B.2		riporti attivi con banche centrali	100,0	15,0	500,0						
<b>C</b>	<b>Valute convertibili</b>		1.462,4	1.287,8	1.419,1	958,4	898,0	2.063,8	3.063,2	2.225,2	2.121,1
<b>D=A+B+C</b>	<b>Totale riserve ufficiali lorde</b>		4.643,3	4.729,1	5.288,7	4.904,1	4.876,8	5.306,0	6.534,1	5.788,8	5.645,3
<b>E</b>	<b>Passività a breve termine</b>		- 79,2	- 49,8	- 50,6	- 25,8	- 180,4	- 34,7	- 105,9	- 99,2	- 378,7
E.1		riporti passivi con banche centrali									- 298,9
E.2		altre			- 50,6	- 25,8	- 180,4	- 34,7	- 105,9	- 99,2	- 79,8
<b>F=D+E</b>	<b>Totale riserve ufficiali nette</b>		4.564,1	4.679,3	5.238,1	4.878,3	4.696,4	5.271,3	6.428,2	5.689,6	5.266,6

Fonte: Banca d'Italia, Relazione sugli esercizi 1968, 1970, 1971, 1972, 1973



Tabella 6 - Composizione riserve in valuta convertibile anni 1965-1973 in milioni di USD

Anno	Valuta	USD (Milioni)	Totale	Percentuale
1965	Dollari USA (\$)	1.375,9	1.462,4	94,09%
1965	Franchi svizzeri (FS)	41,8	1.462,4	2,86%
1965	Marchi tedeschi (DM)	29,5	1.462,4	2,02%
1965	Fiorini olandesi (Fol)	13,3	1.462,4	0,91%
1965	Lire sterline (Lgs)	1,1	1.462,4	0,08%
1965	Franchi francesi (FF)	0,3	1.462,4	0,02%
1965	Valute diverse	0,5	1.462,4	0,03%
1966	Dollari USA (\$)	1.197,3	1.287,7	92,98%
1966	Franchi svizzeri (FS)	36,7	1.287,7	2,85%
1966	Marchi tedeschi (DM)	32,4	1.287,7	2,52%
1966	Fiorini olandesi (Fol)	13,7	1.287,7	1,06%
1966	Lire sterline (Lgs)	3,8	1.287,7	0,30%
1966	Valute diverse	3,8	1.287,7	0,30%
1967	Dollari USA (\$)	1.328,9	1.419,1	93,64%
1967	Franchi svizzeri (FS)	36,9	1.419,1	2,60%
1967	Marchi tedeschi (DM)	32,4	1.419,1	2,28%
1967	Fiorini olandesi (Fol)	15,6	1.419,1	1,10%
1967	Lire sterline (Lgs)	2,4	1.419,1	0,17%
1967	Valute diverse	2,9	1.419,1	0,20%
1968	Dollari USA (\$)	635,4	958,4	66,30%
1968	Marchi tedeschi (DM)	135,1	958,4	14,10%
1968	Franchi francesi (FF)	112,5	958,4	11,74%
1968	Franchi svizzeri (FS)	54,6	958,4	5,70%
1968	Fiorini olandesi (Fol)	13,4	958,4	1,40%
1968	Lire sterline (Lgs)	5,3	958,4	0,55%
1968	Dollari Canadesi (\$ Can)	0,8	958,4	0,08%
1968	Valute diverse	1,3	958,4	0,14%
1969	Dollari USA (\$)	707,3	898,0	78,76%
1969	Marchi tedeschi (DM)	126,4	898,0	14,08%
1969	Franchi svizzeri (FS)	36,8	898,0	4,10%
1969	Fiorini olandesi (Fol)	13,4	898,0	1,49%
1969	Lire sterline (Lgs)	8,7	898,0	0,97%
1969	Dollari Canadesi (\$ Can)	0,3	898,0	0,03%
1969	Valute diverse	5,1	898,0	0,57%
1970	Dollari USA (\$)	1.690,0	2.063,8	81,89%
1970	Marchi tedeschi (DM)	270,1	2.063,8	13,09%
1970	Franchi svizzeri (FS)	72,2	2.063,8	3,50%
1970	Fiorini olandesi (Fol)	13,3	2.063,8	0,64%
1970	Lire sterline (Lgs)	11,2	2.063,8	0,54%
1970	Valute diverse	7,0	2.063,8	0,34%
1971	Dollari USA (\$)	2432,1	3063,2	79,40%
1971	Marchi tedeschi (DM)	425,2	3063,2	13,88%
1971	Franchi svizzeri (FS)	150,1	3063,2	4,90%
1971	Fiorini olandesi (Fol)	20,6	3063,2	0,67%
1971	Lire sterline (Lgs)	16	3063,2	0,52%
1971	Valute diverse	19,2	3063,2	0,63%
1972	Dollari USA (\$)	1.629,7	2.225,2	73,24%
1972	Marchi tedeschi (DM)	157,9	2.225,2	7,10%
1972	Franchi svizzeri (FS)	386,5	2.225,2	17,37%
1972	Valute diverse	51,1	2.225,2	2,30%
1973	Dollari USA (\$)	1.511,4	2.121,1	71,25%
1973	Marchi tedeschi (DM)	187,4	2.121,1	8,83%
1973	Franchi svizzeri (FS)	372,6	2.121,1	17,57%
1973	Valute diverse	49,8	2.121,1	2,35%

Fonte: ASBI ("Archivio UIC - Bilanci") e Relazioni sugli esercizi 1968, 1970, 1972, 1973

## 4 Conclusioni

Dalle considerazioni esposte si evidenzia come nella storia economica italiana, soprattutto tra il secondo dopoguerra e il 1960, la politica valutaria ha rappresentato uno strumento concreto e fondamentale per la difesa del nostro *sistema paese*. L'ordinamento normativo relativo all'ambito valutario ha seguito negli anni un complesso percorso di evoluzione e cambiamento, propedeutico a evidenziare sempre più l'importanza strategica della politica valutaria per un processo di integrazione della economia italiana in ambito internazionale: tra il 1945 al 1960 sul tema furono emessi più di 1.000 provvedimenti<sup>95</sup>.

In questa ottica, la politica relativa alla gestione delle riserve valutarie in particolare è stata negli anni una tematica strumentale per le strategie economiche del paese. La distribuzione ottimale dello *stock* di riserve negli anni, che a prima vista poteva sembrare una problematica secondaria, è risultata, dall'analisi dei documenti storici di riferimento, frutto di un'attenta politica che ha mirato, nel tempo, a ricercare una maggiore redditività degli investimenti e una maggiore stabilità dell'economia italiana. La ricostruzione delle riserve nel secondo dopoguerra e la loro strenua difesa agevolavano l'inserimento graduale dell'Italia nel nuovo assetto internazionale, contribuendo a proteggere il paese dalle crisi valutarie, tenendo presente che l'economia italiana proveniva da oltre un ventennio di isolamento. Inoltre, la presenza di consistenti disponibilità valutarie ebbe un grande effetto psicologico sulla tenuta del nostro sistema. La forte crescita delle riserve valutarie alla fine degli anni Cinquanta, così come negli anni successivi, comportò un'elevata disponibilità valutaria, utilizzata in parte per favorire l'inserimento delle banche italiane nei circuiti internazionali.

Lo studio intrapreso e la ricostruzione di una nuova serie statistica con i necessari approfondimenti storici ha bene evidenziato le motivazioni di una politica delle riserve fortemente innovativa per il periodo e che distinse l'Italia dagli altri paesi europei. Eminentemente personaggi quali Einaudi e Menichella portarono avanti con forza e determinazione la difesa di questa politica di accumulazione, soprattutto di fronte agli Stati Uniti (che erano di fatto contrari perché auspicavano un'adesione a paradigmi di politica economica di scarsa applicabilità al caso italiano<sup>96</sup>), adducendo come giustificazione le caratteristiche di instabilità e variabilità che caratterizzavano l'economia italiana rispetto a quelle degli altri paesi europei. A causa di questa linea di condotta, tra i due paesi si instaurò un clima di sfiducia reciproca così grande che lo

---

<sup>95</sup> UIC, *Normativa valutaria*, 1995.

<sup>96</sup> Juan Carlos Martínez Oliva, *Un tecnico al servizio della nazione: Donato Menichella e la ricostruzione postbellica*, Rubbettino Editore.

stesso Menichella diede istruzione di limitare la trasmissione agli americani di informazioni sulle riserve, “*eliminando qualsiasi comunicazione circa i movimenti che le determinano*”<sup>97</sup>.

L'economista Friedrich Lutz, attento osservatore dell'economia italiana, nell'estate del 1949 scrisse: “*L'Italia, dopo aver arrestato l'inflazione e stabilizzato il valore della lira, ha notevolmente diminuito il disavanzo delle partite correnti ordinarie della sua bilancia dei pagamenti e ha costituito deliberatamente riserve in dollari nel sincero sforzo di rendersi indipendente dagli aiuti esteri nel 1952, anno in cui gli aiuti del Piano Marshall avranno termine. Se le persone responsabili della sua politica economica fossero state meno coscientiose nei loro sforzi per raggiungere tale indipendenza, se, ad esempio, esse avessero intrapreso un vasto piano di investimenti allo scopo di assorbire almeno una parte della massa dei disoccupati, avrebbero potuto creare una situazione nella bilancia dei pagamenti della stessa gravità di quella della Gran Bretagna*”<sup>98</sup>.

La centralità della politica di gestione delle riserve giustifica quindi l'importanza di ricostruire storicamente i dati disponibili: l'utilizzo di riferimenti certi e univoci permette di avere un quadro più verosimile dell'andamento delle riserve nel periodo critico della ricostruzione dopoguerra fino all'avvio del *boom* economico degli anni Sessanta; l'analisi dei dati successivi, relativi al decennio che va dal 1962 al 1973, molto strutturati e affidabili, ha permesso di verificare l'andamento delle attività di riserva negli anni immediatamente precedenti la prima crisi petrolifera. In questo contesto, è particolarmente rilevante evidenziare come la Banca d'Italia avesse intercettato importanti sintomi di ciò che sarebbe di lì a poco avvenuto, anche grazie alla elaborazione e alla condivisione di dati messi a disposizione da organismi internazionali preposti alla sorveglianza, quali il GATT<sup>99</sup> e l'OCSE.

---

<sup>97</sup> Ufficio Italiano dei Cambi, *Verballi del Consiglio di Amministrazione*, 21 maggio 1948.

<sup>98</sup> Cfr. Articolo del Prof. F. A. Lutz, *Aiuti per l'Italia - La sua partecipazione al Piano Marshall ritenuta indispensabile*, New York Times, 14 agosto 1949)

<sup>99</sup> Il General Agreement on Tariffs and Trade (dall'inglese: Accordo Generale sulle Tariffe e il Commercio), meglio conosciuto come GATT, è un accordo internazionale, firmato il 30 ottobre 1947 a Ginevra, in Svizzera, da 23 paesi, per stabilire le basi per un sistema multilaterale di relazioni commerciali con lo scopo di favorire la liberalizzazione del commercio mondiale.

## Ringraziamenti

Desidero ricordare tutti coloro che mi hanno aiutato nella stesura di questo elaborato con suggerimenti, critiche e osservazioni: a loro va la mia gratitudine, anche se è solo mia la responsabilità per ogni errore eventualmente presente.

Prima di tutto, vorrei ringraziare il mio relatore, prof. Lepore, per la fiducia che ha riposto nel mio lavoro.

Un ringraziamento particolare al Dr. Alfredo Gigliobianco della Banca d'Italia che, insieme ai suoi collaboratori, mi ha offerto un grande supporto in termini di tempo e disponibilità, fornendomi spunti, suggerimenti e strumenti indispensabili per la realizzazione di questo studio.

Vorrei anche ringraziare il Dr. Cosma Onorio Gelsomino della Banca d'Italia per il materiale bibliografico che mi ha gentilmente messo a disposizione.

Un ringraziamento speciale alla mia famiglia e in particolare ai miei genitori, grazie al cui sostegno e incoraggiamento oggi sono riuscito a raggiungere questo traguardo.

Infine, voglio ricordare i miei amici per il loro appoggio sia nei momenti di delusione sia in quelli di felicità.

## A. Indice delle tabelle

Tabella 1 – Variazioni disponibilità mondiali .....	29
Tabella 2 – Differenze dati statistici .....	32
Tabella 3 – Riserve valutarie italiane anni 1946-1950 rielaborate .....	35
Tabella 4 – Riserve valutarie italiane anni 1962-1964 in milioni di USD.....	39
Tabella 5 - Riserve totali Italia anni 1965-1973 in milioni di USD .....	40
Tabella 6 - Composizione riserve in valuta convertibile anni 1965-1973 in milioni di USD .....	41

## B. Indice dei grafici

Grafico 1 .....	26
Grafico 2 .....	31
Grafico 3 .....	32
Grafico 4.....	33
Grafico 5 .....	36
Grafico 6.....	36
Grafico 7 .....	37
Grafico 8.....	38

## C. BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *La Banca d'Italia e il Risanamento Post-Bellico 1945-1948*, Bari, Laterza, 1992

Archivio della Banca d'Italia, "*Archivio UIC - Bilanci*"

Archivio della Banca d'Italia ("*Archivio UIC - Bollettino del Movimento Valutario - Attività e passività della Banca d'Italia e delle aziende di credito, valute convertibili*")

ASBI, *Carte Baffi*, B. 303

Asso P.F., *Guido Carli economista internazionale 1945-1960*, Fondazione Res Istituto di Ricerca su Economia e Società in Sicilia, 2011

Asso P.F., Biagioli A., Picozza C., *Ordinamento valutario, politica del cambio e gestione delle riserve (1945-1960)*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta, Problemi strutturali e politiche economiche*, Editori Laterza, Bari, 1998

Asso P.F., *La politica del cambio negli anni della ricostruzione: aspetti internazionali della linea Einaudi*, *Il pensiero economico italiano*, 1997.2 i

Baffi P., *Studi sulla moneta*, Giuffrè, Milano, 1965

Ballini P.L., Varsori A., *L'Italia e l'Europa: 1947-1979*, Volume 1, Rubbettino Editore, 2005

Banca dei Regolamenti Internazionali, *Diciannovesima relazione annuale 1 aprile 1948-31 marzo 1949*, Basilea 13 giugno 1949

Banca dei Regolamenti Internazionali - *Ventunesima Relazione Annuale 1° aprile 1950 - 31 marzo 1951*

Banca d'Italia, *Relazioni sull'esercizio 1946-1959*

Banca d'Italia, *Relazioni sull'esercizio 1968-1973*

Banca d'Italia, *La Banca d'Italia - Funzioni e obiettivi*, Banca d'Italia, 2018

Banca d'Italia, *Manuale della bilancia dei pagamenti*, Tematiche istituzionali, 1995

Barucci P., *Ricostruzione, pianificazione, Mezzogiorno - La Politica Economica in Italia dal 1943 al 1955*, Bologna, il Mulino, 1978

Ciocca P., Ulizzi A., *I tassi di cambio nominali e reali dell'Italia dall'Unità Nazionale al Sistema Monetario Europeo (1861-1979)*, Ricerche per la storia della Banca d'Italia

Ciocca P., *Il dottor Menichella e la crescita*, Roma, 4 dicembre 2003

Consulenza Legale della Banca d'Italia, *La normativa sulla Banca d'Italia*, Banca d'Italia

Conti G. - Cova A. - La Francesca S., *Le crisi bancarie in Italia nell'Ottocento e nel novecento: cause e svolgimenti*, Testi delle relazioni tenute nel ciclo di conferenze su "Storia di banche e di banchieri"

Contini M., *Banche Centrali e riserve valutarie: a cosa servono e chi ne ha di più*, Money.it, 2016

De Ianni N., *Problemi commerciali e valutari nel secondo dopoguerra*, Università di Napoli

De Simone E., *La ricostruzione dell'economia mondiale in Storia Economica*, Franco De Angeli

Eichengreen B. and Flandreau M., *The rise and fall of the dollar*, in *European Review of Economic History*, Volume 13, Issue 3, Pages 377–411, 2009

FLE – Fondazione Luigi Einaudi, *Carte Einaudi*

- FMI, *Balance of payments manual*, Washington DC, 1993
- Lien K., *Day trading and swing trading the currency market*, Wiley, 2006
- Maragliano P., *La dottrina economica italiana della ricostruzione e le scelte di politica economica nel periodo 1945 – 1947*, Rivista della Scuola Superiore dell'Economia e delle Finanze
- Masera F., *Situazione dei conti: Banca d'Italia (1936-1971)*, Ufficio Italiano dei Cambi (1955-1971), Banca d'Italia
- Milward A.S., *The reconstruction of Western Europe 1945-51*, London 1984
- Ricci A., *La politica economica italiana dal dopoguerra ad oggi*, Università degli Studi di Urbino "Carlo Bo", 2004
- Rueff J., *The monetary sin of the West*, The MacMillan Company, New York
- Catalano F., *Dagli Accordi di Bretton Woods alla crisi del sistema monetario 1944-1971*, Il Ponte a. XXVII, n. 10, ottobre 1971
- Sarcinelli M., *Donato Menichella: dal risanamento di banche e industrie allo sviluppo del Mezzogiorno*, Moneta e Credito, vol. LX, n. 239, settembre 2007
- Servizio Ragioneria della Banca d'Italia, *I bilanci degli Istituti di Emissione 1894-1990*, collana storica della Banca d'Italia-Statistiche
- Toniolo G. (2013), *La crescita economica italiana, 1861-2011*, in (id.), *L'Italia e l'economia mondiale dall'Unità a oggi*, Collana Storica della Banca d'Italia, Venezia: Marsilio
- Ufficio Italiano dei Cambi, *Cinquant'anni di storia*, Laterza, Roma-Bari, 1995
- Ufficio Italiano dei Cambi, *Normativa valutaria*, 1995
- Ufficio Italiano dei Cambi, *Verbali del Consiglio di Amministrazione*, 21 maggio 1948



Villa A., *Il miracolo economico italiano*, ne Il Contributo italiano alla storia del Pensiero  
- Tecnica 2013

## D. FONTI ARCHIVISTICHE ONLINE

[www.bancaditalia.it/chi-siamo/storia/origini/index.html](http://www.bancaditalia.it/chi-siamo/storia/origini/index.html)

[www.bankpedia.org](http://www.bankpedia.org)

[www.bis.org](http://www.bis.org)

[www.imf.org](http://www.imf.org)

[www.storiaXXIsecolo.it](http://www.storiaXXIsecolo.it)