

# **Lineamenti dell'evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)\***

di

DOMENICANTONIO FAUSTO

## **1. Introduzione**

L'origine del debito pubblico italiano risale all'epoca dell'unificazione politica del Paese. Proclamato il 17 marzo 1861 il Regno d'Italia, vi fu la necessità di procedere all'unificazione degli ordinamenti amministrativi dei vecchi Stati confluiti nel nuovo Stato. La prima delle leggi unificatrici in materia finanziaria ad essere discussa dal Parlamento riguardò l'istituzione del Gran Libro del debito pubblico. Poco dopo l'istituzione del Gran Libro con l. 10 luglio 1861, n. 94, si provvide al riconoscimento dei titoli di debito degli Stati che erano entrati a far parte del nuovo Regno: titoli di cui fu disposta l'iscrizione nel Gran Libro con l. 4 agosto 1861, n. 174. In seguito, annesso nel 1866 il Veneto, e venuta nel 1870 Roma a far parte del Regno d'Italia, con l. 3 settembre 1868, n. 4.580 e l. 29 giugno 1871, n. 339, anche i debiti di questi nuovi territori vennero riconosciuti come debito pubblico italiano.

Queste leggi furono varate sotto la spinta di esigenze di ordine politico, economico-finanziario e tecnico amministrativo. In primo luogo, vi furono esigenze di ordine politico, in quanto il riconoscimento da parte del nuovo Stato dei debiti dei cessati Stati contribuì al processo di unità nazionale all'interno e accrebbe la fiducia degli Stati esteri. In secondo luogo, vi furono esigenze di ordine economico-finanziario, perché il nuovo Stato, per il suo bilancio in dissesto e per le prevedibili esigenze future, aveva bisogno del credito dei suoi cittadini. La migliore garanzia per i creditori sembrò proprio quella di riconoscere, come propri, i debiti dei vecchi Stati. Vi furono anche esigenze di ordine tecnico-amministrativo. I titoli del

\* Versione rivista della relazione presentata al III Seminario CIRSFI (Centro Universitario per la Ricerca per la Storia Finanziaria Italiana), *Debito pubblico e formazione dei mercati finanziari fra età moderna e contemporanea*, tenuto presso la Facoltà di Economia dell'Università di Cassino il 15 e 16 ottobre 2004.

debito pubblico dei vecchi Stati, essendo vari e molteplici, avrebbero comportato rilevanti spese per la loro amministrazione<sup>1</sup>.

Già poco tempo dopo l'istituzione del Gran Libro del debito pubblico, la situazione dissestata del bilancio costrinse il Governo ad emettere il primo prestito italiano di 500 milioni. I deficit di bilancio – con i quali possiamo dire nacque l'unità d'Italia – sono sempre stati, salvo brevi periodi, una caratteristica della finanza pubblica italiana; e per coprirli, si è sempre fatto largo ricorso all'indebitamento. Nella Tabella 1 (il cui commento rinviamo ai successivi paragrafi), per il periodo 1861-1961, sono stati riportati i dati del debito pubblico interno relativi ad alcuni esercizi finanziari che ci sono sembrati indicativi, o dal punto di vista economico-finanziario, o dal punto di vista politico.

Questa Tabella – che distingue il debito pubblico in debito consolidato<sup>2</sup>, debito redimibile e debito flottante<sup>3</sup> – è frutto di una ricostruzione personale dell'andamento del debito pubblico, effettuata sulla base dei conti del Tesoro pubblicati nella Gazzetta Ufficiale<sup>4</sup>. Nelle due ultime colonne della Tabella sono riportati, per gli esercizi considerati, i dati tratti dalle serie approntate da Spinelli<sup>5</sup> e dalla Zamagni<sup>6</sup>. Come si può notare, i nostri dati (fatta eccezione per quello relativo al 1861, tratto da Repaci), risultano significativamente sottostimati rispetto a quelli forniti dalla Zamagni, a causa della definizione più restrittiva di debito pubblico da noi considerata. Per quanto riguarda, invece, il confronto con i dati della serie approntata da Spinelli, fino al 1935, i nostri dati sono lievemente sottostimati, e ciò è probabilmente dovuto al diverso momento a cui i dati si riferiscono: rispettivamente, al 30 giugno (i nostri dati) e al 31 dicembre (i dati di Spinelli). Per riferendosi allo stesso momento (31 dicembre), abbastanza diversi sono invece i nostri dati rispetto a quelli di Spinelli, per

<sup>1</sup> Cfr. G. GOLLA, *Note sul Gran Libro del debito pubblico nel centenario dell'unità italiana*, «Rivista Bancaria-Minerva Bancaria», anno XVII (nuova serie), n. 1-2, gennaio-febbraio 1961, pp. 42-45.

<sup>2</sup> Si tratta di prestiti per i quali lo Stato assume l'obbligo di pagare gli interessi, riservandosi la facoltà di restituire il capitale, se, e quando, lo ritiene opportuno, mediante il riscatto dei titoli al prezzo corrente di mercato.

<sup>3</sup> Tivaroni, nella sua *Storia del debito pubblico nel Regno d'Italia*, espone quasi esclusivamente le vicende del debito patrimoniale (irredimibile o consolidato e redimibile), fornendo una serie storica di questo debito dal 1876 al 1907, ma omette il debito flottante, data, all'epoca, la sua scarsa rilevanza (cfr. J. TIVARONI, *Storia del debito pubblico nel Regno d'Italia*, voll. I-II, Editori Successori Marelli, Pavia, 1908-1910, specie vol. II, p. 97).

<sup>4</sup> Cfr. D. FAUSTO, *Note sul debito pubblico in Italia nel periodo 1946-1966*, in AA.VV., *Problemi di finanza pubblica*, vol. IV, Giuffrè, Milano, 1968, pp. 61-128.

<sup>5</sup> Spinelli ha ricostruito una serie storica dell'ammontare del debito pubblico interno dal 1861 al 1985, distinguendolo in debito patrimoniale e debito flottante. Fino al 1927, i dati sono riferiti al 30 giugno di ciascun anno; successivamente, al 31 dicembre di ciascun anno (cfr. F. SPINELLI, *Per la storia monetaria d'Italia*, Giappichelli, Torino, 1989, pp. 308-314).

<sup>6</sup> La Zamagni ha ricostruito una serie storica del debito pubblico italiano dal 1861 al 1946, con dati a fine dicembre di ciascun anno (cfr. V. ZAMAGNI, *Il debito pubblico italiano 1861-1946: rico-*

**Tabella 1** - Debito pubblico interno (in milioni di lire)

Anni	Debito consolidato		Debito redimibile		Debito fluttuante (1)		Debito pubblico interno		Debito pubblico (dati Zamagni)
	Ammontare	%	Ammontare	%	Ammontare	%	Ammontare	% RNL	
1861	2.762	88,2	330	10,5	39	1,3	3.131	48,0	3.107
1900	9.805	72,0	3.078	22,6	741	5,4	13.624	104,9	14.108
1914	10.051	63,7	4.789	30,4	926	5,9	15.766	76,4	17.517
1922	44.577	48,0	12.024	12,9	36.256	39,1	92.857	87,9	97.277
1929	71.449	82,0	13.075	15,1	2.510	2,9	87.134	62,5	94.655
1935	9.892	9,4	83.935	79,4	11.883	11,2	105.710	94,2	116.528
1946	52.945	5,0	278.569	26,1	735.123	68,9	1.066.637	31,3	1.446.163
1961	52.327	0,9	2.299.916	39,0	3.548.347	60,1	5.900.590	24,3	5.699.700

(1) I dati comprendono le seguenti voci: buoni del Tesoro ordinari, anticipazioni in biglietti bancari, circolazione dei biglietti di Stato e conti correnti fruttiferi. Sulla inclusione dei biglietti di Stato nel debito fluttuante, cfr. Ministero del Tesoro, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, Istituto Poligrafico dello Stato, Roma, 1988, p. 147.

Fonti: - per il debito pubblico: per l'anno 1861, F. A. REPACI, *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, Zanichelli, Bologna, 1962, p. 113; per gli altri anni, *Situazione dei debiti pubblici e Situazione del Tesoro, nel Conto riassuntivo del Tesoro (suppletivo) al 30 giugno di ciascun anno*, pubblicate, rispettivamente, nelle seguenti *Gazzette Ufficiali*: 13.7.1900, n. 167; 20.7.1914, n. 171; 23.7.1914, n. 174; 10.8.1922, n. 266; 20.8.1929, n. 201; 27.8.1935, n. 252; 6.11.1946, n. 252; 11.3.1947, n. 58; 6.3.1967, n. 58.

- per il reddito nazionale lordo: per l'anno 1861, *Indagine statistica sullo sviluppo del reddito nazionale dell'Italia dal 1861 al 1956*, in *Istat. Annali di Statistica*, anno 86, Serie VIII, vol. 9, Roma, 1957, pp. 247-248; per gli altri anni, G.M. Rey (a cura di), *I conti dell'Italia. I. Una sintesi dei dati ufficiali 1890-1970*, Laterza, Roma-Bari, 1991, pp. 201-202.

- per i dati della serie Spinelli: F. SPINELLI, *Per la storia monetaria dell'Italia*, Giappichelli, Torino, 1989, pp. 308-313.

- per i dati della serie Zamagni: V. ZAMAGNI, *Il debito pubblico italiano 1861-1946: una ricostruzione della serie storica*, in *"Rivista di Storia Economica"*, anno XIV, n. 3, dicembre 1988, pp. 218-219.

gli anni 1946 e 1961: nel primo caso (1946), appaiono significativamente sotto-stimati; mentre, nell'altro caso (1961), vale l'inverso.

Le note che seguono non intendono effettuare la ricostruzione, anno per anno, dell'andamento del debito pubblico nell'ampio periodo considerato<sup>7</sup>, ma solo formulare sintetiche osservazioni sugli aspetti della sua evoluzione in specifici periodi, considerando, in particolare, la sua relazione con l'andamento del bilancio pubblico<sup>8</sup>. Come è noto, il debito pubblico è la risultante dei deficit del bilancio pubblico, e, nella misura in cui i deficit continuano a verificarsi, il debito pubblico aumenta.

L'esposizione è concentrata su quattro momenti: il periodo post-unitario, che termina alla vigilia della prima guerra mondiale; gli anni di crisi legati a questa guerra; il periodo fascista e la seconda guerra mondiale; gli anni successivi alla seconda guerra mondiale fino al centenario dell'unità del Paese. Il lavoro termina con brevi conclusioni.

## 2. Il periodo dall'unificazione politica allo scoppio della prima guerra mondiale

Al momento dell'unificazione, i debiti consolidati e redimibili dei vecchi Stati preunitari di cui fu disposta l'iscrizione nel Gran Libro del debito pubblico, riguardavano per il 57,22% il Regno di Sardegna, per il 29,40% il Regno di Napoli e di Sicilia, per il residuo gli altri Stati. Rispetto alla popolazione del

*struzione della serie storica*, «Rivista di Storia Economica», anno XIV, n. 3, dicembre 1998, pp. 207-242). Nella serie è inserita la raccolta postale, è rivisto integralmente il debito monetario, si tiene conto di altri finanziamenti (tra cui il Credioip) ed è inserito il debito estero a valori di rimborso. In questo lavoro, la Zamagni usa la stessa metodologia di un suo precedente lavoro, in cui aveva ricostruito la serie del debito pubblico italiano per gli anni dal 1919 al 1939 (cfr. G. SALVEMINI e V. ZAMAGNI, *Finanza pubblica e indebitamento tra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale*, in F. COTULA (a cura di), *Problemi di finanza pubblica tra le due guerre. 1919-1939*, Collana Storica della Banca d'Italia - Contributi, Ricerche per la Storia della Banca d'Italia, vol. II, Editori Laterza, Roma-Bari, 1993, pp. 139-235). Artoni e Biancini, nella loro ampia analisi dell'evoluzione del debito pubblico dall'Unità al 2001, per il periodo 1885-1946, fanno riferimento ai dati ricostruiti dalla Zamagni, mentre per gli anni successivi si basano su dati di fonte Banca d'Italia (cfr. R. ARTONI e S. BIANCINI, *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, in P. CIOCCA e G. TONIOLO (a cura di), *Storia economica d'Italia, 3. Industrie mercati, istituzioni. 2. I vincoli e le opportunità*, Banca Intesa-Editori Laterza, Roma-Bari, 2004, pp. 269-380).

<sup>7</sup> Nel corso dell'esposizione faremo riferimento, oltre ai dati che figurano nella Tabella 1 ed a quelli della già citata serie storica ricostruita dalla Zamagni, anche ai dati che figurano in Ministero del Tesoro, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, 1988.

<sup>8</sup> Per i dati del bilancio pubblico, sono considerati (quando la fonte non è specificamente indicata) i dati del bilancio di cassa – entrate versate e spese pagate (competenza e residui) – (cfr. MINISTERO DEL TESORO - RAGIONERIA GENERALE DELLO STATO, *Il bilancio dello Stato italiano dal 1861 al 1987*, vol. II, *Allegati statistici - Risultati d'insieme e differenziali*, Istituto Poligrafico dello Stato, Roma, 1969, pp. 139-170).

nuovo Regno, questi debiti erano pari a 69 lire pro-capite. Ma le quote pro-capite risultavano abbastanza diversificate tra i diversi Stati preunitari: Piemonte (142 lire), Toscana (67 lire), Napoli (63 lire), Lombardia (56 lire), Sicilia (49 lire), altri Stati unificati (13 lire)<sup>9</sup>. È una realtà, poco controvertibile, che i cittadini delle province meridionali del nuovo Regno furono chiamati ad accollarsi gli oneri di debiti contratti dal Regno di Sardegna, senza poter usufruire dei benefici delle opere finanziate con l'emissione di questi debiti.

Chi ha affrontato questo problema con maggiore incisività è Nitti, che ritiene che «senza l'unificazione dei vari Stati, il Regno di Sardegna per l'abuso delle spese e per la povertà delle sue risorse era necessariamente condannato al fallimento. La depressione finanziaria, anteriore al 1848, aggravata fra il '49 e il '59 da un'enorme quantità di lavori pubblici improduttivi, aveva determinato una situazione da cui non si poteva uscire se non in due modi: o con il fallimento, o confondendo le finanze piemontesi a quelle di un altro Stato più grande»<sup>10</sup>.

Questa visione non è condivisa da Einaudi, per il quale: «la finanza borbonica provvedeva alle opere pubbliche atte a dare un incremento all'economia del paese entro i limiti dell'andamento spontaneo delle entrate al di sopra delle esigenze delle spese ordinarie, sì da far credere che l'opera fosse dovuta a generosità del sovrano; la finanza cavourriana non temeva di anticipare con prestiti l'incremento del gettito tributario o lo provocava con opere di ferrovie, di canali, di navigazione atte ad accrescere la produttività del lavoro nazionale»<sup>11</sup>.

A nostro avviso, l'argomentazione di Einaudi appare discutibile. Non vi è nessun dubbio che la finanza cavourriana fosse migliore di quella borbonica, però non esiste anche dubbio che al Nord rimasero le opere poste in essere, mentre il Sud fu chiamato a compartecipare al pagamento dei debiti conseguenti.

Certamente i mali del Sud non sono cominciati con l'unificazione del Paese; però è certo che l'unificazione non portò alcun miglioramento per molte situazioni, e molte altre contribuì ad aggravare. Subito dopo l'unificazione, tutti gli ordinamenti piemontesi furono sostituiti a quelli borbonici, a partire dalla tariffa doganale, per finire al farraginoso sistema fiscale<sup>12</sup>, che poi non poté

<sup>9</sup> S. VIOLANTE, *Fiscalità e finanza in Italia (1861-1913)*, in C. PAVESE, P. TONINELLI, S. VIOLANTE, *Fiscalità e finanza pubblica in Italia (1861-1913). Saggi e documenti*, Unicopli, Milano, 1979, pp. 13-14.

<sup>10</sup> F.S. NITTI, *Il bilancio dello Stato dal 1862 al 1896-97*, Laterza, Bari, 1958, p. 37.

<sup>11</sup> L. EINAUDI, *Miti e paradossi della giustizia tributaria*, Einaudi, Torino, 1959, p. 274.

<sup>12</sup> Secondo G. FORTUNATO (*Il Mezzogiorno e lo Stato italiano*, vol. II, Laterza, Bari, 1911, pp. 334-335), nel Regno delle Due Sicilie si pagavano 21 lire di imposte per abitante, mentre nel Piemonte se ne pagavano 25. Nel 1857, il debito pubblico ascendeva, nel Regno delle Due Sicilie, a 430 milioni di lire, contro 630 del Piemonte. Con l'adozione della tariffa doganale piemontese, il Sud si trovò all'improvviso privato dell'80% della sua protezione (*Ibidem*, pp. 337-338). Ancora, secondo i calcoli di Fortunato (*Ibidem*, pp. 181-188), risulta che negli anni successivi al 1900, quando già la

essere migliorato, sia perché in un primo momento il conseguimento del pareggio comportò il rinvio dell'attuazione di una politica fiscale meno gravosa per le classi povere e al tempo stesso non oppressiva per l'attività produttiva, sia perché successivamente la politica di sgravi fiscali seguita spinse di nuovo il bilancio verso il disavanzo<sup>13</sup>.

Nelle vicende della finanza pubblica italiana dal 1861 al 1914 si possono individuare tre fasi: il periodo del perseguimento del pareggio del bilancio durante il governo della Destra Storica fino al 1876; il successivo periodo fino al 1897, caratterizzato da bilanci di parte corrente, prima in disavanzo, e poi, a partire dall'esercizio finanziario 1888-89, oscillanti tra avanzi e disavanzi; il periodo dal 1897 al 1914, che vede il decollo economico del Paese, che registra un tasso di sviluppo del reddito molto elevato ed ha bilanci di parte corrente sempre in attivo fino agli esercizi finanziari 1912-13 e 1913-14. In questi esercizi si ha un'inversione di tendenza, per le spese militari straordinarie conseguenti alla guerra di Libia.

Le entrate correnti coprono solo il 57,8% delle spese correnti nel primo completo esercizio finanziario unitario (1862), e disavanzi di parte corrente consistenti (superiori ai 300 milioni di lire) si verificarono fino al 1864. Dopo un miglioramento nell'esercizio finanziario 1865, il deficit di parte corrente toccò la punta massima del primo quindicennio unitario (1861-1876) nel 1866, con l'ammontare di 543 milioni, con una copertura delle spese correnti con le entrate correnti pari ad appena il 53%. Questi furono gli anni più critici per il bilancio pubblico del nuovo Stato. Furono varati numerosi programmi di risanamento finanziario, che si dimostrarono però poco efficaci di fronte all'esigenza di finanziare spese crescenti, dovute sia agli eventi politici che alla limitata crescita economica. La crisi del 1866 culminò nella necessità di sancire la cessazione della convertibilità in oro della moneta cartacea. Per il finanziamento dei disavanzi di bilancio, vi era stato un afflusso di richiesta di anticipazioni e prestiti agli istituti di emissione, che aveva comportato l'incremento delle banconote in circolazione ed il collocamento di titoli del debito pubblico sul mercato finanziario internazionale.

A partire del 1867, cominciò un miglioramento del bilancio pubblico, per la diminuzione delle spese militari e l'incremento delle entrate. Il risanamento finanziario fu dovuto ad aumenti significativi dell'imposizione<sup>14</sup>, alienazioni

situazione era cominciata a migliorare con le rimesse degli emigrati, in Basilicata il reddito annuo pro-capite era di 75,61 lire: appena sufficiente a comprare un pezzo di pane al giorno, e lo Stato ne prelevava una fetta per spenderne circa il 10% al di fuori della Basilicata.

<sup>13</sup> Cfr. G. PARRAVICINI, *La politica fiscale e le entrate effettive del Regno d'Italia 1860-1890*, Archivio Storico dell'Unificazione Italiana, Serie II, vol. I, Ilte, Torino, 1858, p. 10.

<sup>14</sup> «L'aspirazione al raggiungimento del pareggio costrinse a rinviare sempre, oltre che un più ampio programma di spese, ogni tentativo di riforma organica del sistema tributario, facendo ripie-

patrimoniali (tra cui le misure di espropriazione e vendita dei beni degli enti ecclesiastici), ed aumento dell'indebitamento. Particolarmente aggravata fu la situazione delle classi più povere, per l'imposizione sul macinato, istituita nel 1868, e l'inasprimento delle imposte indirette. Vi furono anche provvedimenti riguardanti l'imposizione diretta. Nel 1864 fu istituita l'imposta di ricchezza mobile, che colpiva tutti i redditi, esclusi quelli di terreni e fabbricati, tassati in forma apposita. Questa imposta, però, iniziò solo nel 1869 a dare un gettito significativo, che diventò più consistente con l'elevazione dell'aliquota nel 1871.

Nel primo quindicennio unitario (1861-1876), il debito pubblico aumentò di oltre tre volte<sup>15</sup>, a causa dei deficit strutturali di bilancio, delle spese militari straordinarie per la guerra all'Austria del 1866, dei debiti dei territori annessi, del finanziamento delle opere pubbliche e delle ferrovie e del riscatto delle ferrovie Alta Italia<sup>16</sup>. Il rapporto del debito pubblico e prodotto interno lordo (Pil) passò dal 45% nel 1861 al 96% nel 1870. Nel triennio successivo questo rapporto gradualmente si contrasse al 70%, per una dinamica meno accentuata del fabbisogno finanziario ed un aumento del Pil a prezzi correnti per l'inflazione del 1872-73. Il rapporto subì, poi, una nuova crescita a partire dal 1874, e raggiunse un valore prossimo a quello del 1870 nel 1876 (95%)<sup>17</sup>. Durante il periodo di governo della Destra Storica, il debito pubblico registrò nel complesso una forte crescita, con una progressiva diversificazione delle sue fonti di finanziamento e con un progressivo ricorso al canale monetario<sup>18</sup>.

L'avvento della Sinistra al potere (1876) portò ad una espansione della spesa pubblica di parte corrente, che, controbilanciata da un aumento delle entrate, fece chiudere in attivo i bilanci di parte corrente fino all'esercizio finanziario 1887-88. L'avversa congiuntura e le spese per le campagne coloniali riportarono in deficit i bilanci degli anni immediatamente successivi, ma l'attivo di parte corrente ritornò già nell'esercizio finanziario 1892-93, e, eccettuato l'esercizio finanziario 1895-96, durò fino all'esercizio finanziario 1911-12.

È questo un periodo di crescita più lenta del debito pubblico rispetto al primo quindicennio unitario. Tra il 1876 e il 1880, il debito pubblico oscillò

gare sulle forme di entrata che colpivano i ceti meno difesi» (cfr. A. PEDONE, *Il bilancio dello Stato e lo sviluppo economico italiano*, «Rassegna Economica», anno XXXI, n. 2, marzo-aprile 1967, p. 292).

<sup>15</sup> Per un'analisi del debito pubblico e della politica fiscale nel primo quindicennio unitario, cfr. V. ZAMAGNI, *Debito pubblico e creazione del nuovo apparato fiscale nell'Italia unificata (1861-1876)*, in Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari «Luigi Einaudi» (a cura di), *Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro*, vol. II, Il Mulino, Bologna, 1992, pp. 9-93.

<sup>16</sup> La nazionalizzazione delle ferrovie, prima nel 1876 e poi nel 1905, contribuì a tenere mediamente elevato il livello del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo, in periodi in cui i disavanzi pubblici non furono particolarmente elevati (Cfr. R. ARTONI e S. BIANCINI, *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, cit., p. 301).

<sup>17</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., pp. 90-91.

<sup>18</sup> *Ibidem*, p. 21.

intorno al 90% del Pil; mentre si mantenne sempre su valori superiori al 104% nel decennio successivo, con una punta del 116% nel 1889. Sia per la crescita del fabbisogno finanziario che per la caduta del Pil si mantenne, poi, su valori sempre superiori al 109%, fino a raggiungere il 120% del Pil nel 1897<sup>19</sup>.

In questo periodo, l'operazione finanziaria più nota riguardante il debito pubblico è legata all'abolizione del corso forzoso nel 1883<sup>20</sup>. A tale scopo, nel 1881-82 fu stipulato un prestito internazionale in oro di 600 milioni di lire (per il ritiro dalla circolazione di parte dei biglietti di Stato esistenti), più altri 44 milioni per il pagamento di un mutuo in oro, concesso nel 1875 dalla Banca Nazionale allo Stato, per il riscatto delle ferrovie Alta Italia.

Dal punto di vista quantitativo, più rilevante dell'aumento del debito pubblico dovuto all'abolizione del corso forzoso fu quello causato dalle spese ferroviarie. In questo campo, l'attività della Sinistra fu maggiore di quella della Destra. Mentre nel periodo 1861-1875 fu emesso debito pubblico per costruzioni ferroviarie, per un capitale nominale di 786 milioni e per una rendita di 34 milioni; nel successivo periodo 1876-1897 questi valori furono, rispettivamente, 4.067 e 151 milioni<sup>21</sup>.

All'aumento del debito pubblico in questo periodo contribuirono anche altre cause, come le spese a favore di Roma e a sostegno delle finanze del comune di Napoli, nonché l'impossibilità, almeno fino al 1893, di monetizzare una parte del deficit, per il vincolo posto dal regime di gold standard alla crescita della circolazione<sup>22</sup>.

Come abbiamo già accennato, tra gli esercizi finanziari 1896-97 e 1911-12, il bilancio dello Stato di parte corrente registrò continui saldi attivi, che raggiunsero la punta massima di 232 milioni nell'esercizio finanziario 1905-06. È questo un periodo di crescita delle attività economiche e di riforme sociali, con conseguente miglioramento delle condizioni generali di vita. Le spese dello Stato restarono invariate in termini reali tra il 1898 e il 1907, mentre le entrate, per la crescita del reddito, aumentarono dell'8%<sup>23</sup>.

Dal lato della gestione del debito pubblico, un segno della prosperità del periodo è dato dall'importanza assunta, per la Cassa Depositi e Prestiti, dal forte incremento della raccolta del risparmio postale, che, tra la fine degli anni

<sup>19</sup> *Ibidem*, pp. 90-91.

<sup>20</sup> Sui rapporti finanziari internazionali stabiliti per la stipulata di questo prestito, cfr. M. DE CECCO, *Introduzione*, in M. DE CECCO (a cura di), *L'Italia nel sistema finanziario internazionale*, Collana Storica della Banca d'Italia - Documenti, Editori Laterza, Roma-Bari, 1990, pp. 32-39.

<sup>21</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., pp. 25-27.

<sup>22</sup> Cfr. G. TONIOLO e P. GANUGI, *Il debito pubblico italiano in prospettiva secolare (1876-1947)*, in Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari «Luigi Einaudi» (a cura di), *Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro*, vol. II, cit., p. 109.

<sup>23</sup> *Ibidem*, p. 113.



1890 e l'inizio della prima guerra mondiale, risultava al primo posto in ordine di importanza per quanto riguarda il debito non in titoli a lungo termine<sup>24</sup>.

Con l'inizio della serie di avanzi di bilancio di parte corrente, lo stock di debito pubblico rimase sostanzialmente stabile fino al 1906, per poi aumentare di lieve entità fino al 1913. Ma il debito pubblico, che nel 1897 aveva raggiunto il 120% del Pil, nel 1913, per effetto di una forte crescita del reddito, si era ridotto all'80% del Pil<sup>25</sup>.

Il miglioramento del bilancio dello Stato, oltre a suggerire idee di sgravi finanziari attraverso una riforma del sistema tributario, portò l'attenzione anche sull'alleggerimento del debito pubblico. Già nel 1894-95 fu effettuato un tentativo di riordino del debito pubblico, che non ebbe successo per due ragioni: le persistenti difficoltà del bilancio, che fecero diminuire il corso del consolidato, aumentando l'interesse effettivo; la mancanza di incentivi per i possessori di titoli pubblici di cui si voleva effettuare la conversione<sup>26</sup>. Nell'esercizio finanziario 1896-97 il ministro del Tesoro, Luzzatti, effettuò operazioni di conversione di titoli redimibili in consolidato e di un tipo di consolidato in un altro consolidato, per un importo nominale di 229 milioni. Altri interventi dello stesso tipo furono effettuati nell'anno successivo, con l'intento non tanto di guadagnare in conto interesse o in conto capitale, quanto piuttosto di snellire le procedure amministrative<sup>27</sup>.

È solo nei primi anni del '900 che gli avanzi di bilancio non solo eliminarono la necessità di fare ricorso a nuove emissioni di debito pubblico, ma fecero aumentare al di sopra della pari le quotazioni del consolidato, rendendone così possibile la conversione, per la diminuzione degli interessi. Si decise di procedere per gradi. Nel 1902 fu emesso un nuovo consolidato 3,50% netto, per la conversione di obbligazioni ferroviarie redimibili e buoni del Tesoro a lunga scadenza<sup>28</sup>. Il successo dell'operazione spinse l'anno successivo ad effettuare la conversione al 3,50% netto della rendita 4,50% emessa nel 1894-95. Si trattò di operazioni di dimensione modesta rispetto allo stock di debito pubbli-

<sup>24</sup> V. ZAMAGNI, *Il debito italiano 1861-1946: ricostruzione della serie storica*, cit., p. 211.

<sup>25</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 90.

<sup>26</sup> *Ibidem*, p. 29.

<sup>27</sup> P. PECORARI, *La politica finanziaria di Luigi Luzzatti, ministro del Tesoro nei Governi Rudini (1896-98)*, in P. PECORARI (a cura di), *Finanza e debito pubblico in Italia tra '800 e '900*, Istituto Veneto di Scienze Lettere ed Arti, Venezia, 1995, pp. 48-50.

<sup>28</sup> I buoni del Tesoro a lunga scadenza – emessi per la prima volta con la legge 7 luglio 1901, n. 323, ammortizzabili in 25 anni – sono all'origine dei buoni poliennali del Tesoro. Amministrati in un primo momento dalla Direzione Generale del Tesoro, col r.d. 6 marzo 1924, n. 229, – riconosciuto che essi avevano natura e funzioni diverse dai buoni ordinari, che erano emessi per sopperire a veri e propri disavanzi di bilancio e rappresentavano non già un mezzo di tesoreria, ma un debito patrimoniale, rimborsabile a scadenza fissa – ne venne trasferita la gestione alla Direzione Generale del Debito Pubblico.

co esistente, e che, pertanto, furono poco più che anticipazioni della grande e reale conversione del 1906, anche perché più dei quattro quinti dei titoli coinvolti erano posseduti da istituzioni intergovernative, che erano di fatto costrette a convertirli<sup>29</sup>.

La conversione del 1906 – posta allo studio fin dal 1899, ma per molteplici vicende protrattasi per circa un settennio – fu disciplinata dalla l. e dal r.d. 29 giugno 1906, n. 262 e n. 263, che autorizzarono l'estinzione dei titoli delle rendite consolidate 5% lordo e 4% netto iscritte nel Gran Libro del debito pubblico, offrendo ai portatori il rimborso o il cambio con titoli di nuova creazione, portanti l'interesse del 3,75% fino al dicembre 1911, e del 3,50% dal 1 gennaio 1912 in poi. La conversione, distinta in due tempi, ebbe completo successo. Furono convertite rendite per un capitale nominale di 8.096 milioni, su un ammontare di rendite convertibili di 8.101 milioni, pari a circa il 60% di tutto il debito patrimoniale italiano<sup>30</sup>. Il costo dell'operazione fu contenuto in circa 9,5 milioni, con un risparmio annuo sul capitolo degli interessi di circa 20,2 milioni fino al 1911, e di circa 40 milioni annui dopo tale data<sup>31</sup>. Si trattò di un risparmio per il Tesoro, non rilevante in termini quantitativi, ma che evidenziò il successo della politica economica posta in atto.

Il processo di alleggerimento del debito pubblico, che si verificò nel decennio tra la fine dell'800 e la conversione del 1906, è stato visto come un'interazione virtuosa tra politica monetaria, politica fiscale e politica del cambio<sup>32</sup>. Ancora più rilevante è forse la considerazione che la conversione del 1906 fu intesa anche come una celebrazione del fatto che meno del 10% del debito pubblico italiano era in mani estere, dopo una decade di continui riacquisti<sup>33</sup>.

<sup>29</sup> M. DE CECCO, *The Italian National Debt Conversion of 1906*, in R. DORNBUSCH and M. DRAGHI (eds.), *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge University Press, 1990, p. 275.

<sup>30</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 29.

<sup>31</sup> Per una descrizione dell'operazione, cfr. L. LUZZATTI, *La conversione della rendita*, «Nuova Antologia», fasc. 834, 16 settembre 1906, p. I-VIII; E. CORBINO, *Annali dell'economia italiana*, vol. V (1901-1914), Società Anonima Tipografica «Leonardo da Vinci», Città di Castello, 1938, pp. 341-348; L. EINAUDI, *Dopo dodici anni*, in *Cronache economiche e politiche di un trentennio (1893-1925)*, vol. II (1903-1909), Einaudi, Torino, 1959, pp. 382-405; M. DE CECCO, *The National Debt Conversion of 1906*, cit., pp. 263-284.

<sup>32</sup> Cfr. R.G. AVESANI e F. SPINELLI, *Cambio e politica monetaria e fiscale tra '800 e '900: un caso di interazione virtuosa*, in P. PECORARI (a cura di), *Finanza e debito pubblico in Italia tra '800 e '900*, cit., pp. 116-133; P. PANTEGHINI e F. SPINELLI, *Un «buon» rientro del debito pubblico: l'Italia tra '800 e '900*, in M. BAGELLA e L. PAGANETTO (a cura di), *Politiche macroeconomiche, gestione del debito pubblico e mercato finanziario*, Il Mulino, Bologna, 2002, pp. 145-183.

<sup>33</sup> M. DE CECCO, *The Italian National Debt Conversion of 1906*, cit., p. 268. La quantità di rendita italiana detenuta all'estero aveva oscillato tra 1/4 e 1/3 del totale fino alla fine del secolo XIX (Cfr. V. ZAMAGNI, *Il debito pubblico italiano 1861-1946: ricostruzione della serie storica*, cit., p. 214).

In sintesi, come risulta dalla Tabella 1, dal 1861 al 1900 la consistenza del debito pubblico aumentò di 10.493 milioni, mentre i disavanzi complessivi di bilancio ammontarono a 4.390 milioni<sup>34</sup>. Tra il 1900 e il 1914, il bilancio fu quasi sempre in avanzo ed il debito pubblico aumentò di 2.160 milioni, in gran parte dovuti all'emissione di buoni poliennali del Tesoro per il finanziamento della guerra di Libia. Complessivamente, il forte aumento del debito pubblico tra il 1861 e il 1914 si verificò nonostante il rilevante aumento dell'imposizione<sup>35</sup> e l'alienazione di un rilevante patrimonio di beni patrimoniali e di beni ecclesiastici<sup>36</sup>. La differenza tra aumento del debito pubblico e disavanzo trova spiegazione nell'assunzione da parte del nuovo Stato italiano dei debiti dei vecchi Stati e nella differenza tra prezzo di emissione e ricavo dei prestiti<sup>37</sup>.

### 3. Gli anni della prima guerra mondiale e la crisi del dopoguerra

Con lo scoppio della prima guerra mondiale, le spese dello Stato aumentarono rapidamente, e le entrate, pur crescendo, non riuscirono a farvi fronte. I disavanzi continuarono a verificarsi fino all'esercizio 1923-24. Terminata la guerra, contribuirono al persistere dei disavanzi una diminuzione delle spese inferiore alle aspettative, la sistemazione di molte gestioni fuori bilancio e la regolazione dei residui<sup>38</sup>.

<sup>34</sup> F.A. REPACI, *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, cit., p. 15.

<sup>35</sup> È stato stimato che lo sforzo fiscale – considerato come elasticità del prelievo tributario complessivo rispetto al prodotto – fu più elevato nel periodo 1866-1914 rispetto ai due successivi periodi 1923-1938 e 1948-1980 (cfr. G. BROSIÒ e C. MARCHESE, *Il potere di spendere: economia e storia della spesa pubblica dall'Unificazione ad oggi*, Il Mulino, Bologna, 1986, p. 85).

<sup>36</sup> Con la vendita dei beni dell'asse ecclesiastico, «dall'unità alla fine del secolo fu realizzato un vasto drenaggio di risorse provenienti, per circa la metà dalle regioni meridionali e dalle Isole alle quali non fece riscontro un adeguato corrispettivo di pubblica spesa; erano risorse che da una parte dell'Italia si trasferivano ad un'altra parte» (S. VIOLANTE, *Fiscalità e finanza pubblica in Italia (1861-1913)*, cit., pp. 66-67).

<sup>37</sup> Il problema della differenza tra prezzo di emissione e ricavo dei prestiti fu particolarmente grave nei primi anni postunitari. Il primo prestito italiano fu emesso, nel 1861, a 70,50 lire per ogni 100 di capitale nominale; il secondo, nel 1863, a 71 lire; il terzo, nel 1866, a 66 lire (cfr. F. COPPOLA D'ANNA, *Popolazione, reddito e finanze pubbliche dell'Italia dal 1860 ad oggi*, Partenia, Roma, 1946, p. 116). Dall'esposizione finanziaria del ministro Sella del 12 marzo 1871, risulta che, nei primi dieci anni di unità nazionale, si emisero prestiti per un ammontare netto di 2.691 milioni, con un impegno di debito nominale da parte dello Stato di 3.892 milioni, cioè con una differenza in più di 1.201 milioni (Cfr. F.A. REPACI, *La finanza pubblica nel secolo 1861-1960*, cit., p. 115).

<sup>38</sup> L'esposizione contenuta in questo paragrafo è basata sulla trattazione, sui dati e sulle fonti che figurano in D. FAUSTO, *La politica fiscale dalla prima guerra mondiale al regime fascista*, in F. COTULA (a cura di), *Problemi di finanza pubblica tra le due guerre. 1919-1939*, cit., pp. 3-138, spec. pp. 17-24.

La guerra comportò un enorme sforzo finanziario, alla cui copertura si provvide facendo ricorso alle imposte<sup>39</sup>, al debito pubblico e alla emissione di carta moneta<sup>40</sup>.

Durante la guerra e nell'immediato dopoguerra, le difficoltà della finanza pubblica furono accresciute dalle insufficienze del sistema tributario, rimasto, in larga misura, quello creato dalle prime leggi finanziarie dopo l'unificazione del Paese. La politica tributaria si ispirò principalmente al criterio dell'immediato rendimento fiscale mediante un disordinato inasprimento delle aliquote delle imposte esistenti. Furono anche creati nuovi tributi, che, in teoria, avrebbero dovuto colpire nuove fonti di reddito, ma, in realtà, riguardavano spesso la stessa materia imponibile. Nel periodo bellico, le entrate tributarie aumentarono in misura inferiore ai bisogni dello Stato, anche perché la politica seguita per far fronte alle spese di guerra fu di coprire con l'imposizione gli interessi dell'indebitamento. Solo nel dopoguerra il ricorso alle imposte ebbe lo scopo (raggiunto solo in parte) di liquidare finanziariamente la guerra. La relativa rigidità dei tributi fu anche dovuta ad altre cause: la svalutazione della moneta (che, specie per le imposte dirette, nell'intervallo tra accertamento e pagamento, comportava un deprezzamento delle somme accertate), il ridotto aumento del reddito, la diminuzione degli scambi interni e internazionali e il diminuito consumo dei beni.

La quota della copertura delle spese correnti mediante tributi diminuì fortemente durante la guerra, e raggiunse il minimo, sia in termini di competenza che di cassa, nell'esercizio 1917-18 (rispettivamente, il 17,5% e il 19%). Ma, poi, di anno in anno, le entrate tributarie aumentarono, prima in modo più accentuato, e poi in modo graduale; e la quota di copertura delle spese attraverso l'indebitamento diminuì, dopo aver toccato la punta massima in corrispondenza dell'emissione del sesto prestito nazionale nell'esercizio 1919-20.

Per provvedere alle esigenze della guerra fu comunque necessario ricorrere all'indebitamento in misura rilevante. Fu utilizzata l'intera gamma delle possibilità offerte dal debito pubblico. Oltre ai buoni ordinari del Tesoro (emessi con continuità), tra il dicembre 1914 e il dicembre 1917 furono emessi cinque prestiti nazionali: i primi tre riguardarono titoli di debito redimibile e gli altri due titoli di debito consolidato<sup>41</sup>. Con i cinque prestiti nazionali furono raccol-

<sup>39</sup> Per un esame approfondito dell'evoluzione del sistema tributario, cfr. L. EINAUDI, *La guerra e il sistema tributario italiano*, Laterza, Bari, 1927, pp. 39-295.

<sup>40</sup> Al 30 giugno 1918, su 7.848 milioni di circolazione fiduciaria complessiva, 4.730 milioni, cioè il 60,2%, erano per conto dello Stato (cfr. BANCA D'ITALIA, *Su le condizioni della circolazione e del mercato monetario durante e dopo la guerra*, Casa Editrice Italiana, Roma, 1920, p. 15).

<sup>41</sup> Sulle condizioni di emissione di questi prestiti, cfr. G. FELICETTI, *Le emissioni di titoli pubblici nel periodo 1919-39*, in F. COTULA (a cura di), *Problemi di finanza pubblica tra le due guerre. 1919-1939*, cit., pp. 336-343.

ti circa 20 miliardi, di cui solo 12,4 pagati in contanti, il restante essendo stato versato in buoni ordinari del Tesoro o in altri titoli<sup>42</sup>.

Nell'immediato dopoguerra fu emesso il sesto prestito nazionale, specie allo scopo di ridurre la circolazione monetaria e procedere al consolidamento di una parte del debito fluttuante. Dei 21 miliardi circa raccolti, solo 7 furono versati in contanti. Il titolo fu sostenuto fin dall'origine a spese della circolazione, agevolando le anticipazioni su di esso da parte degli istituti di emissione<sup>43</sup>.

Il debito fluttuante aumentò di nuovo tra il 1920 e il 1922. Il processo inflazionistico innescato durante la guerra ed esploso poi nell'immediato dopoguerra determinava un persistente cattivo andamento dei corsi del consolidato 5%, ed escludeva, pertanto, la possibilità di emettere un altro prestito a lunga scadenza.

Complessivamente, nel periodo tra gli esercizi finanziari 1914-15 e 1921-22, i rilevanti disavanzi di bilancio provocarono un aumento del debito pubblico da 15.766 a 92.857 milioni, cioè del 429%. Anche la struttura dell'indebitamento subì una profonda trasformazione: i debiti a medio e lungo termine (consolidati e redimibili) passarono dal 94,1% al 60,9% del totale, mentre la percentuale del debito fluttuante aumentò dal 5,9% al 39,1%. Il debito fluttuante, pertanto, perse la sua funzione di strumento per far fronte a temporanee esigenze di cassa, in particolare a causa dei buoni ordinari del Tesoro. Data la richiesta da parte dei sottoscrittori di titoli pubblici di strumenti finanziari con elevato grado di liquidità, i buoni ordinari del Tesoro in circolazione aumentarono da 401 milioni nel 1914 a 4,1 miliardi nel 1917, a 14,5 miliardi nel 1919, e raggiunsero la punta di 24,1 miliardi nel 1922<sup>44</sup>.

Lo sforzo del mercato finanziario italiano non fu, tuttavia, sufficiente, e si rese necessario il collocamento di prestiti all'estero (specie in Gran Bretagna e negli Stati Uniti), mediante l'emissione di speciali buoni del Tesoro (autorizzati con D.lgt. 13 giugno 1915, n. 865)<sup>45</sup>. Nel 1919, ai tassi medi di cambio del maggio, l'indebitamento estero era pari a cinque volte il valore delle esportazioni di quell'intero anno<sup>46</sup>. Alla fine del 1922, i debiti esteri ascendevano a 22 miliardi di lire oro, cioè 88 milioni di lire carta<sup>47</sup>, ed eguagliavano quasi il debito pub-

<sup>42</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 31.

<sup>43</sup> Cfr. A. CONFALONIERI e E. GATTI, *La politica del debito pubblico in Italia 1919-1943*, vol. I, Cariplo-Laterza, Roma-Bari, 1986, p. 133.

<sup>44</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 33.

<sup>45</sup> Sui rapporti finanziari e commerciali con gli Alleati, cfr. G. FALCO, *L'Italia e la politica finanziaria degli Alleati*, ETS, Pisa, 1983.

<sup>46</sup> G. TONIOLO, *Introduzione*, in G. TONIOLO (a cura di), *La Banca d'Italia e l'economia di guerra*, Collana Storica della Banca d'Italia - Documenti, Editori Laterza, Roma-Bari, 1989, p. 14.

<sup>47</sup> G. MORTARA, *Prospettive economiche 1923*, Società Tipografica Leonardo da Vinci, Città di Castello, 1923, p. 379.

blico interno, che era di circa 93 miliardi. Il debito estero, espresso come era in valuta estera, subì una forte crescita dopo la fine della guerra, per il rapido deprezzamento della lira.

La percentuale con cui i prestiti esteri concorsero al finanziamento delle spese di guerra fu crescente. Nel periodo dal 1915-16 al 1918-19, l'ammontare dei prestiti esteri iscritti in bilancio fu, rispettivamente, di 2.672, 4.096, 7.140 e 8.439 milioni<sup>48</sup>. Questi valori rappresentavano il 48,5%, il 51,7%, il 60,8% e il 70,7% dell'indebitamento netto di competenza dei rispettivi esercizi finanziari<sup>49</sup>.

I prestiti esteri – che pesarono solo in minima parte sull'economia del Paese, perché fu stabilito che le annualità dovute per il loro saldo dovessero essere compensate dalle riparazioni tedesche –, insieme con i prestiti interni, nel quinquennio dal 1914-15 al 1918-19, fornirono circa i due terzi delle nuove risorse finanziarie necessarie allo Stato. I tributi e le emissioni di carta moneta contribuirono in parti quasi eguali a coprire il resto<sup>50</sup>.

Durante la guerra e nell'immediato dopoguerra, l'incidenza del debito pubblico interno rispetto al Pil si mantenne su livelli non molto più elevati rispetto a quelli prebellici; ma, se si considera anche il debito estero, nel 1920 fu raggiunto con il 125% il massimo del rapporto del debito pubblico rispetto al Pil dell'intero periodo considerato<sup>51</sup>.

#### 4. Il periodo fascista e gli anni della seconda guerra mondiale

Poco dopo l'avvento del primo Governo a direzione fascista, unificato, nel dicembre 1922, il Ministero del Tesoro a quello delle Finanze, la guida della politica finanziaria fu assunta da Alberto De' Stefani, che la mantenne fino al luglio 1925, cioè fino al momento successivo al gennaio 1925, quando il Governo Mussolini perse qualsiasi parvenza di legittimità parlamentare.

De' Stefani, con un bilancio ancora in deficit, e con una situazione del

<sup>48</sup> F.A. REPACI, *La finanza pubblica nel secolo 1861-1960*, cit., p. 254.

<sup>49</sup> Queste stime contrastano con le dichiarazioni fatte alla Camera dei Deputati dal ministro delle Finanze, Volpi, nella seduta del 17 dicembre 1925, secondo cui l'Italia «da sola, senza bisogno di aiuti esterni, aveva fatto fronte a quattro quinti dell'enorme onere della guerra» (cfr. G. VOLPI, *Finanza fascista*, Libreria del Littorio, Roma, 1929, p. 43).

<sup>50</sup> G. TONIOLO, *Introduzione*, in G. TONIOLO (a cura di), *La Banca d'Italia e l'economia di guerra*, cit., p. 12.

<sup>51</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 90. Sempre nell'anno 1920, il rapporto debito pubblico rispetto al Pil sarebbe risultato pari al 160,5%, ove il debito pubblico fosse stato calcolato «a prezzi di rimborso», poiché i prestiti esteri, contratti in lire-oro erano aumentati fortemente a causa della svalutazione della lira (Cfr. V. ZAMAGNI, *Il debito pubblico italiano 1861-1946: ricostruzione della serie storica*, cit., pp. 214 e 233).

Tesoro appesantita da rilevanti debiti a breve scadenza, cominciò a ridurre le aliquote di molte imposte e a sopprimere molte fonti di entrata<sup>52</sup>.

I provvedimenti fiscali che suscitavano maggiori discussioni furono l'abolizione della nominatività dei titoli, l'abolizione dell'imposta di successione all'interno del nucleo familiare e l'istituzione dell'imposta complementare personale progressiva.

Nel portare avanti il suo disegno di politica finanziaria, De' Stefani fu facilitato dal fatto che, poco dopo la sua nomina, il Parlamento approvò, a larga maggioranza, la l. 3 dicembre 1922, n. 1.601, già da tempo allo studio, che concedeva al Governo pieni poteri sino al 31 dicembre 1923 per il riordinamento delle funzioni dello Stato in materia tributaria e amministrativa<sup>53</sup>.

Nell'illustrazione dell'opera finanziaria del Governo fascista, fatta al teatro della Scala di Milano il 13 maggio 1923, De' Stefani dichiarò di «prevedere per l'esercizio 1923-24 un disavanzo di 1.187 milioni, con un miglioramento reale di 2.813 milioni in confronto al disavanzo già calcolato nel novembre scorso»<sup>54</sup>. In seguito, all'atto di lasciare l'ufficio di ministro delle Finanze, annunciò l'avvenuto pareggio<sup>55</sup>.

Negli anni tra il 1922 e il 1925, la diminuzione delle spese per consumi pubblici<sup>56</sup>, dovuta alla politica di ridimensionamento dell'intervento dello Stato nell'economia, accoppiata dapprima alla sostanziale stabilità delle entrate, e poi alla loro lieve crescita, finirono per portare a un avanzo di bilancio nell'esercizio 1924-25.

I fascisti – e De' Stefani in particolare – vantavano a lungo l'antitesi tra i loro bilanci ed i passati bilanci. In realtà, la pretesa di aver risanato la finanza pubblica – definita da Matteotti «una favola per ignoranti»<sup>57</sup> – non aveva ragion d'essere. Il risanamento era la conseguenza dell'esaurirsi delle spese di guerra, nonché della politica finanziaria dei Governi precedenti<sup>58</sup>, nonché frutto di

<sup>52</sup> L'esposizione riproduce alcuni contenuti di un mio precedente lavoro, *La politica finanziaria del fascismo*, «Ricerche Economiche», anno XXIX, n. 2, 1975, pp. 164-191.

<sup>53</sup> Per un'ampia documentazione sulla politica finanziaria di De' Stefani in questo periodo, cfr. L. GANGEMI, *La politica economica e finanziaria del Governo fascista nel periodo dei pieni poteri*, Zanichelli, Bologna, 1924.

<sup>54</sup> A. DE' STEFANI, *La restaurazione finanziaria (1922-1925)*, Zanichelli, Bologna, 1926, p. 39.

<sup>55</sup> *Ibidem*, p. 245.

<sup>56</sup> P. FRASCANI, *Restaurazione finanziaria e politica monetaria e creditizia in Italia nella prima metà degli anni '20*, in P. FRASCANI, *Finanza, economia ed intervento pubblico dall'Unificazione agli anni Trenta*, Istituto Italiano per gli Studi Filosofici, Napoli, 1988, pp. 144-145 e 158.

<sup>57</sup> G. MATTEOTTI, *Reliquie*, Corbaccio, Milano, 1924, p. 142.

<sup>58</sup> Mortara scrisse, nel 1922, che nel 1924 il deficit sarebbe sparito (cfr. G. MORTARA, *Prospettive economiche 1922*, Società Tipografica Leonardo da Vinci, Città di Castello, 1922, p. xx). In una lettera di Luigi Einaudi a Pasquale D'Aroma del 23 dicembre 1923, si legge che il bilancio era in pareggio «dal 1922-23 sebbene quelle bestie sterline di Facta e C. non se ne fossero

espedienti di bilancio, con storni di spese dal presente al passato o dal presente all'avvenire. Rappresentarono storni di spese dal presente all'avvenire, la sostituzione con titoli del debito pubblico ammortizzabili in 25 anni dei pagamenti in contanti per il risarcimento dei danni di guerra. Mentre nell'esercizio 1922-23 erano stati stanziati in bilancio, a questo scopo, 1.100 milioni (e 750 milioni erano stati stanziati in un primo momento nelle previsioni per il 1923-24), nel bilancio rivisto da De' Stefani la cifra fu contenuta in 76 milioni. Ma con simili espedienti, che migliorano il bilancio aggravando il patrimonio, non è difficile il miglioramento di qualsiasi bilancio<sup>59</sup>.

La politica del debito pubblico di De' Stefani andò incontro a qualche insuccesso. Come abbiamo visto, negli anni dell'immediato dopoguerra, il debito pubblico aumentò a tassi elevati, e, tra il 1919 ed il 1922, i buoni ordinari del Tesoro fortemente contribuirono all'aumento, tanto che, a metà del 1922, questi titoli rappresentavano circa il 27% del debito pubblico interno<sup>60</sup>. Negli anni successivi, pertanto, fu perseguita una politica volta al consolidamento del debito fluttuante, e, a tal fine, nel febbraio 1924, fu emesso un prestito redimibile 4, 75%, ammortizzabile in 25 anni. La prima emissione fu stabilita in 5 miliardi di lire, ma si riuscì a raccogliere solo un miliardo e mezzo di capitale nominale. I soli buoni del Tesoro convertiti furono quelli in possesso della Cassa Depositi e Prestiti e degli Istituti di emissione. L'insuccesso dell'operazione ebbe ripercussioni sulla situazione della Tesoreria, perché, nonostante un aumento dei tassi sui buoni ordinari del Tesoro, prima al 5% e poi al 6%, ci fu una forte spinta a chiederne il rimborso<sup>61</sup>.

De' Stefani, per porre riparo all'insuccesso, con r.d.l. 26 dicembre 1924, n. 2.106 (convertito nella legge 21 marzo 1926, n. 597) istituì i buoni postali frut-

accorti e non abbiano neppure ora barlume dell'arma morale enorme che tal fatto dava loro in mano [...]. Insomma, io dico che il bilancio, come fu ereditato dalla guerra e post guerra è in pareggio da due esercizi (il passato e il corrente); e che lo spareggio, se ci sarà, è un fatto nuovo, dovuto a cause nuove dei precedenti e degli attuali governanti (cfr. A. D'AROMA e S. MARTINOTTI DORIGO (a cura di), *Lettere di Luigi Einaudi a Pasquale D'Arroma (1914-1927)*, «Annali della Fondazione Luigi Einaudi - Torino», vol. IX, 1975, pp. 401-402). «È da notare - hanno scritto Salvemini e Zamagni - che nel 1922, e quindi già prima dell'avvento del fascismo, il fabbisogno è sceso a un valore pari all'8 per cento del RNL e trova copertura quasi completamente sul mercato, per oltre la metà con titoli a medio e lungo termine» (cfr. G. SALVEMINI e V. ZAMAGNI, *Finanza pubblica e indebitamento tra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale*, cit., pp. 145-146).

<sup>59</sup> G. MATTEOTTI, *Reliquie*, cit., p. 172. Critica De' Stefani, per il ricorso a tali espedienti, anche F. FLORA, *La politica economica e finanziaria del fascismo (ottobre 1922-giugno 1923)*, Imperia - Casa Editrice del Partito Nazionale Fascista, Milano, 1923, pp. 150-155.

<sup>60</sup> A. CONFALONIERI e E. GATTI, *La politica del debito pubblico in Italia 1919-1943*, vol. I, cit., p. 31.

<sup>61</sup> *Ibidem*, p. 31.



tiferi, «una misura che darà risultati, però, soltanto in seguito»<sup>62</sup>, ed a prezzo di un interesse molto elevato (il 6% per quasi tutta la durata trentennale del titolo, dopo un breve periodo iniziale a tasso ridotto)<sup>63</sup>.

Nel luglio 1925 divenne ministro delle Finanze Volpi, che proseguì, per alcuni versi, la politica di sgravi tributari già iniziata da De' Stefani, e indirizzò la politica del Tesoro verso il consolidamento del debito fluttuante e la sistemazione dei prestiti esteri di guerra, come premessa per la ripresa degli investimenti stranieri in Italia<sup>64</sup>. Sotto la gestione di Volpi si procedette anche alla rivalutazione della lira, dopo aver concentrato nel maggio del 1926 il diritto di emissione nelle mani della Banca d'Italia<sup>65</sup>.

Nel corso del 1926 l'economia italiana si trovò in difficoltà, specie a causa delle importazioni di materie prime, di grano e di combustibili, che la continua svalutazione della moneta rendeva sempre più onerose. Col discorso di Pesaro del 18 agosto 1926 Mussolini annunciò l'intenzione del Governo di difendere il valore della moneta. Già in precedenza erano stati annunciati provvedimenti per ridurre le importazioni, e, in particolare, per sviluppare la produzione interna di grano.

La politica di deflazione e rivalutazione della lira, proseguita nel corso del 1927, fu particolarmente dura per le classi meno abbienti, grazie anche alla promulgazione, il 21 aprile 1927, della Carta del Lavoro, che stabiliva in modo rigido ed organico la subordinazione del lavoro al capitale. I salari e gli stipendi furono ridotti dal 10% al 20%, in una situazione che privava i lavoratori del diritto di sciopero e di rappresentanti sindacali autentici, e con prezzi al minu-

<sup>62</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 36.

<sup>63</sup> A. CONFALONIERI e E. GATTI, *La politica del debito pubblico in Italia 1919-1943*, vol. I, cit., p. 38.

<sup>64</sup> La regolazione del debito con gli Stati Uniti avvenne con l'accordo concluso a Washington il 14 novembre 1925. L'accordo si concluse con l'emissione, attraverso la Banca Morgan, di un prestito di 100 milioni di dollari, con un tasso nominale del 7% ed effettivo del 7,48%. Con l'accordo di Londra del 27 gennaio 1926 venne regolato anche il debito con il Regno Unito. La questione dei debiti esteri finì per risolversi in una partita di giro: l'Italia rinunziò, di fatto, alle riparazioni tedesche in favore dei creditori di guerra. Sul problema della regolazione dei debiti esteri, cfr. E. FOSSATI, *Le conseguenze finanziarie della guerra. Il problema della riparazione dei debiti alleati*, Cedam, Padova, 1931, pp. 287-332; G. VOLPI, *Finanza fascista*, cit., pp. 31-51 e 151-165; P.F. ASSO, *L'Italia e i prestiti internazionali, 1919-1931. L'azione della Banca d'Italia fra la battaglia della lira e la politica di potenza*, in AA.VV., *Finanza internazionale, vincolo esterno e cambi, 1919-1939*, Collana Storica della Banca d'Italia - Contributi, Ricerche per la Storia della Banca d'Italia, vol. III, Editori Laterza, Roma-Bari, 1993, pp. 205-256.

<sup>65</sup> Per un esame della politica monetaria, tra gli anni dopo la fine della prima guerra mondiale ed il 1935, cfr. F. COTULA e L. SPAVENTA, *Introduzione*, in F. COTULA e L. SPAVENTA (a cura di), *La politica monetaria tra le due guerre 1919-1935*, Collana Storica della Banca d'Italia - Documenti, Editori Laterza, Roma-Bari, 1993, pp. 3-247.

to che si mantenevano abbastanza stabili. Questa tendenza continuò anche negli anni seguenti, specie nel periodo dal 1927 al 1932<sup>66</sup>.

Con d. l. del 21 dicembre 1927, grazie anche alla collaborazione del mondo finanziario internazionale, fu dichiarata la cessazione del corso forzoso della lira, che divenne convertibile al cambio di 19 lire per un dollaro e di 92,46 lire per una sterlina<sup>67</sup>.

Con la rivalutazione iniziò un periodo in cui l'industria fu spinta a sottoporsi ad un processo di razionalizzazione, per diminuire i costi di produzione. La concentrazione fu favorita anche attraverso misure di natura fiscale. Gli atti di fusione delle società commerciali furono sottoposti ad imposta fissa.

Nel periodo della gestione Volpi, solo l'esercizio finanziario 1925-26 fece registrare un avanzo effettivo. E questo avanzo, insieme a quello del precedente esercizio 1924-25, risulta essere il solo avanzo di bilancio del periodo fascista. C'è da aggiungere che – come riconobbe lo stesso Volpi – «sui risultati dell'esercizio 1925-26 influiscono notevolmente la regolazione dei debiti esteri e le operazioni con la medesima connesse; ciò che ha valso ad alleggerire il bilancio di 542 milioni»<sup>68</sup>.

Il processo di rivalutazione monetaria ebbe profondi effetti sulla composizione del debito pubblico. Sul finire del 1926 la circolazione dei buoni ordinari del Tesoro aveva assunto caratteri di pericolosa pressione sulla cassa. Questa situazione di squilibrio recava anche pregiudizio al processo di rivalutazione monetaria. Fu deciso, pertanto, con r.d.l. 6 novembre 1926, n. 1.831, il consolidamento del debito a breve termine attraverso l'emissione di un prestito nazionale consolidato 5%, denominato «Prestito Littorio». Questo prestito fu creato mediante la conversione obbligatoria a cui furono assoggettati i buoni ordinari del Tesoro<sup>69</sup>, quinquennali e settennali, con scadenza a partire dall'11 novembre 1926; nonché i buoni di precedenti scadenze che a quella data non erano stati ancora presentati per l'incasso.

Sul consolidamento forzoso dei debiti a breve termine – che fu una necessità inderogabile ai fini della politica di deflazione – esistono opinioni contrastanti. Secondo alcuni, è dubbio che abbia ingenerato sfiducia nei titoli di Stato per molti anni, perché l'operazione, oltre a contribuire al successo della politica di stabilizzazione della lira, comportò perdite solo per coloro che si disfece-

<sup>66</sup> Cfr. S. LA FRANCESCA, *La politica economica del fascismo*, Laterza, Bari, 1973, p. 47.

<sup>67</sup> Cfr. J.S. COHEN, *La rivalutazione della lira del 1927: uno studio sulla politica economica fascista*, in G. TONIOLO (a cura di), *Lo sviluppo economico italiano 1861-1940*, Laterza, Bari, 1973, pp. 327-350; P. BAFFI, *Nuovi studi sulla moneta*, Giuffrè, Milano, 1973, pp. 104-115.

<sup>68</sup> G. VOLPI, *Finanza fascista*, cit., p. 226.

<sup>69</sup> A seguito della loro conversione in titoli del prestito del «Littorio», l'emissione di buoni ordinari del Tesoro fu sospesa, per poi essere ripresa dal 1° luglio 1935.

ro dei titoli nei mesi immediatamente successivi al consolidamento<sup>70</sup>. Secondo qualche altra opinione, «il consolidamento ripristinò il pieno controllo monetario e recise il legame tra rifinanziamento del debito, creazione monetaria, fughe di capitali e aspettative di svalutazione»<sup>71</sup>. In effetti, il consolidamento, perlomeno nel breve periodo, comportò un pregiudizio non piccolo alla fiducia dei risparmiatori che si tendeva a restaurare. I danni maggiori li subirono coloro che furono costretti a vendere i titoli, dato che il loro prezzo scese subito, e di molto, al di sotto del prezzo di emissione<sup>72</sup>.

È stato incisivamente osservato che il prestito del «Littorio», emesso da Volpi, e la conversione precedente del 1924, dovuta a De' Stefani, si risolsero in una confisca. Emessi in tempi di alti tassi di interesse, provocarono una radicale depressione dei prezzi dei titoli, poiché i loro proprietari, che erano in larga misura imprenditori che avevano sottoscritto i titoli a breve termine come mezzo temporaneo di impiego di liquidità, dovettero vendere i titoli consolidati che erano stati costretti ad acquisire, per riguadagnare la liquidità necessaria in tempi di restrizione creditizia. Lo Stato soffrì una tal perdita di credibilità da non potere emettere buoni ordinari del Tesoro per circa dieci anni<sup>73</sup>. L'operazione, d'altra parte, conseguì lo scopo per il quale era stata effettuata solo nei primi anni. Il debito fluttuante sotto forma di buoni ordinari del Tesoro scomparve fino al 1935; ma si venne ricostituendo sotto forma di conti correnti del Tesoro verso la Cassa Depositi e Prestiti, verso gli Istituti di Previdenza da essa gestiti, e verso il Banco di Napoli<sup>74</sup>.

A partire dal 1922 il debito pubblico mostrò una tendenza alla riduzione (cfr. Tabella 1), le cui cause principali furono: l'estinzione, per 2.500 milioni, di

<sup>70</sup> G. TONIOLO e P. GANUGI, *Il debito pubblico italiano in prospettiva secolare (1876-1947)*, cit., pp. 121-122.

<sup>71</sup> A. RIPA DI MEANA, *Il consolidamento del debito e la stabilizzazione di Mussolini*, in F. COTULA (a cura di), *Problemi di finanza pubblica tra le due guerre. 1919-1939*, cit., p. 288.

<sup>72</sup> Il corso del nuovo consolidato iniziò una precipitosa caduta fino a toccare 74,34 nel luglio 1927, contro una media di 93,02 del consolidato 5% durante l'anno 1925 (cfr. A. CONFALONIERI e E. GATTI, *La politica del debito pubblico in Italia 1913-1943*, vol. I, cit., p. 40). Si calcola che i possessori «costretti a realizzare i loro titoli fra il novembre 1926 e il luglio 1927, si trovarono esposti a una perdita uguale a un quinto del loro avere» (F.A. REPACI, *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, cit., p. 285).

<sup>73</sup> M. DE CECCO, *The Italian National Debt Conversion of 1906*, cit., p. 282.

<sup>74</sup> Il conto corrente del Tesoro con la Cassa Depositi e Prestiti passò ad incidere sul debito pubblico da meno dell'1% nel 1913 ad un massimo del 14,9% nel 1939. La percentuale della raccolta della Cassa Depositi e Prestiti, messa a disposizione diretta del Tesoro, passò dal 2% nel 1913 a più del 50% nel 1939. Il debito fluttuante aumentò a livelli preoccupanti solo dal 1937-38 in poi, raggiungendo i livelli della prima guerra mondiale nel 1941-42, e toccando il 69% del debito totale alla fine della guerra (cfr. MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., pp. 40-41).

parte del debito verso la Banca d'Italia per anticipazione di biglietti, conseguita mediante cessione alla Banca stessa di 90 milioni di dollari del prestito «Morgan»<sup>75</sup>; l'estinzione, per 4.229 milioni, del debito residuo per anticipazioni, conseguita mediante accreditamento allo Stato delle plusvalenze derivanti dalla rivalutazione delle riserve auree della Banca d'Italia.

Tra il 1922 e il 1929 il debito pubblico, oltre a diminuire da 92.857 a 87.134 milioni, modificò la sua composizione. Il debito consolidato riacquistò un ruolo di preminenza (82% del totale nel 1929), per effetto della conversione obbligatoria dei buoni ordinari del Tesoro nel prestito del «Littorio».

Sempre in questo periodo – dopo la sistemazione dei debiti di guerra, il consolidamento del debito a breve e la stabilizzazione della moneta – fu istituita, con r.d.l. 5 agosto 1927, n. 1.414, una «Cassa per l'ammortamento del debito pubblico interno»<sup>76</sup>.

A partire dall'esercizio 1930-31, in dipendenza della contrazione delle entrate, e specialmente dello stanziamento di spese straordinarie, i bilanci fecero registrare disavanzi per importi notevoli. I riflessi finanziari della depressione si fecero sentire maggiormente nell'esercizio 1933-34, in cui le entrate subirono un'ulteriore flessione e le spese aumentarono fortemente, facendo salire il disavanzo dai 4.100 milioni dell'esercizio precedente a 6.153 milioni. Una parte notevole (3.053 milioni) delle spese dell'esercizio 1933-34 fu dovuta alla conversione del consolidato 5% in redimibile 3,50%, specie per quanto riguarda l'anticipazione degli interessi. Dato che i prestiti sottoposti a conversione avevano la clausola della inconvertibilità del tasso fino a tutto il 1936, fu necessario anticipare la differenza d'interessi tra il vecchio e il nuovo titolo per il resi-

<sup>75</sup> Non si ebbe, quindi, una riduzione della circolazione dei biglietti, ma uno spostamento di 2.500 milioni dalla circolazione per conto dello Stato a quella per conto del Tesoro.

<sup>76</sup> Questa Cassa trova un precedente in una quasi analoga istituzione sorta nel 1866 ad opera di alcuni cittadini che – preoccupati per l'aumento notevole del debito del nuovo Stato italiano – istituirono il «Consorzio nazionale per l'ammortamento del debito pubblico». Questa iniziativa ebbe un certo successo. Dal 1866 in poi, cittadini privati e pubbliche amministrazioni apportarono il loro contributo al Consorzio. Nel 1927, istituita la «Cassa autonoma per l'ammortamento del debito pubblico», si deliberò la cessazione del Consorzio, considerato che lo Stato ne aveva assunto direttamente i compiti. Il suo patrimonio passò alla nuova Cassa, «per un valore nominale di 173,4 milioni in titoli e una somma in contanti di L. 19.560» (F.A. REPACI, *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, cit., p. 257). Nonostante che fossero stati previsti a favore della Cassa vari stanziamenti (avanzi effettivi di bilancio per alcuni esercizi, maggiore gettito della imposta tabacchi, ed altri proventi), che in parte vennero poi anche meno, essa ebbe sempre vita stentata. Dopo il 1930 le sue risorse andarono di anno scemando, ed il vasto programma per cui era sorta non poté essere adeguatamente attuato. Al 30 giugno 1939, la Cassa aveva annullato titoli di Stato per un valore nominale di 1.850 milioni di lire (cfr. MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 37). Nel 1945, data la scarsità dei mezzi a disposizione, la Cassa fu soppressa.

duo periodo di inconvertibilità del consolidato<sup>77</sup>. Togliendo questa cifra, il disavanzo risulta inferiore a quello dell'esercizio precedente.

Nell'esercizio 1934-35, la ripresa economica e l'aumento delle aliquote di talune imposte fecero aumentare le entrate; ma, iniziando a pesare le vicende politiche (spese per la imminente guerra d'Etiopia), il disavanzo fu ancora di 3.213 milioni.

Vale la pena di sottolineare che questi deficit di bilancio non devono far pensare ad una politica finanziaria ispirata da idee che oggi possiamo definire di tipo keynesiano. «In complesso, la funzione svolta dalla finanza pubblica in Italia durante la grande crisi appare, dal punto di vista della stabilizzazione, insufficiente e talvolta nella direzione sbagliata, nonostante alcuni provvedimenti per sostenere la domanda presi all'inizio quasi istintivamente e nonostante l'accresciuta importanza del bilancio pubblico nell'economia nazionale cominciasse a rappresentare un elemento autonomo di stabilizzazione»<sup>78</sup>.

I disavanzi di bilancio del periodo 1929-1935 provocarono un aumento del debito pubblico da 87.134 a 105.710 milioni (cfr. Tabella 1). Nel quinquennio della «grande crisi», dal 1929 al 1933, furono emessi solo buoni novennali del Tesoro<sup>79</sup>. Le operazioni furono favorite dalle facilità offerte dai mercati dei capitali durante e verso la fine della depressione. La conversione del 1926 dei buoni ordinari del Tesoro in debito consolidato aveva consentito la riduzione del debito fluttuante ad un ammontare esiguo. Ma, a partire dal 1930, l'accumularsi dei disavanzi di bilancio ed il mantenimento di un cospicuo fondo di cassa (diretto anche a restringere la circolazione cartacea) determinarono una forte inversione di tendenza. Al 30 giugno 1935, il debito fluttuante aveva raggiunto di nuovo una dimensione non trascurabile: 11.833 milioni, principalmente rappresentati da debiti verso la Cassa Depositi e Prestiti.

La struttura del debito subì una profonda trasformazione per effetto della conversione nel febbraio del 1934 del consolidato 5% in redimibile 3,50%. I debiti redimibili (79,4% del totale) assunsero così momentaneamente il ruolo fondamentale tra le categorie del debito pubblico. La conversione del 1934 fu giustificata con il fatto che, dopo la rivalutazione e stabilizzazione della lira, la riduzione dell'onere del debito pubblico era resa necessaria dalla deflazione monetaria che riduceva, anno per anno, le entrate statali. Come abbiamo già

<sup>77</sup> G. BORGATTA, *Le finanze pubbliche nell'ultimo decennio*, in AA.VV., *La situazione economica internazionale*, Cedam, Padova, 1940, p. 882. Secondo un'altra fonte, il costo per il bilancio dello Stato fu ancora più elevato: 610 milioni per premi da sorteggiare, 100 milioni per premi di collocamento e 2.745 milioni, pagati anticipatamente, quale differenza di interesse tra il vecchio e nuovo titolo per il residuo periodo di inconvertibilità del consolidato (cfr. MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 41).

<sup>78</sup> A. PEDONE, *Il bilancio dello Stato e lo sviluppo economico italiano: 1861-1963*, cit., p. 313.

<sup>79</sup> G. FELICETTI, *Le emissioni di titoli pubblici nel periodo 1919-39*, cit., p. 357.

visto, il costo dell'operazione fu notevole, perché certamente non fu compensato dalla riduzione dell'onere degli interessi, mentre a banche, istituti finanziari e risparmiatori fu inflitta una forte falce del patrimonio. Si offrì, infatti, un titolo redimibile al 3,50%, tasso di rendimento che il mercato ritenne subito inadeguato, al punto che, nel settembre 1935, si lanciò un prestito consolidato 5%, allo scopo di raccogliere i mezzi necessari per la continuazione delle operazioni militari in Africa, ma praticamente rivolto anche a convertire il redimibile 3,50% in consolidato (il che avvenne per il 60% circa del capitale del redimibile 3,50% in circolazione). Non a caso, è stato affermato: «non vi fu nella storia del debito pubblico italiano operazione più disgraziata di quella del 1934»<sup>80</sup>.

Dall'esercizio finanziario 1935-36, il bilancio dello Stato registrò forti disavanzi, a causa principalmente delle spese militari e del crescente intervento nell'attività economica indirizzata all'autarchia. Nel periodo tra gli esercizi finanziari 1935-36 e 1939-40, le spese finali superarono le entrate finali di oltre 70 miliardi. La quota delle spese correnti coperte dalle entrate correnti si ridusse già nel primo esercizio di guerra (1940-41) al 37,6%; e toccò, poi, un minimo del 18,8% nell'esercizio 1944-45%.

I mezzi finanziari impiegati per fronteggiare questi disavanzi derivarono dall'aumento della circolazione e dall'emissione di prestiti a breve e a lunga scadenza, volontari od obbligatori.

La prima operazione finanziaria di questo periodo avvenne, nel settembre 1935, con l'emissione del prestito consolidato 5%, già menzionato. Dopo la conversione del 1934, la lira cominciò di nuovo a svalutarsi, mentre il costo del denaro tendeva al rialzo. In queste condizioni, scarso successo avrebbe avuto l'emissione di un nuovo prestito, per cui si ricorse all'espedito della conversione del debito redimibile 3,50% in consolidato 5%.

Per il varo dell'ultimo prestito consolidato emesso dallo Stato italiano furono offerti consistenti incentivi ai possessori di titoli del debito redimibile 3,50%, allo scopo di riconciliare i risparmiatori con i titoli di Stato. L'onere per lo Stato fu di 630 milioni annui di interessi, mentre il bilancio fu liberato dalle somme annue che si sarebbero dovute stanziare per l'ammortamento del redimibile 3,50%<sup>81</sup>.

Con lo scoppio della guerra d'Etiopia, i bisogni del Tesoro subirono una forte crescita. Data la situazione dei mercati finanziari, il carattere eccezionale di queste spese determinò la necessità di sopperirvi con un prelievo straordinario di ricchezza. Nell'ottobre del 1936, temendo che l'emissione di un prestito volontario sarebbe stata un insuccesso, anche per il deprezzamento della mone-

<sup>80</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 42.

<sup>81</sup> F.A. REPACI, *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, cit., p. 485.

ta in atto, fu emesso un prestito redimibile 5% forzoso. La sottoscrizione fu obbligatoria per i proprietari di terreni e fabbricati<sup>82</sup>. C'è da tenere conto, inoltre, che insieme all'obbligo della sottoscrizione vi fu per i proprietari l'applicazione di una imposta venticinquennale del 3,50 per mille sul valore capitale dei beni immobili, allo scopo di assicurare gli interessi e l'ammortamento del prestito. Un'altra caratteristica di questo prestito, applicata solo ai proprietari di beni fondiari del valore non superiore alle 200.000 lire, fu l'assicurazione vita per garantire agli eredi lo sgravio dei debiti d'imposta<sup>83</sup>.

I successivi prestiti, fino al 1945, furono tutti sotto forma di buoni del Tesoro, quinquennali o novennali, per lo più sottoscritti da investitori istituzionali, per un gettito di circa 146 miliardi di lire<sup>84</sup>.

A partire dall'esercizio finanziario 1935-36, per far fronte alle esigenze del Tesoro, si ricominciarono ad emettere buoni ordinari del Tesoro. Tra il 30 giugno 1935 e il 30 giugno 1940, essi aumentarono dallo 0,6% al 9,5% del totale del debito pubblico<sup>85</sup>. Nel 1936 si ripristinò la facoltà di chiedere alla Banca d'Italia anticipazioni straordinarie, garantite però dal rilascio di speciali buoni ordinari del Tesoro<sup>86</sup>.

<sup>82</sup> L'onere non era eccessivo, nonostante che la proprietaria immobiliare non avesse risentito eccessivamente delle vicende monetarie. Come fece subito notare De' Stefani: «la somma che i possessori di beni immobili sono tenuti a sottoscrivere, stabilita nella misura del cinque per cento del valore degli immobili stessi, si riferisce alla valutazione fiscale. Ma poiché questa valutazione è inferiore all'effettivo valore patrimoniale, quel cinque per cento sul valore fiscale si traduce in una percentuale sensibilmente minore nei riguardi del valore effettivo» (A. DE' STEFANI, *Commenti e discorsi*, Zanichelli, Bologna, 1938, p. 173).

<sup>83</sup> Per una descrizione delle caratteristiche del prestito, cfr. F. FLORA, *Il prestito e la proprietà fondiaria*, «Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze», anno I, n. 1, 1937, pp. 8-24; J. GRIZIOTTI KRETSCHMANN, *Caratteri distintivi del prestito imposta immobiliare*, «Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze», anno I, n. 1, 1937, pp. 26-33.

<sup>84</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 42.

<sup>85</sup> A. CONFALONIERI e E. GATTI, *La politica del debito pubblico in Italia 1915-1945*, vol. I, cit., p. 52.

<sup>86</sup> L'art. 21 della legge 10 agosto 1893, n. 449, stabilì l'obbligo per la Banca d'Italia di concedere al Tesoro, nella sua qualità di istituto di emissione, anticipazioni temporanee e anticipazioni straordinarie. Le prime, originariamente ammontanti a 10 milioni, per effetto di vari interventi legislativi raggiunsero l'importo di 360 milioni nel 1927: anno in cui furono eliminate per effetto della rivalutazione delle riserve auree della Banca d'Italia. Riattivate con r.d. 17 giugno 1928, n. 1.377, che le fissò a 450 milioni, furono poi elevate ad un miliardo con d.m. 31 dicembre 1936. La legge del 1893, come si è detto, aveva obbligato la Banca d'Italia a concedere al Tesoro anche anticipazioni straordinarie. Il loro ammontare, fissato in 150 milioni di lire dal d. lgt. 27 giugno 1915, n. 584, raggiunse 1.504 il 30 giugno 1923. Successivamente, esse si ridussero, finché si pervenne, come per le anticipazioni temporanee, alla loro eliminazione con la rivalutazione delle riserve auree della Banca d'Italia. Nel 1936 si ripristinò la facoltà di chiedere alla Banca d'Italia anticipazioni straordinarie, garantite però dal rilascio di speciali buoni ordinari del Tesoro.

Un altro strumento a cui si ricorse per finanziare la spesa pubblica fu rappresentato dai cosiddetti pagamenti differiti, che erano prestiti larvati da parte dei privati e delle banche, non registrati come debito pubblico. Il sistema, già usato in precedenza per il pagamento di opere pubbliche e di bonifica, a partire dal 1935 fu istituzionalizzato per le forniture di guerra attraverso il Consorzio Sovvenzioni su Valori Industriali. Il Consorzio era autorizzato a concedere sovvenzioni cambiarie agli assuntori di contratti, garantite dalla cessione dei crediti derivanti dalla commessa statale, riscontrabili per intero presso la Banca d'Italia, su cui, in ultima istanza, ricadeva l'onere del finanziamento<sup>87</sup>.

Fino al 1943 si tentò di contenere il processo inflazionistico, già in atto all'inizio del conflitto, mediante l'adozione della tecnica del «circuitto dei capitali» o «circuitto monetario», che consisteva nel razionamento di materie prime e generi alimentari e nel blocco di qualsiasi forma di investimento che non fosse quello in titoli del debito pubblico o in depositi bancari (parimenti da investire in titoli pubblici). In tal modo, i prestiti pubblici e le imposte potevano riassorbire gran parte dei biglietti emessi per coprire i notevoli disavanzi di bilancio<sup>88</sup>.

Disavanzi sempre crescenti si ebbero dal 1936 al 1946. Per la loro copertura, lo Stato ricorse esclusivamente a debiti redimibili e a debiti fluttuanti. Le somme acquisite attraverso il debito fluttuante furono quasi triple di quelle realizzate con operazioni di debito redimibile. Queste ultime riguardarono soprattutto l'emissione di buoni poliennali del Tesoro, mentre i fondi acquisiti attraverso il debito fluttuante provenivano in larga parte (poco meno della metà) dalle anticipazioni della Banca d'Italia, direttamente incidenti sulla circolazione. Il debito fluttuante rappresentava nel 1946 il 68,9% del debito totale, mentre il debito consolidato si era ridotto al 5% del totale (cfr. Tabella 1).

Alla fine del conflitto, la situazione del debito pubblico, però, non era preoccupante per diversi motivi. Data la forte svalutazione monetaria, la spesa per interessi si era quasi annullata, e il debito aveva subito un sostanziale ammortamento; d'altra parte, il debito fluttuante, oltre ad essere infruttifero o fruttifero ad un tasso d'interesse molto basso, era costituito in gran parte da anticipazioni della Banca d'Italia, che, incidendo direttamente sulla circolazione, non potevano definirsi né un impegno a vista, né un impegno a breve scadenza.

Il problema del debito pubblico non era tra i più impellenti, considerato anche che il suo rapporto rispetto al Pil si era ridotto nel 1946 al 32%<sup>89</sup>. Questo

<sup>87</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 42.

<sup>88</sup> Cfr. G. BORGATTA, *La finanza della guerra e del dopoguerra*, Gazzotti, Alessandria, 1946, pp. 613-612.

<sup>89</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., pp. 91-93. Per un'analisi della sostenibilità del debito pubblico tra le due guerre mondiali, cfr. G. SALVEMINI e



rapporto, – che aveva raggiunto il tetto del 125% nel 1920 – nel periodo 1921-1925 si era ridotto principalmente a causa dell'inflazione; mentre, tra il 1925 e il 1926, si era fortemente contratto dal 96% al 63%, per l'eliminazione del debito di guerra. Nel periodo 1931-1933 era aumentato per la diminuzione dei prezzi, e quindi del Pil nominale; mentre l'aumento negli anni 1933 e 1934 era dipeso dall'aumento del deficit. La successiva diminuzione nel periodo 1935-1939 fu principalmente dovuta all'aumento dei prezzi, e quindi del Pil nominale. Durante la seconda guerra mondiale, per l'aumento del fabbisogno maggiore dell'aumento del Pil, si ebbe una crescita del rapporto, che raggiunse il 106% già nel 1941, e toccò la punta massima del 118% nel 1943<sup>90</sup>. Dopo la caduta del regime fascista, il rapporto si mosse nella direzione di una forte contrazione.

## 5. Gli anni della ricostruzione e dello sviluppo

Per tutti gli esercizi finanziari dal 1946-47 al 1960-61, il bilancio sia di competenza e sia di cassa si chiuse sempre in disavanzo. I disavanzi più forti si ebbero nei primi anni del dopoguerra, a causa dello squilibrio economico-finanziario, della contrazione dei consumi, dell'arresto del commercio e del disordine dell'amministrazione fiscale. Queste cause ridussero le entrate a livelli molto bassi; mentre le spese continuarono ad aumentare, nonostante la riduzione degli oneri del debito pubblico per l'inflazione, e l'annullamento di quelli per le forze armate e le colonie, già gravanti fortemente sui bilanci degli anni precedenti. All'aumento delle spese concorsero i nuovi oneri di carattere sociale che presero a gravare sul bilancio: le spese per l'assistenza postbellica ai reduci e agli sfollati; le spese per le riparazioni dei danni di guerra; le spese per il prezzo politico del pane; le spese per la smobilitazione<sup>91</sup>.

Il massimo disavanzo effettivo di competenza di tutto il dopoguerra si ebbe nell'esercizio finanziario 1947-48, con 901 miliardi, e con una percentuale delle entrate finali sulle spese finali del 52,4%. L'esercizio 1947-48 fu il primo esercizio, successivo allo sbarco degli Alleati, nel quale il bilancio dello Stato fu gestito nell'intero Paese unicamente dal Governo nazionale.

V. ZAMAGNI, *Finanza pubblica e indebitamento tra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale*, cit., spec. pp. 154-169.

<sup>90</sup> Artoni e Biancini mettono in rilievo che l'andamento del rapporto tra debito pubblico e Pil nel periodo fascista conferma che l'interpretazione dei comportamenti della finanza fondata esclusivamente su questo rapporto, può essere fuorviante, specie nelle fasi in cui le variazioni sono più consistenti, ed il rapporto è influenzato fortemente dal denominatore (cfr. R. ARTONI e S. BIANCINI, *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, cit., p. 348).

<sup>91</sup> L'esposizione che segue è basata sulla trattazione, sui dati e sulle fonti contenuti nell'articolo: D. FAUSTO, *Note sul debito pubblico in Italia nel periodo 1946-1966*, in AA.VV., *Problemi di finanza pubblica*, cit., pp. 61-128.

La vera opera di ricostruzione finanziaria ebbe inizio con l'esercizio 1948-49, attraverso una drastica riduzione del disavanzo, che, nel volgere di pochi anni, si contrasse, in termini di competenza, dai 901 miliardi dell'esercizio 1947-48 ai 430 miliardi dell'esercizio 1950-51. In termini di cassa, tra gli stessi esercizi, la contrazione del disavanzo fu da 362 a 202 miliardi. I valori riferiti all'esercizio 1950-51 sono in parte puramente contabili, in quanto tengono conto di 168 miliardi di aiuti del «Piano Marshall», contabilizzati nelle entrate, e si giovano della prassi - ripresa in questo periodo, ma già utilizzata nel passato - di procedere ai pagamenti di spese afferenti ad un esercizio con le cosiddette «annualità differite», cioè rinviando tanto i pagamenti quanto la loro contabilizzazione agli esercizi successivi<sup>92</sup>.

Con l'esercizio finanziario 1951-52 si ebbe di nuovo una tendenza al peggioramento del bilancio dello Stato: tendenza che continuò durante l'esercizio 1952-53, nel quale il disavanzo fu pari a più di un quinto di tutte le entrate. Tra le cause del peggioramento vi furono: il diminuito afflusso di aiuti americani; le nuove iniziative di ordine sociale e produttivo; le nuove spese destinate a far fronte alle necessità della difesa nazionale.

L'opera di ricostruzione si compì nei primi anni 1950, con l'avvio degli anni di rapido sviluppo dell'economia italiana; ma il bilancio dello Stato continuò ad essere in disavanzo, con entrate e spese che si dilatavano di anno in anno, anche per i nuovi compiti assunti dallo Stato nella vita economica.

Riguardo ai mezzi di copertura del disavanzo, nel primo dopoguerra, fino all'esercizio finanziario 1948-49, si fece ricorso in larga misura all'emissione di buoni ordinari del Tesoro e ad incrementi del conto corrente con la Cassa Depositi e Prestiti. Tuttavia, i pericoli inflazionistici, - dopo i provvedimenti per le riserve obbligatorie (settembre 1947), - furono contenuti, poiché la Banca d'Italia poté utilizzare queste riserve per la sottoscrizione dei titoli, invece di emettere moneta. E la nuova liquidità, così immessa sul mercato, non provocò ulteriore inflazione, grazie alla deflazione creditizia.

Durante l'esercizio finanziario 1949-50, pur tornandosi ad emettere buoni poliennali del Tesoro, in parte si ricorse ancora all'indebitamento con la Cassa Depositi e Prestiti. Il ricorso al debito fluttuante tornò a prevalere negli esercizi finanziari dal 1950-51 al 1952-53, nonostante le emissioni annuali di buoni poliennali del Tesoro.

Tra gli esercizi finanziari 1953-54 e 1955-56, invece, si emisero in prevalenza debiti patrimoniali. Negli esercizi 1957-58 e 1958-59 si ebbe una nuova inversione di tendenza, con accentuato ricorso all'indebitamento a breve e prevalenza delle solite voci: buoni ordinari del Tesoro e conto corrente con la

<sup>92</sup> Repaci calcola che nel solo esercizio finanziario 1949-50 queste annualità raggiunsero 143 miliardi (cfr. F.A. REPACI, *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, cit., p. 318).

Cassa Depositi e Prestiti. Nel corso di questi esercizi fu adottata una politica tendente a fornire al mercato nuova moneta. La emissione di buoni poliennali del Tesoro, che negli ultimi anni si era aggirata sui 200 miliardi, fu prima contenuta in 100 miliardi, nel gennaio 1957, e poi sospesa del tutto durante il 1958. La larga liquidità del mercato permise al Tesoro di finanziarsi ad un costo minore, facendo ricorso ai buoni ordinari del Tesoro, i cui tassi furono diminuiti di mezzo punto a partire dal giugno 1958<sup>93</sup>.

Verso la fine del 1959, in presenza di una persistente liquidità del mercato, il Tesoro riprese a finanziarsi sul mercato dei capitali, effettuando due emissioni di buoni poliennali, che, in poco più di un semestre – dal luglio 1959 al gennaio 1960 – procurarono 434 miliardi<sup>94</sup>.

Nell'esercizio finanziario 1960-61, – dopo il precedente massiccio collocamento di buoni poliennali del Tesoro – perdurando la favorevole situazione di cassa, il ricorso all'indebitamento fu relativamente modesto.

In sintesi, tra il 1946 ed il 1961, per la copertura del fabbisogno finanziario, si fece quasi esclusivamente ricorso alle seguenti voci: buoni poliennali del Tesoro, per l'indebitamento a medio termine; buoni ordinari del Tesoro, conto corrente fruttifero con la Cassa Depositi e Prestiti ed altri mezzi di tesoreria, per l'indebitamento a breve termine. Il ricorso prevalente all'indebitamento a breve o a medio termine, a seconda della situazione di mercato, è da collegarsi alla preoccupazione di regolare la liquidità del sistema.

Tra il 1946 ed il 1961 il debito pubblico aumentò da 1.067 a 5.901 miliardi. Il debito fluttuante mantenne un ruolo fondamentale, nonostante la riduzione del suo peso sul debito complessivo dal 68,9% al 60,1%. Il debito redimibile aumentò dal 26,1% al 39% del totale. Dal 5% allo 0,9% del totale si ridusse il debito consolidato, ormai uscito, dopo l'ultima emissione del 1935, dalle consuetudini della finanza italiana.

Le operazioni finanziarie del periodo 1946-1961 si aprirono con il «Prestito della ricostruzione 3,50%». Questo prestito – redimibile in 30 anni – fu emesso con d.l. 26 ottobre 1946, n. 262, per alleggerire la pesante situazione di tesoreria, che si era formata per il forte incremento delle spese e per il lento adeguarsi delle entrate ai mutati valori monetari. Per le sue caratteristiche, alla sottoscrizione parteciparono banche, casse di risparmio, istituti di assicurazione, che nulla avevano da temere dalla progettata imposta. Il tasso d'interesse

<sup>93</sup> Nel periodo 1948-1958, il ricorso ad una politica di tassi d'interesse flessibili fu scarso. Il tasso d'interesse sui buoni ordinari del Tesoro fu abbassato di un punto nel decennio 1948-1957, cioè dal 5% al 4%, per poi essere ulteriormente ridotto al 3,50% nel corso del 1958. I buoni novennali del Tesoro furono sempre collocati al tasso nominale del 5%; mentre tasso sui buoni postali fruttiferi fu ritoccato soltanto due volte, in riduzione, durante gli anni 1948-1958 (cfr. P. BAFFI, *Studi sulla moneta*, Giuffrè, Milano, 1965, p. 294).

<sup>94</sup> BANCA D'ITALIA, *Relazione esercizio 1960*, Roma, 1961, pp. 322-323.

particolarmente basso – nettamente inferiore rispetto al tasso di mercato (circa il 6%)<sup>95</sup> – trova spiegazione in un particolare privilegio di cui godeva: l'esenzione dalla progettata imposta straordinaria sul patrimonio. Lo spiccato carattere fiscale che gli fu attribuito lo distingue dagli altri prestiti e lo rende prossimo all'imposizione<sup>96</sup>. Per le sue caratteristiche, alla sottoscrizione non parteciparono banche, casse di risparmio, istituti di assicurazione, che nulla avevano da temere dalla progettata imposta. Emettendo titoli ad un prezzo più alto del loro valore (il prezzo di emissione fu di 97,50 per ogni cento lire di capitale nominale, cioè molto più alto di quanto avrebbe dovuto essere, dato il tasso d'interesse particolarmente basso applicato), lo Stato riscosse dai sottoscrittori un'imposta volontaria nella misura della differenza tra prezzo di emissione e valore di parità dei titoli. La pubblicazione della legge sull'imposta straordinaria patrimoniale<sup>97</sup> tolse quasi ogni valore alla esenzione specifica prevista per i titoli del prestito. Per giovare alle sue sorti, data la forte flessione dei corsi di borsa, con d.l. 28 aprile 1947, n. 338, se ne dispose la conversione volontaria in un titolo al 5%, con le stesse caratteristiche del prestito precedente, ad eccezione delle agevolazioni in tema di imposta straordinaria sul patrimonio e della partecipazione ai premi. Dei 231 miliardi di capitale nominale del «Prestito della ricostruzione 3,50%», ne furono convertiti nel nuovo prestito 125 miliardi. Come risultato dell'operazione, lo Stato si assunse un onere di 60 miliardi per tutta la durata del prestito<sup>98</sup>. Ai titoli non convertiti, invece, oltre alle agevolazioni previste dal decreto di emissione, fu concesso di essere imputati, ai fini dell'imposta progressiva sul patrimonio, in detrazione del denaro, dei depositi e dei titoli al portatore preventivamente accertati, e versati fino alla concorrenza del 20% del riscatto<sup>99</sup>.

Nel periodo 1946-1961 furono emessi i seguenti altri prestiti: «Prestito per la riforma fondiaria redimibile 5%»<sup>100</sup>, «Prestito nazionale redimibile 5% – Trieste»<sup>101</sup>, «Prestito redimibile 5% – 1954 per indennizzo di beni per-

<sup>95</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 44.

<sup>96</sup> F. GRADI, *Pagine di storia finanziaria: il prestito della Ricostruzione 3,50%*, «Bancaria», n. 12, dicembre 1960, pp. 1337-1338.

<sup>97</sup> Questa legge rinunciò all'accertamento diretto della ricchezza liquida, che fu tassata maggiorando secondo date proporzioni gli elementi della consistenza patrimoniale.

<sup>98</sup> F.A. REPACI, *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, cit., p. 488.

<sup>99</sup> BANCA D'ITALIA, *Relazione esercizio 1947*, Roma, 1948, p. 138.

<sup>100</sup> L'art. 8 della l. 12 maggio 1950, n. 230, dispose che le indennità di espropriazione dei terreni della Sila fossero corrisposte in titoli del debito pubblico al 5% netto (redimibili in 25 anni) ed autorizzò il ministro del Tesoro ad emettere una serie speciale di tali titoli con la prima emissione di un prestito redimibile. L'art. 18 della l. 12 ottobre 1950, n. 841, estendendo il pagamento in titoli del debito a tutti gli altri territori soggetti a trasformazione fondiaria, autorizzò l'emissione alla pari di un prestito redimibile per gli scopi predetti.

<sup>101</sup> Fu emesso con l. 22 ottobre 1954, n. 974, per la raccolta dei mezzi finanziari da destina-

duti all'estero»<sup>102</sup>, «Certificati 5% per il finanziamento crediti all'esportazione»<sup>103</sup>.

Buoni poliennali del Tesoro furono emessi, quasi annualmente, nel periodo 1950-1961. Nel 1950, per provvedere al rimborso di parte dei buoni poliennali in scadenza, e per trasformare parte del debito fluttuante in debito a medio termine, furono offerti in sottoscrizione buoni novennali al 5%. L'operazione permise di convertire 107 miliardi di vecchi buoni poliennali e 194 miliardi di buoni ordinari, la cui circolazione si ridusse così a soli 88 miliardi. Questa circostanza, unitamente alla larga prevalenza degli istituti bancari nel possesso di questi titoli, aveva finito per conferire di fatto un notevole grado di stabilità ai buoni ordinari, nonostante si trattasse di titoli formalmente a breve scadenza<sup>104</sup>.

Tutte le emissioni successive riguardarono buoni novennali, eccetto quella del 1959, che ebbe scadenza settennale. Esse avvennero sempre nei primi mesi dell'anno, ad eccezione di quella del 1959. La concentrazione delle emissioni all'inizio dell'anno trova spiegazione nel fatto che, nei primi mesi dell'anno, i depositi bancari aumentano, il rapporto con gli impieghi diminuisce, quindi il momento è favorevole per incanalare l'eccesso di liquidità verso l'investimento in titoli di Stato.

Il prezzo di emissione di nuovi prestiti fu sempre inferiore al capitale nominale sottoscritto, ad eccezione delle emissioni del 1959 e del 1960, che avvennero alla pari, grazie ad una straordinaria liquidità del mercato dei capitali dell'epoca. Le emissioni per rinnovo, invece, furono effettuate sempre alla pari.

Considerando i mezzi impiegati per le sottoscrizioni, troviamo che in occasione della sola emissione del 1950 fu escluso il contante. Fino all'emissione del 1956 furono ammessi in sottoscrizione anche i buoni ordinari del Tesoro aventi determinate scadenze.

Riguardo agli scopi per cui avvennero le emissioni, in buona misura riguardarono il rinnovo di buoni in scadenza, cioè si trattò di un indebitamento che andò a sostituire un altro indebitamento. La differenza, invece, riguardò un indebitamento destinato: a spese aggiuntive per lo sviluppo degli investimenti;

re alle esigenze immediate ed allo sviluppo economico del territorio di Trieste. Il prestito, redimibile in 20 anni, fu emesso per un ammontare di 32 miliardi, al prezzo di 95 per ogni 100 lire di capitale nominale.

<sup>102</sup> La l. 29 ottobre 1954, n. 1.050, riguardante la corresponsione di un indennizzo ai titolari di beni italiani all'estero perduti in seguito all'esecuzione degli articoli 74 e 79 del trattato di pace, dispose che il pagamento avvenisse in contanti fino a 5 milioni e, per la rimanente quota, mediante consegna di titoli del debito pubblico. Pertanto, fu autorizzata l'emissione alla pari del relativo prestito, ammortizzabile in 20 anni.

<sup>103</sup> Questi certificati furono emessi a partire dall'esercizio 1959-60, in conseguenza della l. 3 ottobre 1957, n. 1.196.

<sup>104</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 44.

ad altre esigenze di carattere finanziario (copertura dei deficit di bilancio degli esercizi finanziari dal 1953-54 al 1956-57); a fini congiunturali per ridurre la liquidità (1959).

Verso la fine degli anni 1950, si cercò anche di legare più strettamente la gestione dei buoni poliennali del Tesoro alla gestione della politica monetaria, mediante l'istituzione di un apposito Fondo per l'acquisto dei buoni poliennali del Tesoro.

L'approssimarsi della scadenza (1° aprile 1959) della prima serie (314 miliardi) di buoni poliennali del Tesoro emessi nel dopoguerra, indusse ad inquadrare il problema del loro rimborso nell'ambito di un piano volto alla rimozione delle cause di rigidità del bilancio statale, costituendo a favore della tesoreria un Fondo che consentisse elasticità di manovra nelle operazioni relative alle scadenze dei buoni. A tal fine, con d.l. 23 febbraio 1958, n. 8 (convertito nella l. 23 febbraio 1958, n. 84 e disciplinato dalle norme del d.m. 11 gennaio 1959) fu deliberata la istituzione di un Fondo, con personalità giuridica autonoma, amministrato dalla direzione generale del Tesoro, alimentato da una dotazione annua di bilancio che, partendo dai 20 miliardi dell'esercizio finanziario 1958-59, doveva essere aumentata di 10 miliardi ad ogni successivo esercizio, fino a giungere ad un massimo di 50 miliardi. Inoltre, si stabilì che confluissero al Fondo i buoni poliennali del Tesoro scaduti e prescritti, i premi non riscossi e gli eventuali premi di rinnovo, nonché gli interessi pagati sulle disponibilità liquide depositate presso la tesoreria dello Stato.

Al Fondo fu assegnato il compito di acquistare in borsa buoni poliennali del Tesoro di qualsiasi emissione, a quotazioni al di sotto della pari, fino ad esaurimento delle sue disponibilità liquide. In sostanza, si istituì una cassa di ammortamento del debito redimibile costituito dai buoni poliennali del Tesoro. Si stabilì che il meccanismo di ammortamento fosse graduale: ad ognuna delle scadenze dei buoni sarebbero stati emessi nuovi buoni, con facoltà dei portatori di quelli in scadenza di rinnovarli con quelli di nuova emissione. Con questo meccanismo, grazie a successivi acquisti di una frazione dei buoni, se ne sarebbe gradualmente ridotto l'ammontare.

L'istituzione del Fondo, spostando l'accento dal debito patrimoniale al debito fluttuante, segnò un cambiamento di indirizzo rispetto alla precedente politica, che, attraverso l'emissione di buoni poliennali del Tesoro, cercava non solo di attingere disponibilità liquide, ma anche di consolidare i buoni ordinari del Tesoro<sup>105</sup>. Il provvedimento, però, ebbe un'importanza soprattutto formale. Per i successivi disavanzi di bilancio, non fu possibile procedere ad una riduzione dei buoni poliennali. Il maggiore effetto dell'istituzione del Fondo, nei

<sup>105</sup> Tra il 1950 e 1956, ad ogni emissione di buoni poliennali del Tesoro, fu consentito sottoscrivere con buoni ordinari del Tesoro aventi una determinata scadenza.

primi anni del suo funzionamento, fu di realizzare delle economie, – effettuando il ritiro dei titoli nei momenti di flessione dei corsi, – e di difendere nello stesso tempo le quotazioni da oscillazioni troppo violente<sup>106</sup>.

Rimane da considerare il debito fluttuante, che, tra il 1946 ed il 1961, si moltiplicò di quasi cinque volte. In tre esercizi finanziari (1948-49, 1957-58, 1958-59) gli introiti per incremento del debito fluttuante furono sufficienti a coprire il totale del fabbisogno finanziario; mentre in altri due (1947-48 e 1950-51) furono parte rilevante agli stessi fini. In sei esercizi finanziari (1947-48, 1949-50, 1951-52, 1952-53, 1955-56, 1956-57), invece, le altre operazioni di tesoreria contribuirono – a volte, anche per un ammontare notevole (vedi l'esercizio finanziario 1951-52) – alla copertura del fabbisogno finanziario.

Tra il 1946 e il 1961, l'incremento del debito fluttuante avvenne specialmente ad opera dei buoni ordinari del Tesoro e del conto corrente fruttifero con la Cassa Depositi e Prestiti, mentre si ebbe la riduzione di altre partite (conti correnti fruttiferi col Banco di Napoli e altri istituti). Le anticipazioni temporanee della Banca d'Italia – portate da 1 a 100 miliardi nel 1948 – si mantennero inalterate fino al 1952, quando furono ridotte<sup>107</sup>, e finirono definitivamente annullate nel 1961. Le anticipazioni straordinarie, invece, eccetto una riduzione nell'esercizio finanziario 1948-49, rimasero inalterate fino al 1959, quando furono portate da 339 a 483 miliardi, conglobandovi la voce «emissione forze armate o per conto di esse». A partire dall'esercizio finanziario 1960-61, poi, subirono un lento movimento discendente nel quadro di un piano pluriennale di riduzione. Infine, lo sbilancio del conto corrente di tesoreria provinciale – compreso nel debito fluttuante solo a partire dal 1950 – comparve come partita di debito, oltre che nel 1950, ininterrottamente dal 1954 al 1959, alcune volte anche per un ammontare notevole (212 miliardi nel 1953).

I buoni ordinari del Tesoro furono sempre assorbiti in larga misura dal settore creditizio. La quota di questo settore passò da 193 miliardi (58,5% del totale) nel 1947, a 346 miliardi (52,1% del totale) nel 1948, a 565 miliardi (48,8% del totale) nel 1955, a 1.059 miliardi (68,2% del totale) nel 1958, a 1.680 miliardi (91,2% del totale) nel 1961.

La propensione del settore creditizio verso i titoli a breve del Tesoro affon-

<sup>106</sup> Successivi provvedimenti legislativi estesero il campo d'azione del Fondo, che, con la l. 23 ottobre 1961, n. 1.148, assunse la denominazione di «Fondo per l'acquisto dei buoni del Tesoro poliennali e l'ammortamento di altri titoli del debito pubblico». Nel 1961, ad esempio, il Fondo concorse all'aumento dei fondi di dotazione di alcuni istituti e al finanziamento del programma di aiuti a zone colpite da calamità naturali (cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione esercizio 1965*, Roma, 1966, p. 265).

<sup>107</sup> La anticipazioni temporanee si ridussero di 14 miliardi nel 1952, per un rimborso, effettuato dal Tesoro, da porsi in relazione con il passaggio a carico dello Stato della circolazione da 50 e 100 lire (cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione esercizio 1952*, Roma, 1953, pp. 458-459).

dava le proprie radici nei provvedimenti di stabilizzazione decisi nel 1947, che avevano inserito i titoli del Tesoro tra gli strumenti per l'assolvimento degli obblighi della riserva bancaria (estesi dal 1958 anche alle casse di risparmio). Ciò «contribuì a creare un mercato per titoli a tasso d'interesse contenuto e introdusse nella gestione del debito elementi di stabilità destinati a durare a lungo»<sup>108</sup>.

Alla tendenza all'investimento in titoli pubblici del settore creditizio, passato dal 30,7% del totale nel 1947 al 54,8% nel 1961, faceva riscontro una diminuita propensione all'investimento da parte del settore privato e degli istituti non bancari. Questo settore possedeva: nel 1947, il 49,4% del debito pubblico; nel 1953, il 44,2%; nel 1957, il 42,3%; nel 1961, il 39,1%. I privati non erano più come un tempo i pilastri del debito pubblico, che – come Einaudi non esitava allora ad affermare – era diventato un mito<sup>109</sup>, nel senso che la maggior parte del debito pubblico era diventato debito dello Stato verso se stesso. I titoli, emessi dallo Stato, finivano per essere acquistati dallo Stato stesso attraverso le banche ed altre istituzioni finanziarie che controllava o sulle quali era in grado di esercitare, se non un'influenza diretta, per lo meno forti pressioni indirette per l'attuazione della sua politica di indebitamento. Questi investitori comportavano una notevole stabilità nel classamento del debito pubblico, per cui ne diminuiva il rischio di monetizzazione, cioè una delle maggiori preoccupazioni del Tesoro. Questa istituzionalizzazione del debito pubblico comportava che, riacquistando lo Stato, direttamente o indirettamente, i titoli emessi, il debito pubblico si era trasformato in pratica in una partita di giro.

Nel 1961 il debito pubblico non destava preoccupazioni, considerato anche il suo rapporto rispetto al Pil, pari ad appena il 29%. Tra il 1947 e il 1950, l'espansione del deficit aveva fornito un contributo sempre minore alla crescita del rapporto, dato lo sviluppo del reddito. Questo sviluppo, poi, contribuì a mantenere più o meno stabile il rapporto<sup>110</sup>.

## 6. Conclusioni

Facendo un confronto tra la consistenza del debito pubblico nel 1861 e nel 1961 (cfr. Tabella 1), si nota che, nell'arco di un secolo, il debito si moltiplicò di circa 1.885 volte, passando da 3.131 milioni a 5.901 miliardi. Un incremento notevole, che fu sopportato dal sistema economico grazie alla falceia subita dal potere d'acquisto della lira soprattutto nel corso della prima e della seconda

<sup>108</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 50.

<sup>109</sup> L. EINAUDI, *Il debito pubblico è un mito*, «Corriere della Sera», 7 giugno 1960.

<sup>110</sup> MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., pp. 90 e 93.



guerra mondiale. Riguardo al rapporto tra debito pubblico e reddito nazionale, si nota, dalla Tabella 1, che, tra i due anni estremi del periodo considerato, si ridusse dal 48% al 24,3%. La struttura del debito, nell'arco di un secolo, aveva subito una profonda trasformazione. Il debito fluttuante, che aveva rappresentato valori inferiori al 5% del debito complessivo fino allo scoppio della prima guerra mondiale, che si aggirava su poco più di un terzo fino al 1928, e su valori quasi sempre inferiori al 10% fino al 1938, rappresentava nel 1961 il 60,1% del debito totale. In contrapposizione, pur tra andamenti alterni, si era verificata la quasi completa scomparsa del debito consolidato, che nel 1961 ammontava ad appena lo 0,9% del debito totale, mentre nel 1861 ne rappresentava la parte di gran lunga preponderante (88,2%). Il debito consolidato, dopo l'ultima emissione del 1935, era ormai uscito dalle consuetudini di condotta della finanza italiana. La causa non va ricercata nel timore di una riduzione del tasso d'interesse (che influiva sull'emissione di questi titoli negli anni anteriori alla prima guerra mondiale), ma è da ricercarsi nell'andamento delle vicende monetarie, che influiscono sulle prospettive del valore effettivo dei titoli.

L'ammontare del debito pubblico interno nel 1961 non era rilevante, specie se si considera che la sua incidenza rispetto al reddito nazionale si era notevolmente ridotta rispetto al momento in cui era stata proclamata l'unità del Paese, un secolo prima. Se consideriamo la situazione degli anni della seconda guerra mondiale, – quando si aveva, come abbiamo visto in precedenza, un debito pubblico superiore al Pil – si può affermare che, nonostante i pesanti oneri affrontati per sollevare il Paese dalle gravi rovine in cui l'aveva lasciato la guerra, si seguì negli anni postbellici, prima, e della ricostruzione poi, una misurata politica del debito pubblico. C'è però da tenere conto che, alla fine del conflitto, ci si trovò con un debito pubblico, accumulato in quasi un secolo di vita nazionale, quasi del tutto annullato dall'inflazione: circostanza che, oltre a renderne agevole l'amministrazione, permise di finanziare i disavanzi di bilancio mediante il suo incremento.

Dopo la stabilizzazione del 1947-48, il controllo della base monetaria e del sistema economico fu attuato attraverso la politica del debito pubblico (regolazione delle emissioni a medio e lungo termine) e la struttura dei tassi di interesse<sup>111</sup>. Specialmente nei primi anni del dopoguerra, i titoli furono facilmente collocati, sia per il bisogno di ricostruire le attività finanziarie, sia per il largo assorbimento da parte della banca centrale e delle banche commerciali per l'investimento in riserve obbligatorie<sup>112</sup>.

<sup>111</sup> A. FAZIO, *La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978*, in «Moneta e Credito», anno XXII, n. 127, 3° trimestre, 1979, p. 274.

<sup>112</sup> P. BAFFI, *Studi sulla moneta*, cit., p. 325.

Non esisteva, tuttavia, un notevole margine di espansione del debito pubblico, come è dimostrato dalle vicende dei successivi decenni, in cui il disavanzo crebbe in misura notevole rispetto al Pil, e il debito aumentò ad altezze vertiginose. Bisogna ancora considerare che, – secondo la Banca d'Italia – se al debito pubblico, così come è stato considerato in questo lavoro, si fosse aggiunta la raccolta dell'amministrazione postale, il suo ammontare sarebbe risultato pari, nel 1961, a 8.288 miliardi. Se si fossero ancora aggiunte altre passività dello Stato, iscritte nel conto patrimoniale o riguardanti futuri oneri di bilancio (debiti di tesoreria, residui passivi, valore attuale delle annualità differite), sempre nel 1961, il valore del debito pubblico sarebbe stato di 11.819 miliardi<sup>113</sup>, cioè pari a poco più del doppio di quanto risulta dalla Tabella 1.

<sup>113</sup> BANCA D'ITALIA, *Relazione anno 1963*, Roma, 1964, p. 266.