

CONSIDERAZIONI FINALI – 1960

Signori Partecipanti,

il nostro incontro di oggi segue al primo che ebbi con Voi nell'assemblea straordinaria dello scorso settembre. In questa nuova e più solenne occasione sono lieto di rinnovarVi il mio cordiale saluto.

Nella parte conclusiva della Relazione annuale, della quale mi accingo a darVi lettura, confluiscono e si coordinano i risultati delle analisi compiute nei singoli capitoli, con ampia e diligente documentazione statistica, grazie al lavoro collegiale del Servizio Studi, che a sua volta annovera, non ultima tra le sue fonti di informazione, i rapporti dei vari servizi dell'Amministrazione centrale e quelli dei direttori delle filiali. Il pregio della Relazione, se pregio vi è, e lo stesso filo conduttore delle considerazioni finali nascono da quest'opera collettiva, per la quale esprimo ai miei collaboratori un caldo ringraziamento.

Desidero inoltre, anche a nome del Consiglio superiore della Banca, ringraziare i dirigenti ed il personale tutto del centro e della periferia per il lodevole impegno posto nell'assolvimento dei compiti di istituto, ed in particolar modo di quello di vigilanza sull'esercizio del credito; convinto come sono che alla Vigilanza si debba riconoscere merito non piccolo nell'indirizzare il complesso dell'attività creditizia, pur in mezzo a molteplici ostacoli del resto inevitabili in una società in rapido movimento, su binari di ordinato progresso.

LA CONGIUNTURA INTERNAZIONALE E LA POLITICA MONETARIA

I risultati dell'attività economica nel 1960 sono stati fra i migliori conseguiti dai paesi industriali dalla fine della guerra. Sebbene la ripresa del movimento di espansione fosse già in pieno svolgimento nel 1959, l'anno scorso le produzioni hanno continuato a svilupparsi, con l'eccezione degli Stati Uniti, a un ritmo elevato e hanno raggiunto nuovi massimi molto superiori a quelli dell'anno precedente.

Lo sviluppo dell'attività produttiva dei paesi europei è stato sostenuto alternativamente da tutte le componenti della domanda: nella fase iniziale soprattutto dalla domanda estera e da quella per scorte, successivamente dalla domanda interna per consumi e investimenti e, nella fase più recente, con peso maggiore da quest'ultima componente della domanda interna, ossia dai nuovi investimenti da parte delle imprese. Da questa successione di eventi traggono origine la particolare elevatezza dei saggi di incremento annuo di tutti i fattori della domanda complessiva e l'evoluzione più sostenuta degli scambi reciproci fra paesi industriali rispetto alle altre correnti di traffico.

Circa le prospettive dell'anno in corso vorremmo soltanto sottolineare che le previsioni più attendibili sono concordi nell'ammettere che esse continuano ad essere sostanzialmente favorevoli anche per i prossimi mesi, sebbene i risultati conseguiti nel 1960 non potranno essere ripetuti nella medesima misura.

Il contrasto fra la situazione congiunturale degli Stati Uniti e quella dell'Europa occidentale, e l'elevatissimo grado di utilizzazione dei fattori produttivi raggiunto in quest'ultima, non potevano non dare luogo a diversità negli indirizzi di politica economica ed a tensioni, le quali si sono manifestate prevalentemente sotto forma di scarti fra i saggi di remunerazione delle attività liquide e di squilibri dei pagamenti internazionali.

E poiché si è trattato di fenomeni che hanno riguardato in particolar modo l'andamento dei mercati monetari e dei cambi e dei pagamenti internazionali, argomento che ci riguarda da vicino e impegna la nostra responsabilità, è soprattutto ad essi che rivolgeremo la nostra attenzione nella prima parte di questa esposizione.

Se, da un lato, lo sfasamento fra la congiuntura degli Stati Uniti e dell'Europa e, all'interno di quest'ultima, di un gruppo di paesi rispetto a un altro gruppo, ha avuto tendenza ad attenuare, con il veicolo degli scambi, le punte estreme delle fluttuazioni nell'uno e nell'altro senso, perché ha permesso di conseguire la redistribuzione dell'impiego delle capacità produttive al di là delle frontiere nazionali, dall'altro lato, la convertibilità ha stimolato grandemente la mobilità delle correnti monetarie tra i paesi industriali.

Nell'anno scorso, perciò, mentre sono stati registrati dovunque cospicui aumenti del volume degli scambi con l'estero di merci e servizi e, in special modo, fra gli Stati Uniti e l'Europa, si sono verificati ingenti movimenti internazionali di capitali a breve termine, in direzioni non sempre conformi alle convenienze delle singole economie. L'accentuarsi degli sfasamenti nel tempo delle varie congiunture ha ingigantito le correnti finanziarie già sollecitate dagli scarti, a volte ampi, creatisi fra i livelli dei saggi di rendimento delle attività liquide; inoltre, esse sono state esaltate da rapidi spostamenti di fondi in attesa di modificazioni delle parità monetarie.

La cospicua e in alcuni casi persistente accumulazione di avanzi da una parte e di disavanzi dall'altra, che ne è derivata, ha causato squilibri di ampiezza inusitata in talune bilance dei pagamenti e larghi trasferimenti di riserve di liquidità internazionale, che hanno reso necessaria l'adozione di energiche misure da parte delle autorità monetarie. Queste vicende, ravvivate da episodi sintomatici accaduti nei mercati dell'oro e dei cambi, hanno riaperto il dibattito sui problemi della liquidità internazionale e intensificato il loro studio sia in sede scientifica sia in sede politica.

Il dissidio tra le esigenze interne ed esterne, oltre ad aver reso più difficili le scelte delle autorità monetarie, ha creato le premesse per un ulteriore aggravamento delle condizioni operative dei diversi mercati, in aggiunta alle perturbazioni provocate dal trasferimento e dal rimpatrio di fondi. In effetti, mentre il deflusso di capitali dagli Stati Uniti aggiungeva un elemento rallentatore dell'attività interna nel momento in cui l'economia entrava in fase di ristagno produttivo e di recessione, il contemporaneo afflusso di fondi nei paesi europei frustrava, almeno in parte, l'efficacia dei provvedimenti adottati per contenere gli eccessi dello slancio produttivo attraverso la regolazione della liquidità dei mercati e del credito.

Le difficoltà dell'azione monetaria, nel quadro della congiuntura economica e finanziaria sviluppatasi nel 1960, sono apparse evidenti soprattutto nell'esperienza tedesca, tanto da determinare un nuovo indirizzo, culminato nella rivalutazione del marco dello scorso mese di marzo.

Già all'inizio del 1960 l'afflusso di fondi di provenienza estera veniva sottoposto in Germania all'obbligo della copertura massima prevista dalla legge bancaria; nel luglio si impediva alle banche di remunerare i depositi a vista e vincolati

per conto di non residenti e si vietava agli stranieri l'acquisto di titoli a breve scadenza stilati in marchi. Nel contempo, veniva abolita la compensazione fino ad allora ammessa fra attività e passività bancarie sull'estero, ai fini del calcolo delle passività assoggettabili all'obbligo della riserva.

Sebbene le misure intese specificamente a reprimere l'afflusso di capitali esteri fossero state accompagnate da provvedimenti che limitavano, in generale, le possibilità di espansione del credito bancario, né le une né gli altri ebbero effetti importanti sulla consistenza dei movimenti monetari e sull'evoluzione della congiuntura interna. In realtà, se da un lato, le discriminazioni nei confronti della raccolta estera influivano in senso riduttivo sui depositi, dall'altro, esse non impedivano che il flusso dei capitali esteri si orientasse in misura crescente verso gli impieghi mobiliari, mentre il costo relativamente elevato dei finanziamenti interni induceva le imprese tedesche, come del resto le stesse banche, a ricorrere direttamente all'indebitamento estero. Pertanto, il movimento dei capitali in entrata non solo non si arrestò, ma crebbe con ritmo sempre più sostenuto. Anche il deflusso di capitali bancari per impieghi all'estero segnò fin dai primi mesi del 1960 una netta contrazione, sebbene la banca centrale fosse ripetutamente intervenuta per favorirlo, assicurando la copertura dei rischi di cambio a condizioni vantaggiose.

È indubbio che fattori speculativi hanno avuto nelle accennate vicende una parte non trascurabile; ma essi non spiegano da soli le difficoltà della politica monetaria tedesca, sulla quale, in definitiva, è ricaduto l'onere esclusivo di fronteggiare una situazione per tanti versi non sanabile mediante interventi limitati al solo settore monetario.

Benché il processo espansivo dell'economia tedesca traesse il suo vigore dall'eccezionale sviluppo della domanda estera, esso avrebbe potuto essere attenuato se la domanda interna non avesse di per sé concorso a sollecitarne il ritmo. Nello stesso tempo in cui l'azione monetaria è apparsa conforme alle esigenze postulate dal contenimento del ciclo produttivo all'interno del paese, essa ha creato le premesse per un ulteriore afflusso di capitali, dato il più ampio scarto tra i tassi interni e quelli prevalenti sui mercati internazionali.

Oltre che sotto il profilo della spesa statale, l'efficacia dell'azione della banca centrale è stata limitata anche dal sistema di incentivi fiscali e di facilitazioni di credito a tassi di favore che le autorità pubbliche tedesche mantengono ormai da una lunga serie di anni, con la conseguenza di sottrarre in parte le decisioni di investimenti produttivi alla mutevole situazione dei mercati finanziari.

È, quindi, venuta meno quella convergenza di fini e di mezzi che sarebbe stata necessaria, attesa la mole dei fenomeni espansivi che la banca centrale è stata obbligata ad alimentare in contropartita delle incessanti e larghe cessioni di valute effettuate alle sue casse.

In altri paesi l'impiego delle misure monetarie è stato forse meno diffuso e frequente, sia perché gli impulsi espansivi sono apparsi concentrati e circoscritti alla sfera dei consumi privati, sia perché eccedenze cospicue dei bilanci pubblici hanno mantenuto entro limiti più facilmente controllabili il livello della domanda. A parte ciò, le iniziative delle banche centrali, manifestatesi prevalentemente sotto forma di variazioni dei saggi ufficiali di sconto, sono state sovente ispirate da considerazioni di carattere esterno, al fine di favorire dapprima l'accumulazione di riserve valutarie e di contenere poi il flusso dei capitali vaganti.

Siffatte considerazioni hanno prevalso, da ultimo, su quelle di carattere interno, quando sul finire del 1960 e nei primi mesi del 1961 molti paesi hanno potuto attenuare le restrizioni creditizie adottate in precedenza. A questa tendenza non sono state estranee, però, valutazioni di merito circa la possibilità e, invero, l'opportunità di influire sul livello della domanda di beni e servizi, avvalendosi di una strumentazione prevalentemente di tipo monetario.

Sotto questo profilo, lo spicco maggiore che nelle discussioni accademiche e nell'impostazione programmatica delle attività pubbliche viene dato agli strumenti economici generali e a quelli fiscali costituisce il segno della più diffusa consapevolezza della necessità di integrare validamente le misure monetarie affinché ottengano gli effetti desiderati.

I PROBLEMI DELLA LIQUIDITÀ ESTERNO E DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Durante lo scorso decennio, il commercio internazionale si è sviluppato con ritmo celerissimo e la situazione relativa delle bilance dei pagamenti del continente europeo e degli Stati Uniti si è rovesciata a vantaggio dell'Europa. Per effetto di questi sviluppi è nato un problema di sufficienza delle riserve internazionali di liquidità, e si è ripresentato in veste inattesa quello della loro distribuzione. Nello scorso anno, l'intensificarsi dei movimenti internazionali di capitali a breve termine ha aggiunto a questi problemi una nuova dimensione.

Il diverso momento congiunturale degli Stati Uniti, da una parte, e dell'Europa occidentale, dall'altra, ha infatti fortemente influito durante il 1960 sull'evoluzione delle bilance dei pagamenti dei principali paesi, oltre che nel settore delle partite correnti, anche in quello delle operazioni finanziarie. In Europa la espansione della domanda interna, associata a un rallentamento dello sviluppo della domanda estera, ha provocato una diminuzione, variabile da paese a paese, delle eccedenze delle partite correnti e, nel caso del Regno Unito, il passaggio da una posizione lievemente eccedentaria nel 1959 a una fortemente deficitaria nel 1960. Negli Stati Uniti, invece, il progressivo ristagno della domanda interna ha reso possibile un considerevole miglioramento della bilancia corrente e, in ispecial modo, di quella commerciale, che ha potuto fruire interamente della rapida espansione della domanda estera.

Alla luce dell'attuale situazione dei pagamenti internazionali e della distribuzione geografica delle riserve ufficiali di oro e valute, si deve sottolineare che i trasferimenti di capitale a breve termine non hanno svolto, in generale, una funzione equilibratrice. L'ampliamento delle loro dimensioni è stato favorito dai progressi compiuti, specialmente dopo il ripristino della convertibilità monetaria, verso la liberalizzazione delle operazioni finanziarie, nonché dal raggiungimento di un migliore equilibrio strutturale nelle bilance dei pagamenti.

D'altra parte, non si può dire ancora che esista piena concordanza di opinioni sull'opportunità di attuare una liberalizzazione completa in questo settore e, soprattutto,

si dubita che quest'ultima possa essere conseguita senza preliminari intese di collaborazione fra le autorità monetarie dei vari paesi.

Pur essendosi poste particolari cure nel non riprodurre condizioni suscettibili di provocare perturbamenti nel sistema dei pagamenti internazionali, i progressi della liberalizzazione sono andati, in ogni modo, ben al di là degli obiettivi stabiliti nei primi anni del dopoguerra, specialmente nel settore finanziario; e la concentrazione degli incrementi delle riserve di oro e dollari del 1960 in un ristretto numero di paesi, le cui bilance dei pagamenti correnti non hanno registrato miglioramenti degni di rilievo, mette in chiara luce l'importanza che i movimenti di capitale, e in special modo quelli a breve termine, hanno improvvisamente assunto.

Il disavanzo di 3,8 miliardi di dollari della bilancia dei pagamenti americana ha contribuito all'incremento delle riserve mondiali di oro e dollari per il 90 per cento, ossia nella misura più elevata di questi ultimi anni. Parallelamente, la riserva aurea degli Stati Uniti è diminuita di 1,7 miliardi, passando da 19,5 a 17,8 miliardi, pur avendo il resto del mondo aumentato le proprie disponibilità in dollari a breve termine di 2,1 miliardi.

Gli ingenti spostamenti di fondi da un mercato all'altro, che hanno preceduto e seguito sia il rialzo del prezzo dell'oro sul mercato londinese che le variazioni delle parità del marco e del fiorino, hanno messo in risalto le vicende cui le varie monete, e in particolare quelle che per assolvere la funzione di valuta di riserva incorrono in una forte posizione debitoria a breve, si trovano esposte, in un mondo nel quale sono gradualmente caduti i vincoli dei controlli amministrativi. Al fine di porre rimedio a siffatta situazione, che presenta numerosi pericoli per un ordinato funzionamento dei pagamenti internazionali, le autorità monetarie di alcuni paesi hanno adottato vari provvedimenti, taluni dei quali di natura eccezionale.

Oltre all'azione intrapresa per far fronte alle necessità contingenti, le autorità hanno rivolto, in generale, la loro attenzione alle due questioni interdipendenti dell'adeguatezza delle riserve mondiali di liquidità esterna e della solidità dell'attuale sistema dei regolamenti internazionali, fondato sull'apporto integrativo alla formazione di riserve delle valute abitualmente usate a questo fine: il dollaro e la sterlina.

La politica di buon creditore seguita dagli Stati Uniti per tutto il periodo, fino al 1957, in cui l'evoluzione della loro bilancia dei pagamenti correnti si mantenne particolarmente favorevole, ha determinato una redistribuzione di riserve che, avendo corretto le distorsioni ereditate dal secondo conflitto mondiale, meglio rispecchia l'attuale importanza relativa dei paesi industriali nel commercio internazionale. I paesi che dispongono di riserve palesemente inadeguate sono, per lo più, i paesi produttori primari, per effetto sia dei programmi di sviluppo in atto, sia della avversa evoluzione della ragione di scambio. Anche nel loro caso, tuttavia, il problema non è determinato da disfunzioni del sistema dei pagamenti internazionali in senso stretto, ma dall'insufficienza dei finanziamenti esteri a lungo termine ottenuti rispetto al fabbisogno postulato dai programmi di sviluppo accelerato da essi adottati. Questo fatto è stato posto nella giusta prospettiva allorché, nello scorso anno, sono state intensificate le iniziative dei paesi industriali intese a coordinare e ad ampliare l'assistenza finanziaria e di altra natura da prestare alle aree sottosviluppate.

Quanto precede sembra suggerire che l'attuale situazione della liquidità internazionale non richiede, almeno nel breve periodo, innovazioni radicali. Il problema della formazione di riserve di liquidità esterna in misura tale da assicurare piena libertà di sviluppo agli scambi mondiali potrebbe porsi, semmai, in una prospettiva di più lungo periodo. Infatti, se in tempi recenti il funzionamento dei regolamenti internazionali ha dato adito a preoccupazioni e ha anche provocato tensioni su alcuni mercati dei cambi, ciò è stato dovuto, come già detto più volte, soprattutto alle dimensioni straordinarie dei movimenti di fondi a breve termine.

L'efficacia delle forme di cooperazione tra banche centrali per affrontare la crisi sorta all'indomani della rivalutazione del marco e del fiorino mostra che l'attuale meccanismo dei pagamenti è capace di reagire con prontezza anche ad attacchi speculativi di notevole portata. Inoltre, i provvedimenti cui si è fatto ricorso sotto l'incalzare degli eventi hanno fornito utili indicazioni sulla via che potrebbe essere seguita in futuro per rafforzarne la capacità di resistenza, senza irrigidirsi con ciò in automatismi dannosi in generale e chiusi ai benefici della esperienza.

Sulla scorta di queste indicazioni, sembra che una cooperazione fra le banche centrali dei principali paesi, più stretta e più variamente articolata che in passato,

potrebbe costituire una prima importante linea di difesa. Essa dovrebbe mirare a un uso più largo, ma non necessariamente meno selettivo, di forme tecniche di intervento di natura diversa, tendenti a conseguire, in modo appropriato alle situazioni da affrontare, o un'economia di riserve o l'attivazione di quelle esuberanti.

Queste forme di cooperazione instaurerebbero una conveniente maggior misura di solidarietà fra le istituzioni direttamente interessate. Esse presuppongono naturalmente che le istituzioni monetarie di alcuni importanti paesi, le quali nel passato hanno seguito la prassi di mantenere le proprie riserve esclusivamente o quasi totalmente sotto forma di oro, siano disposte a includervi anche valute di altri paesi. Ciò darebbe loro la possibilità di svolgere una politica più attiva sul mercato dei cambi con interventi adeguati e tempestivi, intesi a correggere eventuali movimenti di fondi non desiderati, prima ancora che abbiano modo di raggiungere proporzioni troppo ampie.

Inoltre, per questo tramite potrebbe rendersi necessario l'uso, come riserva di liquidità esterna, delle valute che si dimostrassero maggiormente atte a svolgere questa importante funzione, in aggiunta a quelle poche che ora la svolgono. Conseguentemente, nei prossimi anni il problema di una formazione adeguata di riserve potrebbe trovare una soluzione, almeno parziale, nell'apporto integrativo di nuove valute, che una cooperazione più impegnativa fra le banche centrali in effetti presuppone.

I provvedimenti sopra lumeggiati costituirebbero la prima linea di difesa apprestata a sostegno delle valute che dovessero in futuro trovarsi in difficoltà a ragione di movimenti avversi nelle operazioni finanziarie a breve termine. Ma, per la sua stessa natura, questo tipo di assistenza non sarebbe indicato che nel caso di operazioni di portata non eccessiva, avuto riguardo sia all'ammontare che alla durata; da ciò la necessità che esso sia organicamente integrato nel complesso di strumenti e istituti finanziari internazionali già esistenti.

Le organizzazioni regionali europee potrebbero fornire il quadro istituzionale appropriato per uno sviluppo soddisfacente delle operazioni di assistenza finanziaria diretta fra banche centrali. Anche il Fondo monetario internazionale, i cui principi operativi sono attualmente oggetto di un riesame, al fine di adeguarli alle nuove condizioni create dalla progressiva eliminazione dei controlli valutari, potrebbe

costituire una seconda e più solida linea di difesa, dato che le sue operazioni sono soggette a limiti di tempo meno brevi e costituiscono, quindi, materia di regolamentazione formale per tutta la loro durata.

In un'impostazione coerente, mirante a utilizzare appieno le capacità potenziali del vigente sistema dei pagamenti internazionali sia nei suoi aspetti tecnici che in quelli istituzionali, le risorse del Fondo potrebbero essere usate come ricalzo per quella parte dell'assistenza finanziaria che si rivelasse necessaria oltre i limiti di somma e di tempo ammissibili per l'intervento diretto fra le banche centrali. E, affinché esso potesse svolgere convenientemente le sue funzioni, si dovrebbe considerare l'opportunità, non solo di usare più attivamente le risorse di cui già disponesse, ma anche di integrarle in misura tale da renderle sufficienti al prevedibile fabbisogno dei principali paesi, anche al di là dei limiti entro i quali il suo intervento è previsto nel momento presente.

In definitiva, sembra opportuno sottolineare che, mentre la determinazione delle banche centrali di cooperare più fattivamente fra di loro può, di per sé, costituire una valida difesa da eventuali attacchi speculativi diretti contro l'una o l'altra valuta, le formule tecniche che a tale scopo potranno essere messe a punto non avrebbero altra funzione che il completamento di un meccanismo in gran parte già esistente, al fine di assicurare ai paesi che perdano riserve il margine di tempo sufficiente all'adozione di contromisure atte a eliminare lo squilibrio dei pagamenti con l'estero.

In alcuni casi esse potranno riguardare semplicemente la modificazione di fattori istituzionali; più spesso potranno richiedere anche la revisione delle politiche monetarie, finanziarie ed economiche generali, alla luce della particolare evoluzione delle congiunture e in conformità della disciplina che, con l'introduzione della convertibilità monetaria, i vari paesi si sono impegnati ad osservare.

È evidente, infatti, che tutte le misure che potessero essere adottate per rendere più resistente ed elastico il sistema dei regolamenti internazionali non risolverebbero affatto il problema nascente dall'esistenza di squilibri di fondo nelle bilance dei pagamenti. Nessun accorgimento della tecnica monetaria internazionale può rivelarsi idoneo a sanare situazioni che affondino le loro radici nella lentezza del ritmo di sviluppo della produttività di talune economie nazionali rispetto ad altre, o nello scarso vigore spiegato nella tutela della stabilità monetaria interna.

L'efficacia delle tecniche e degli strumenti monetari appare subordinata alla volontà politica e al successo che possa arridere all'azione dei paesi interessati, diretta ad eliminare le cause fondamentali degli squilibri strutturali dei pagamenti intervenendo dall'interno. D'altra parte, molti elementi stanno a dimostrare che vi è un'intima consapevolezza di questa necessità da parte dei principali paesi; l'orientamento che è stato dato alla collaborazione fra paesi membri nell'ambito degli organi consultivi della nascente Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, ne è la testimonianza più recente e fra le più significative.

LA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'ITALIA

Anche in Italia si è assistito nel 1960 a una intensa espansione dell'economia. A differenza di quanto è avvenuto in altri paesi, essa ha potuto verificarsi senza dar origine a squilibri fra la domanda e l'offerta globali, in virtù dei margini di mano d'opera e di capacità produttiva ancora disponibili, nonché dello sviluppo delle importazioni, non condizionato da difficoltà di bilancia dei pagamenti e da scarsità di disponibilità valutarie.

L'andamento della domanda complessiva ha determinato, da un lato, un forte aumento della produzione e dell'occupazione, dall'altro, un incremento delle importazioni molto maggiore di quello delle esportazioni. Di conseguenza è venuta praticamente ad annullarsi l'eccedenza attiva degli scambi con l'estero di merci e servizi, che aveva raggiunto nel 1959 l'importo di quasi 500 milioni di dollari, e il totale delle risorse assorbite per investimenti e consumi interni si è accresciuto in misura maggiore del reddito nazionale.

Una causa importante dell'espansione dei nostri acquisti all'estero è costituita dal forte sviluppo degli investimenti in capitali fissi, specialmente da parte del settore privato. Ne segue che l'aumento delle importazioni si è concentrato principalmente nel settore dei prodotti finiti e in special modo in quello dei beni strumentali: mentre l'aumento generale delle importazioni è stato del 40 per cento, quello delle importazioni di beni strumentali è stato del 58 per cento.

A sua volta, lo squilibrio verificatosi nel settore alimentare, tra una domanda in notevole aumento perché sostenuta dallo sviluppo del reddito e una offerta limitata dall'andamento avverso di alcune colture agricole e, in generale, dalla difficoltà con la quale lo sviluppo e la riconversione della produzione agricola si adeguano all'incremento e alle variazioni qualitative dei consumi, ha determinato un forte aumento delle importazioni di generi alimentari che è stato, in volume, del 44 per cento.

Ha contribuito altresì ad accrescere le importazioni il processo di ricostituzione delle scorte di materie prime e semilavorati industriali, al quale si è assistito nella prima metà dell'anno.

In linea del tutto orientativa, si può affermare che le cause di ordine congiunturale e quelle di carattere accidentale hanno operato per circa due terzi sull'aumento complessivo delle importazioni, mentre il terzo rimanente è da imputare alle cause connesse con la struttura produttiva esistente e con le variazioni che in essa si manifestano. Merita particolare attenzione lo sviluppo delle importazioni derivante dalla crescente specializzazione del lavoro che consegue ai processi di industrializzazione interna e di integrazione economica e dall'aumento e miglioramento qualitativo dei consumi di generi alimentari.

Gli sviluppi ora richiamati, nonché le maggiori liberalizzazioni dall'area del dollaro e l'intensificazione dei rapporti commerciali con i paesi dell'Europa orientale si sono riflessi in una diversa distribuzione geografica degli approvvigionamenti all'estero dell'Italia. Ovviamente, le provenienze si sono accentrate nei paesi industriali: l'aumento delle importazioni da questi paesi è stato del 46 per cento, contro il 30 per cento dalle altre provenienze.

Il processo d'industrializzazione e di specializzazione in corso tende naturalmente anche a modificare la struttura delle nostre esportazioni allargando la quota parte dei prodotti manifatturati; nello stesso senso vengono ad operare i più ampi finanziamenti per forniture speciali in favore dei paesi meno sviluppati.

Questa evoluzione si concreta, in sostanza, in un aumento relativamente maggiore delle esportazioni di prodotti che incorporano una più elevata quota di valore aggiunto, nella quale assume particolare rilievo il fattore lavoro. I dati sulle esportazioni

di prodotti meccanici e tessili, ripartiti secondo il grado di lavorazione, confermano in pieno questa tendenza.

La circostanza che una quota considerevole delle importazioni è da attribuire a cause di carattere strutturale, congiunta con l'altra, che quote crescenti della produzione manifatturiera sono collocate sul mercato internazionale, deve indurci a considerare la necessità, alla quale non ci possiamo sottrarre, di mantenere il sistema dei prezzi interni in equilibrio con quello dei prezzi internazionali e gli orientamenti produttivi sufficientemente elastici per adeguarli alle esigenze mutevoli di un'economia di mercato.

Invero, il forte sviluppo delle nostre esportazioni e in generale della nostra attività produttiva ha trovato la sua base nell'accresciuta competitività dei nostri prezzi rispetto a quelli internazionali, ottenuta grazie al contenimento delle variazioni delle spese di produzione entro i limiti di aumento della produttività.

Nella Relazione dello scorso anno si avvertiva che la bilancia dei pagamenti correnti, da fortemente eccedentaria quale era stata nel 1958 e nel 1959, tendeva a ritornare verso il pareggio. Tra il 1959 e il 1960 il saldo attivo delle partite correnti si è ridotto da 681 a 255 milioni di dollari, corrispondenti per la quasi totalità all'apporto delle rimesse emigrati, in quanto gli scambi di merci e servizi si sono praticamente chiusi in pareggio e avrebbero anzi registrato un disavanzo se nel contempo non fosse intervenuto il miglioramento della ragione di scambio. Nel primo trimestre di quest'anno, secondo i dati della bilancia valutaria, le partite correnti si sono chiuse con una posizione passiva di 88 milioni di dollari, mentre nel corrispondente periodo dell'anno precedente risultavano in pareggio.

L'anno 1960 è stato altresì caratterizzato da ingenti esportazioni di capitali, effettuate sotto forma sia di investimenti italiani all'estero che di esportazioni con pagamento differito. Il provvedimento introdotto nel luglio 1959, mediante il quale è stato consentito alle imprese italiane di istituire liberamente filiali all'estero e di assumere, senza necessità di autorizzazione preventiva, partecipazioni in imprese similari, ha manifestato appieno i propri effetti. Il totale delle esportazioni di capitali effettuate a questo titolo, con trasferimenti di valuta e con esportazioni di beni strumentali senza pagamento a titolo di apporto nelle imprese estere, ha raggiunto la

rilevante cifra di 171 milioni di dollari. A loro volta le esportazioni con pagamento differito sono ammontate a circa 200 milioni di dollari. Se confrontiamo la curva delle esportazioni con quella dei relativi incassi, constatiamo che esse hanno mostrato nel corso del 1960 una tendenza a dissociarsi progressivamente.

Gli è soprattutto rilevante l'eccezionale aumento di 370 milioni di dollari verificatosi negli impieghi all'estero del sistema bancario italiano in conseguenza delle disposizioni che hanno dapprima autorizzato la costituzione di un'autonoma tesoreria in divisa presso le banche e successivamente imposto l'eliminazione della loro posizione passiva netta in valuta estera.

Questo considerevole deflusso di capitali italiani è stato soltanto in parte compensato dal pur largo aumento degli investimenti esteri in Italia, cosicché il settore del movimento dei capitali ha operato nel 1960 in senso riduttivo, per 237 milioni di dollari, sulla posizione ufficiale in oro e valute, mentre nell'anno precedente aveva agito nel senso dell'aumento per 182 milioni di dollari.

L'attuale tendenza del saldo per merci e servizi a ritornare passivo pone in evidenza che l'esportazione di capitali registrata nel 1960 è stata di carattere congiunturale, cosicché è da escludere che l'Italia possa essere già annoverata fra i paesi strutturalmente esportatori di capitali.

Per conseguenza, il concorso che l'Italia può fornire nel quadro della collaborazione internazionale alla soluzione dei due più pressanti problemi che si pongono attualmente all'attenzione dei governanti, quello degli aiuti ai paesi meno sviluppati e quello della liquidità internazionale, dovrà accentrarsi soprattutto in quest'ultimo settore, che è più pertinente alla nostra attuale situazione.

Anche per la soluzione del primo problema l'Italia non ha mancato né mancherà di dare il suo contributo; ma esso dovrà essere fornito in limiti e forme compatibili con le esigenze di sviluppo interno del paese. In linea con questi principi sono da considerare le recenti misure adottate per l'assicurazione e il finanziamento dei lavori italiani all'estero, nonché il disegno di legge, già approvato dal Senato, che, nel riordinare tutta la materia dei crediti all'esportazione, prevede nuove forme di finanziamento in favore dei paesi meno sviluppati. Tali forme sono, ad un tempo, più

adatte alle esigenze di questi paesi e più conformi ai principi di una sana politica monetaria, perché consentono di effettuare la provvista di fondi sul mercato dei capitali, evitando che l'onere del finanziamento possa venire a gravare sull'Istituto di emissione, come è avvenuto recentemente in alcuni casi.

Le prospettate esigenze di incremento dell'occupazione all'interno impongono, per altro, che gli aiuti ai paesi meno sviluppati vengano inquadrati in un programma che miri a stabilire l'entità delle risorse interne che possono essere destinate a tal fine e ad individuare i settori nei quali l'attività produttiva può essere ulteriormente incrementata, in vista del soddisfacimento delle peculiari necessità dei paesi medesimi.

Nel campo della liquidità internazionale, l'Italia ha già fornito nello scorso anno un apporto notevole, con l'eliminazione del saldo passivo della posizione in divisa delle banche verso l'estero, ottenuta mediante uno sviluppo degli impieghi in valuta all'estero.

Ciò ha avuto luogo quasi interamente attraverso acquisti presso l'Ufficio italiano cambi di dollari contro lire con patto di riscatto e quindi, anche a tutela dell'integrità patrimoniale delle banche, senza trasferimento ad esse del rischio di cambio in dollari che è rimasto all'Ufficio. Queste diverse operazioni si sono a loro volta tradotte in una riduzione delle disponibilità ufficiali in dollari finanziate dall'Ufficio con mezzi forniti dalla Banca d'Italia e in un aumento delle disponibilità delle banche italiane in tale valuta. E così l'onere del finanziamento delle complessive disponibilità valutarie si è in qualche misura trasferito dall'Ufficio alle banche.

Queste misure dettate da esigenze di carattere congiunturale hanno prodotto la conseguenza che il sistema bancario italiano ha ampliato la funzione di intermediario nella raccolta e negli impieghi in valuta all'estero e limitato quella rivolta prevalentemente alla raccolta all'estero in valuta per l'impiego all'interno, come avveniva in precedenza.

L'obbligo della eliminazione della posizione passiva delle banche rientra nel quadro delle misure che mirano ad agevolare il controllo della liquidità del mercato interno, in quanto tendono a salvaguardarlo dagli effetti perturbatori che taluni movimenti di capitali a breve termine potrebbero avere.

Per tali vie la politica monetaria può svolgere la sua azione anche in forme diverse da quelle più note: la regolamentazione delle operazioni bancarie con l'estero offre, a questo fine, altre possibilità di intervento che vengono ad acquistare un'efficacia sempre maggiore, in relazione al crescente sviluppo di tali attività.

È importante rilevare che il sistema bancario ha aumentato le sue attività in valuta all'estero in misura superiore a quella che sarebbe stata necessaria per ottemperare all'obbligo dell'eliminazione della propria posizione passiva in valuta verso l'estero e quindi ha costituito una riserva di liquidità in valute convertibili. Al 31 marzo scorso tale riserva, ottenuta come differenza fra gli impieghi e la provvista all'estero delle aziende di credito, risultava pari a 57 miliardi di lire.

La variazione della posizione netta valutaria della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano cambi è stata di 572 miliardi di lire nel 1959 e di 65 miliardi nel 1960. Essa rappresenta l'onere di finanziamento che ha gravato sull'Istituto di emissione. Tenuto conto che le banche hanno aumentato la posizione debitoria netta sull'estero di 54 miliardi nel 1959 e l'hanno ridotta di 208 miliardi nel 1960, ne risulta che la creazione di liquidità dovuta al settore estero è diminuita da 518 miliardi nel 1959 a 273 miliardi nel 1960.

L'ANDAMENTO PRODUTTIVO E IL SUO FINANZIAMENTO

Gli aspetti congiunturali che hanno caratterizzato l'attività economica italiana durante il 1960 sono stati originati, almeno in parte, dalle vicende delle due annate precedenti, durante le quali la formazione di una elevata liquidità e il ribasso dei tassi di interesse avevano fornito la premessa per quello sviluppo che poi si ebbe nella seconda metà del 1959, allorché la espansione della domanda estera, prima, e l'aumento degli investimenti produttivi, poi, dettero nuovo impulso all'attività economica.

Lo sviluppo dell'interscambio ha agito ad un tempo da elemento propulsore ed equilibratore.

La domanda estera, dopo un ulteriore aumento nei primi mesi, si assestò sugli elevati livelli già raggiunti, mostrando tuttavia qualche incertezza verso la metà dell'anno, per manifestare poi una promettente ripresa nei mesi più recenti. Gli investimenti in impianti produttivi, dopo la stabilizzazione ad alto livello dell'estate,

hanno in seguito anch'essi ripreso ad aumentare. A questa tendenza si è aggiunto di recente il risveglio dell'attività edilizia, sia pubblica che privata. Il processo di ricostituzione e di adeguamento delle scorte, in relazione alle crescenti dimensioni della produzione, è stato piuttosto vivace nel primo semestre dell'anno, ma anche successivamente le giacenze hanno continuato ad accrescersi, specie per i prodotti in corso di lavorazione, in connessione con il favorevole andamento dell'attività produttiva.

Il permanere dell'alta congiuntura ha consentito un rilevante sviluppo dell'occupazione e, a causa anche dell'aumento delle retribuzioni, ha comportato un cospicuo accrescimento del reddito disponibile per i consumi.

Sotto la spinta di queste diverse sollecitazioni la produzione industriale è aumentata, così, in misura mai prima realizzata; l'indice annuo infatti ha superato del 13,7 per cento quello dell'anno precedente, risultato questo che consente al nostro paese di figurare al primo posto, come sviluppo produttivo, tra i principali paesi industriali dell'Europa occidentale. Questo primato è stato conservato anche nel periodo più recente; nonostante che il saggio di espansione sia diminuito nella seconda parte dell'anno, il livello produttivo del primo trimestre del 1961 ha superato quello dello stesso periodo del 1960 di quasi il 10 per cento.

Allo sviluppo della produzione industriale ha contribuito in modo decisivo l'espansione del settore dei beni per la produzione, soprattutto quella eccezionale relativa ai beni di investimento, pari nella media dell'anno al 19,4 per cento.

L'attività pubblica nel campo dell'edilizia, contrariamente a quanto si era verificato nell'anno precedente, non ha fornito all'aumento della domanda globale un ulteriore stimolo, che, se si fosse verificato, avrebbe d'altra parte potuto determinare fenomeni di surriscaldamento. È in tale prospettiva che devono essere considerati l'andamento del settore delle opere pubbliche nel corso del 1960 e, in pari tempo, la recente ripresa in questo ramo di attività.

Lo sviluppo dell'attività produttiva e le esigenze di finanziamento connesse con il maggior fabbisogno di capitale d'esercizio, anche in relazione con la ricostituzione e l'aumento delle scorte di materie prime e prodotti, hanno determinato nel 1960 un

notevole incremento dei crediti a breve termine al settore privato, i quali sono aumentati di 1.202 miliardi, rispetto a 678 nel 1959 e a soli 203 miliardi nel 1958.

Gli investimenti in titoli delle banche si sono accresciuti di 264 miliardi, pari a circa un terzo dell'importo dell'anno precedente che fu di 794 miliardi.

L'eccezionale aumento del 1959 fu sostanzialmente determinato dai rilevanti acquisti di buoni del tesoro ordinari per 501 miliardi; mutata in seguito la situazione di liquidità delle aziende, nell'anno più recente esse ne hanno assorbito soltanto 47 miliardi.

Particolarmente cospicui sono stati, in entrambi gli anni, gli investimenti in titoli privati ed in particolare in obbligazioni degli istituti speciali di credito che hanno segnato nel 1960 un incremento di 232 miliardi, rispetto a 218 nel 1959.

Ai predetti impieghi ed investimenti le aziende di credito hanno provveduto prevalentemente con i nuovi depositi raccolti; esse però hanno dovuto anche attingere in misura ragguardevole alle riserve di liquidità accumulate negli anni precedenti e far ricorso, sebbene in lieve misura, all'indebitamento verso la Banca d'Italia.

I depositi raccolti nel 1960 sono ammontati a 1.351 miliardi (contro 1.271 nell'anno precedente); ma, poiché sono stati versati 307 miliardi per riserva obbligatoria, sono rimasti disponibili 1.044 miliardi, ai quali si sono aggiunti 86 miliardi raccolti in forme diverse dai normali depositi, 37 miliardi ottenuti dall'indebitamento verso la Banca d'Italia e 322 miliardi attinti alle riserve di liquidità: quest'ultima cifra risulta da una diminuzione di 359 miliardi nei buoni del tesoro ordinari in libera disponibilità e da un aumento di 37 miliardi nelle altre partite che compongono le riserve di liquidità.

La larga disponibilità di fondi esistente sul mercato dei capitali e il diminuito assorbimento da parte del Tesoro hanno consentito alle attività produttive di acquisire fondi a medio e lungo termine, sia mediante prestiti e mutui che con emissioni azionarie e obbligazionarie, per un ammontare complessivo di 1.638 miliardi, rispetto a 1.064 nell'anno precedente.

Trattasi di un aumento particolarmente rilevante che da solo supera, sia pure di poco, quello verificatosi in pari tempo nell'ammontare degli investimenti lordi fissi. I

maggiori mezzi finanziari formatisi all'interno delle imprese produttive, provenienti dagli ammortamenti e altri autofinanziamenti, sono quindi rimasti disponibili, determinando così un miglioramento della situazione di liquidità delle imprese od almeno un più contenuto peggioramento rispetto a quello che le esigenze di finanziamento delle aumentate scorte e dell'accresciuta attività produttiva avrebbero comportato.

Questo travaso di fondi dalla raccolta a medio e a lungo termine al miglioramento della situazione di liquidità delle imprese non ha però riguardato tutti i comparti di attività produttiva, essendosi concentrato soprattutto nel settore delle imprese in grado di raccogliere direttamente i fondi sul mercato sotto forma azionaria e obbligazionaria. In tali imprese l'aumento delle disponibilità finanziarie a medio e a lungo termine ha largamente superato il corrispondente fabbisogno per i maggiori investimenti fissi attuati nell'anno ed esse hanno quindi potuto procedere al consolidamento dei loro debiti a breve, in qualche caso riducendo la loro esposizione verso il sistema bancario, nonché depositare presso le aziende di credito parte dei fondi raccolti, in attesa della loro utilizzazione a misura che verranno realizzati i programmi di investimento.

Gli aspetti sui quali ci si è soffermati permettono di rilevare che il pur elevato incremento degli impieghi a breve delle aziende di credito non riflette ancora appieno l'aumento intervenuto nel fabbisogno di prestiti a breve del sistema produttivo, nel suo insieme; essi, d'altra parte, stanno ad indicare che l'evoluzione della situazione di liquidità delle imprese produttive nel loro complesso è stata la risultante di un andamento tuttora favorevole nel comparto delle aziende che hanno potuto spostare fondi dalla raccolta sul mercato dei capitali verso gli usi a breve e di una sensibile riduzione della liquidità aziendale negli altri settori del mercato.

Al settore privato sono affluiti nel 1960, sotto forma di prestiti e di mutui, 880 miliardi, rispetto a 691 nell'anno precedente e a 580 miliardi nel 1958. La raccolta diretta mediante azioni ed obbligazioni è salita a 758 miliardi, cioè ad un ammontare all'incirca doppio di quello dell'anno precedente. Le emissioni complessive di valori mobiliari, comprese quelle effettuate dagli istituti speciali il cui ricavo è stato poi

trasferito alle imprese mediante prestiti e mutui, sono salite da 601 miliardi nel 1959 a 1.160 miliardi, dei quali 664 sotto forma obbligazionaria e 496 con emissioni azionarie.

La favorevole disposizione del mercato ha consentito che fossero consolidati ed anche accresciuti nel corso del 1960 i vantaggi conseguiti nel costo della raccolta durante il precedente biennio.

La domanda dei titoli è stata in continuo aumento non solo per effetto della maggiore formazione di risparmio, ma anche e soprattutto dell'evoluzione del mercato interno verso gli investimenti finanziari, nonché del forte incremento della domanda estera.

L'ammontare complessivo delle emissioni azionarie ed obbligazionarie è stato pari nel 1960 a circa il 71 per cento della formazione di disponibilità liquide, contro analoghi rapporti del 45 per cento nel biennio 1958-59 e del 48 per cento nel 1956-57.

Per quanto riguarda l'aumentata domanda estera basterà ricordare che il volume netto degli investimenti esteri, i quali avvengono per la maggior parte sotto forma azionaria, è stato di 142 miliardi di lire nel 1959 e di 278 miliardi nel 1960.

Nonostante l'eccezionale aumento delle emissioni azionarie, l'offerta di nuovi titoli non è stata di entità tale da consentire l'adeguamento all'incremento della domanda, di modo che la tensione si è riflessa sul livello delle quotazioni.

Il periodo di continuata ascesa delle quotazioni azionarie si è identificato nel tempo con la fase di più rapido sviluppo che abbia attraversato l'economia italiana dopo la stabilizzazione del 1947. Non è pertanto priva di significato la circostanza che la maggiore flessione delle quotazioni azionarie abbia coinciso con un periodo, compreso tra il finire dell'estate e dell'autunno 1960, contrassegnato da incertezze sulle possibilità future di continuato e intenso sviluppo, così come la successiva ripresa delle quotazioni in fine d'anno e il più recente andamento hanno seguito da presso le migliorate prospettive tanto nel campo della economia interna che in quello della congiuntura internazionale.

I fattori di fondo che hanno operato sul mercato azionario non esauriscono però il complesso dei motivi d'ordine finanziario e anche istituzionale che hanno concorso ad

imprimere all'andamento delle quotazioni azionarie un'inconsueta ampiezza di oscillazioni.

La liquidità lasciata a suo tempo al mercato e al sistema bancario per assecondare lo sviluppo produttivo non poteva non affluire, per varie vie dirette e indirette, anche verso il mercato dei capitali e il finanziamento delle relative operazioni. Del resto, nella misura in cui l'aumento del volume delle operazioni di borsa e del loro finanziamento rappresenta lo sviluppo fisiologico del mercato connesso con l'evoluzione della nostra economia, esso costituisce anche il presupposto di un sano sviluppo del mercato dei capitali, sempre che siano evitati eccessi.

L'adeguamento delle quotazioni azionarie, verificatosi in una fase in cui era particolarmente vivace l'impulso dato dai fattori di fondo e mentre il rapido allargamento del mercato poneva nuove esigenze di ordine istituzionale che non potevano con altrettanta rapidità essere soddisfatte, si è spinto, però, a volte, ben oltre il suo ritmo naturale di sviluppo e ciò nonostante che lungo tutto l'anno, ed anche nel periodo da gennaio a settembre, la liquidità del mercato e quella del sistema bancario siano andate continuamente diminuendo.

Gli è che, pur in presenza di un elevato incremento della produzione, la situazione di liquidità delle imprese è rimasta in alcuni settori ancora favorevole, di modo che l'espansione dei crediti a breve al sistema produttivo, pur essendo notevole, non è stata tale da assorbire tutto il potenziale di credito, che è pertanto rimasto in parte disponibile per altri impieghi.

In prosieguo di tempo, l'ulteriore ridursi della liquidità del sistema bancario, anche a causa degli aumentati fabbisogni delle imprese, è venuto a coincidere con le incertezze, di cui prima si è detto, nella persistenza delle stesse cause di fondo che avevano determinato il continuo aumento delle quotazioni, e si è così originata quella inversione di tendenza che, alimentata anche da fenomeni di natura speculativa favoriti dalla limitatezza del mercato e dal numero relativamente esiguo dei cosiddetti investitori istituzionali, ha determinato la flessione del settembre-ottobre.

Eliminata, sia pure attraverso ampie oscillazioni, la punta dell'agosto-settembre, il mercato si è successivamente assestato, riprendendo poi su fondo piuttosto sostenuto.

Il ciclo delle quotazioni di borsa ha continuato ad evolversi anche negli altri principali paesi europei attorno ai massimi registrati nell'intero periodo post-bellico. All'ulteriore e deciso progresso dei primi nove mesi è succeduta una fase di assestamento dei prezzi nell'ultima parte dell'anno, distinta da un netto declino all'inizio dell'autunno, più accentuato là dove il precedente rialzo era stato più forte e prolungato. Il movimento correttivo ha coinciso, per altro, con una più cospicua offerta di nuovi titoli in relazione ad operazioni di aumento di capitale su larga scala, circostanza questa che dev'essere annoverata fra le concause degli accennati ribassi e del nuovo equilibrio dei mercati.

Passando agli impieghi a medio e a lungo termine degli istituti speciali di credito si rileva che essi sono aumentati nel 1960 di 566 miliardi, rispetto a 375 nell'anno precedente.

Gli istituti che nell'anno più recente hanno maggiormente ampliato il volume di credito sono quelli che si dedicano al finanziamento dei settori delle industrie e delle opere pubbliche e della edilizia. E hanno invece segnato un aumento non superiore a quello dell'anno precedente i mutui di miglioramento degli istituti speciali di credito agrario.

Al raggiungimento della più ampia capacità di finanziamento degli istituti di credito mobiliare hanno concorso, assieme alla favorevole situazione di liquidità del mercato, che ha fornito la possibilità di attingervi i mezzi a minor costo, l'evoluzione intervenuta nella struttura e nella funzionalità di questo settore del sistema creditizio e la collaborazione di esso con gli organismi di credito ordinario, i quali agevolano la raccolta e gli impieghi, rendendo inoltre più capillare la distribuzione di questi ultimi e in ciò favorendo le attività minori e regionali.

Nel 1960, oltre ai maggiori istituti di credito mobiliare, anche gli organismi minori e di recente costituzione hanno sviluppato notevolmente la loro attività. Le sezioni per il finanziamento di opere pubbliche e di impianti di pubblica utilità avevano, a fine anno, mutui in essere per 111 miliardi, con un aumento di 53 miliardi; ciò è da attribuire anche al lavoro compiuto da cinque nuove sezioni che hanno cominciato ad operare nell'anno più recente.

Questa utile esperienza va tenuta presente anche ai fini dell'assistenza creditizia all'agricoltura, poiché nel quadro coordinato delle iniziative e degli interventi previsti dal Piano Verde un più ampio volume di mutui di miglioramento presuppone, in concorso con l'adozione di tassi adeguati alle esigenze della agricoltura, l'espansione della raccolta obbligazionaria.

Nella distribuzione territoriale degli impieghi si è osservato un sensibile progresso, anche relativo, delle regioni meridionali e insulari; tuttavia le esigenze dello sviluppo industriale del Mezzogiorno richiedono un ulteriore importante concorso di tutti gli istituti di credito.

IL MERCATO MONETARIO E IL GOVERNO DELLA LIQUIDITÀ

La tendenza a un ampliamento delle dimensioni del mercato monetario e finanziario ha trovato conferma nel 1960, anno in cui le disponibilità complessive di nuova formazione sono ammontate a 3.256 miliardi, superando di oltre 600 miliardi quelle costituitesi nel 1959. Il flusso del 1960 è composto per un terzo da titoli e per due terzi da altri crediti.

Per quanto riguarda, in particolare, il mercato monetario, il fabbisogno aggiuntivo di liquidità dell'economia che si manifesta in connessione con lo sviluppo del volume degli scambi monetari può soddisfarsi, come è noto, attraverso tre distinte componenti: una esterna, rappresentata dall'avanzo di bilancia dei pagamenti che dà luogo ad acquisizione netta di valuta estera, e due interne, rappresentate rispettivamente dall'indebitamento a breve termine del settore pubblico e dall'analogo indebitamento del settore privato.

Nel quinquennio 1956-60 lo sviluppo della circolazione e dei conti correnti, cioè della liquidità primaria, ha seguito quello dei crediti a breve con perfetto parallelismo. Lo sviluppo della liquidità secondaria (comprensiva delle altre forme di depositi bancari, nonché dei crediti e titoli a breve sul Tesoro) è stato più rapido; cosicché la partecipazione di essa al totale delle disponibilità liquide è aumentata dal 38,8 al 45,1 per cento. I saggi di incremento delle disponibilità liquide primarie, alquanto più elevati

di quelli del reddito nazionale, denunciano una diminuzione della velocità di circolazione della massa monetaria, fenomeno caratteristico dei periodi nei quali si rafforza la fiducia nella stabilità della moneta.

Nel loro insieme, quindi, le disponibilità liquide, primarie e secondarie, si sono accresciute in misura maggiore dei crediti a breve; l'eccedenza è stata trasferita dal mercato monetario a quello dei capitali. Questo trasferimento, in appropriato rapporto con gli altri impieghi, si realizza, nel nostro ordinamento, prevalentemente attraverso l'appoggio delle aziende di credito all'attività degli istituti e delle sezioni speciali di credito.

Se esaminiamo il concorso relativo che le varie componenti hanno dato durante il quinquennio alla complessiva creazione di disponibilità liquide, appaiono evidenti la diminuita influenza del Tesoro e l'aumento di quella dell'estero e del settore privato, quest'ultima accentuatasi nel 1960. Infatti, il ritmo annuale di espansione nell'indebitamento a breve del Tesoro risulta in diminuzione negli anni dal 1956 al 1959, ad eccezione del 1958, anno caratterizzato da abbondante liquidità e dall'assenza di emissioni statali sul mercato finanziario; in quell'anno il finanziamento al Tesoro fu fornito dalle aziende di credito. Nel 1959, perdurando un alto livello di liquidità, l'indebitamento a breve del Tesoro è stato limitato a 44 miliardi, ma vi è stato uno spostamento nelle fonti di finanziamento, essendosi ancora accresciuto l'indebitamento verso le aziende di credito e ridotto quello verso la Banca d'Italia. Nel 1960 l'indebitamento a breve del Tesoro ha segnato una lieve diminuzione.

Come effetto dell'andamento sopra descritto, la partecipazione dei crediti a breve sul Tesoro al totale dei crediti in essere è scesa dal 45,0 per cento alla fine del 1955 al 30,7 per cento alla fine del 1960.

L'avanzo annuale dei pagamenti con l'estero è andato crescendo fino al 1959, ma si è dimezzato nell'anno più recente. Alla fine del 1960 la consistenza dell'oro e dei crediti a breve sull'estero era di circa 2.000 miliardi, pari al 16,0 per cento del totale dei crediti a breve termine, a fronte del 6,7 della fine del 1955.

Il volume dei nuovi mezzi attinti al sistema bancario dal settore privato è andato decrescendo fino al 1958, in concomitanza con l'ampio indebitamento degli altri due

settori considerati; ma, con il cambiamento di tendenza prima del Tesoro e poi dell'estero, si è avuta una netta ripresa che nel 1959 ha più che triplicato l'importo del 1958 e, nel 1960, quasi raddoppiato quello dell'anno precedente. La partecipazione dei crediti bancari al totale dei crediti a breve in essere è aumentata nel quinquennio, dal 48,4 al 53,3 per cento.

L'eccedenza delle complessive disponibilità liquide acquisite dal settore privato sul suo indebitamento a breve, nella quale si misura l'«avanzo di liquidità» dello stesso settore, è stata di 424 miliardi nel 1960, contro 855 nel 1959 e 1.030 nel 1958.

Mentre in tale anno lo sviluppo degli impieghi era eccezionalmente rimasto al di sotto di quello della moneta bancaria, in ciò riflettendosi la ridotta funzione «moltiplicatrice» delle aziende di credito in presenza della forte espansione di liquidità derivante dai rapporti con l'estero e dal rallentato saggio d'incremento produttivo, nel 1959 gli aumenti di queste due grandezze si sono pressoché equivalsi, e nel 1960, infine, lo sviluppo degli impieghi ha largamente ecceduto la formazione di moneta bancaria, quale conseguenza della più vivace attività economica e della più limitata formazione di liquidità ascrivibile al settore estero.

Le riserve primarie delle aziende di credito (definite come somma delle voci cassa buoni ordinari del tesoro, depositi presso il Tesoro, e disponibilità presso la Banca d'Italia nelle forme di depositi volontari e di margine utilizzabile sui conti di anticipazione) sono sensibilmente diminuite sia in rapporto ai depositi, sia anche in assoluto, pur mantenendosi ad un livello adeguato alle esigenze operative. Il loro rapporto percentuale ai depositi è infatti sceso dall'11,3 a fine 1959 al 6,6 a fine 1960. Nell'importo assoluto, la diminuzione durante l'ultimo anno è stata da 999 a 677 miliardi.

Questa contrazione nel volume delle riserve primarie di liquidità delle banche, che fa nettamente contrasto alle forti espansioni dei due anni precedenti, è dovuta, in linea principale, alla già ricordata riduzione nel volume di nuova liquidità nascente dall'acquisizione di valuta estera e, in linea secondaria, a un minor aumento negli impieghi netti della Banca d'Italia a favore delle aziende di credito; mentre le operazioni del Tesoro non hanno esercitato un effetto sensibile di creazione o distruzione di liquidità bancaria in alcuno dei due anni.

La creazione di disponibilità sulla Banca d'Italia dovuta alle operazioni richiamate ed a quelle del Tesoro è soggetta ad ampie variazioni congiunturali; per contro, i fattori di assorbimento di tali disponibilità, ossia l'espansione della circolazione dei biglietti e quella delle riserve obbligatorie delle banche, agiscono con maggiore regolarità di andamento. Di ciò si ha conferma anche nel confronto delle esperienze degli ultimi due anni. Mentre l'espansione complessiva della circolazione dei biglietti e delle riserve obbligatorie è stata, in entrambi, di un ordine di grandezza compreso fra 450 e 500 miliardi, la creazione di liquidità bancaria dovuta alle operazioni della Banca d'Italia e del Tesoro è scesa da circa 650 miliardi nel 1959 a circa 200 nel 1960, determinando col suo andamento il risultato finale di una espansione della liquidità bancaria pari a circa 200 miliardi, nel primo anno, e di una contrazione pari a circa 300, nel secondo.

Se rivolgiamo particolarmente la nostra attenzione agli andamenti più recenti, appare che le proporzioni in cui le liquidità primarie e quelle secondarie concorrono a formare le complessive disponibilità liquide sono rimaste immutate, nel 1960, rispetto a quelle dell'anno precedente. Nel corso del 1959, invece, la liquidità primaria segnò uno sviluppo maggiore in termini relativi; tale fenomeno riguardò soprattutto la moneta bancaria, in ciò riflettendo principalmente il deciso mutamento del clima congiunturale. La tendenza, già rilevata negli anni precedenti, verso forme d'investimento più durature si è nuovamente riaffermata nel 1960, anno in cui lo spostamento ha oltrepassato, nella scala delle scadenze, anche lo stadio delle liquidità secondarie, arrivando fino agli investimenti in titoli azionari e obbligazionari.

Tra i settori che hanno richiesto moneta, la parte più importante è stata sostenuta, nel 1960, da quello privato. Il Tesoro, come creatore di liquidità, si è mantenuto infatti su una posizione neutrale, mentre il settore estero ha presentato un disavanzo di liquidità all'incirca dimezzato rispetto all'anno precedente. Ciò significa che, contrariamente a quanto accadde nel 1959, allorché la componente estera sostenne una parte principale nel processo di formazione di liquidità, o nel 1958, quando a tale componente si associò il settore pubblico, la maggiore liquidità richiesta dal mercato è stata soddisfatta prevalentemente attraverso l'attivazione, da parte delle banche, delle riserve di liquidità accumulate in precedenza. Tale circostanza conferma altresì la

funzione alternativa che, in condizioni normali, assumono le singole componenti creatrici di liquidità, e in particolare l'elevato grado di surrogabilità che lega la componente esterna con la componente interna rappresentata dal settore privato, di fronte al variare degli stimoli congiunturali recati dagli scambi interni ed internazionali.

Se a questa constatazione si aggiunge l'altra che le possibilità di espansione del credito da parte del sistema bancario trovano ovviamente il loro limite nella situazione di liquidità delle banche, la quale a sua volta è in larga misura determinata dalle operazioni del Tesoro e da quelle dell'istituto di emissione, appare in tutta evidenza che un ordinato governo della liquidità richiede una costante e stretta collaborazione fra il Tesoro e l'Istituto di emissione. Questa esigenza è stata meno avvertita in passato allorché si è manifestata la prevalenza, tra i fattori di creazione di liquidità, della componente esterna, ossia delle larghe cessioni di valuta estera agli organi monetari, rispetto alle componenti interne, ossia rispetto alle operazioni del Tesoro e del sistema bancario. Ma essa riacquista tutto il suo peso ora che, con la contrazione dell'avanzo di bilancia dei pagamenti, l'importanza relativa della componente estera si viene riducendo. Lo spostamento che si delinea dalla fonte esterna a quella interna di creazione di liquidità risponde, è quasi superfluo ricordarlo, ad un mutamento intervenuto nell'ordine di importanza degli obiettivi di politica economica che si propongono al nostro paese, l'avvenuta ricostituzione di una adeguata scorta valutaria, consentendo ora infatti di spostare verso gli usi interni le risorse reali che negli ultimi tre anni hanno preso forma di eccesso di esportazioni di merci e servizi, e le altre che possiamo procurarci dall'estero grazie alle rimesse degli emigrati e agli altri trasferimenti unilaterali verso il nostro paese.

È ben noto che la ricostituzione delle riserve ha assunto, specie nei primi anni successivi alla stabilizzazione, fondamentale importanza nel consentire un ordinato sviluppo del processo di liberalizzazione degli scambi e dei pagamenti con l'estero. Ora, chi si volga a considerare, sotto il profilo della creazione di liquidità, i fattori ambientali e le azioni di politica economica che hanno maggiormente concorso a quella ricostituzione, deve annoverare fra essi, sia il mantenimento di un'apprezzabile proporzione tra l'espansione della spesa e quella dell'entrata statale, sia le sane pratiche finanziarie seguite dal Tesoro nel provvedere alla copertura del deficit, le quali hanno

mirato a riassorbire periodicamente buona parte della liquidità che il deficit stesso veniva costituendo. Indubbiamente, il mantenimento entro limiti moderati della creazione di liquidità dovuta al Tesoro e la politica almeno ugualmente severa seguita nelle operazioni di impiego dell'Istituto di emissione, hanno sollecitato i meccanismi economici ad operare nel senso della realizzazione di un avanzo di bilancia dei pagamenti e della correlativa creazione «esterna» di liquidità. A sua volta, l'avanzo della bilancia dei pagamenti ha potuto realizzarsi senza imporre all'economia italiana indebite pressioni deflazionistiche, e ciò essenzialmente perché alla sua formazione hanno concorso importanti trasferimenti unilaterali verso il nostro paese, e perché l'affermazione dei nostri esportatori sui mercati esteri è stata favorita dalla condizione di leggera inflazione che, nell'ultimo quinquennio, ha caratterizzato l'economia mondiale.

Si ebbe già modo di rilevare, nelle passate Relazioni, che nel corso del 1958 e del 1959 la liquidità creata attraverso la rapida espansione della riserva aurea e valutaria, in entrambi gli anni, e il finanziamento a breve del Tesoro, nel solo 1958, eccedette in qualche misura i normali fabbisogni del mercato. Ciò accadde per la limitata elasticità connaturata nell'altra componente interna, cioè per il limitato adattamento, in senso bilanciante, del volume del credito bancario e, nel solo 1958, per il più contenuto saggio di sviluppo della produzione.

Si ebbe altresì occasione di affermare che la liquidità eccedente non venne deliberatamente riassorbita, nell'intento di lasciarle la funzione di sollecitazione verso una riduzione del livello generale dei tassi d'interesse e di spinta verso la ripresa produttiva. Entrambi i risultati vennero conseguiti: e probabilmente il biennio 1958-59 verrà ricordato come quello in cui la struttura dei tassi di interesse in Italia, grazie anche al maggiore inserimento del paese nell'economia internazionale, si è finalmente portata verso livelli più vicini a quelli dei paesi a più elevata capitalizzazione.

Di fronte all'ormai avviata ripresa produttiva e in presenza di una persistente formazione di liquidità dovuta alla componente esterna, il Tesoro, verso la metà del 1959, 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, gli procurarono 434 miliardi di denaro fresco. Questa somma si è ragguagliata, come

ordine di grandezza, al fabbisogno incontrato dal Tesoro, per le proprie occorrenze, dall'inizio del 1959 fino a tutto il primo trimestre 1961; pertanto tutta la restante raccolta effettuata dal Tesoro nello stesso periodo, principalmente rappresentata dal collocamento dei buoni del tesoro ordinari, soprattutto presso le aziende di credito, si è resa disponibile per rimborsi alla Banca d'Italia.

Nel corso del 1961 il livello assoluto della liquidità bancaria non ha presentato variazioni apprezzabili. In tali condizioni, le autorità monetarie non hanno creduto opportuno di effettuare nuove emissioni di titoli di debito pubblico patrimoniale, il cui provento, per le favorevoli condizioni in cui si sta attualmente svolgendo la gestione del Tesoro, avrebbe rappresentato il mezzo per distruggere liquidità in equivalente ammontare.

Nel quadro delle prospettive future, riguardanti un avvenire prossimo e meno prossimo, può attendibilmente ipotizzarsi una situazione di bilancia dei pagamenti in relativo equilibrio. La favorevole situazione attuale del Tesoro, a sua volta, potrà subire mutamenti allorquando verranno messi in esecuzione i vari programmi straordinari di spese, già progettati o in corso di progettazione, non ancora giunti al perfezionamento. È d'uopo che, data la loro origine prevalentemente ascrivibile a maggiori investimenti, gli accresciuti fabbisogni del Tesoro siano fronteggiati, al loro manifestarsi, nei modi più ortodossi, cioè con il ricorso al mercato dei capitali, affinché il settore pubblico non si presti ad essere alimento di possibili spunti inflazionistici, così come negli ultimi tempi si è evitato che esso divenisse fonte di pressioni deflazionistiche.

Nelle descritte condizioni, l'Istituto di emissione potrà essere chiamato a regolare il processo di formazione di liquidità, facendo anche perno sull'altra componente interna, e cioè sul credito bancario al settore privato, attraverso l'azione moltiplicatrice dei maggiori mezzi che potranno essere posti a disposizione delle aziende di credito. Potrà accadere che la prospettata diversa dinamica delle componenti alle quali risale la formazione della liquidità si riveli idonea a rifornire il mercato dei mezzi richiesti in misura più aderente alle sue effettive esigenze. Ovviamente, gli strumenti di politica monetaria che si giudicherà opportuno di porre in opera saranno applicati con tutta oculatezza, avendo soprattutto riguardo ai loro riflessi sulla bilancia dei pagamenti; un'eventuale situazione deficitaria che in questa dovesse insorgere

potrebbe essere accettata solo se giudicata effetto di cause del tutto transitorie, cioè strettamente attribuibili al periodo breve.

I mutamenti in atto nel mercato monetario e finanziario stanno ad attestare il progresso del nostro paese verso ordinamenti più evoluti e più corrispondenti alla posizione che esso va assumendo di paese industriale in posizione avanzata fra quelli più dinamici; ancorché, sotto qualche profilo, la nostra economia sia corsa in avanti più celermente delle istituzioni nelle quali essa si inquadra.

Essi confermano altresì il maggior contributo degli strumenti monetari e creditizi al finanziamento dello sviluppo della economia interna.

Il finanziamento di un processo di sviluppo in regime di moneta stabile e in un'economia aperta alle sollecitazioni del mercato internazionale pone alle autorità monetarie problemi di non lieve momento.

Coscienti dei limiti della politica monetaria e creditizia, siamo altresì convinti che una politica attenta alle nuove esigenze, articolata nei mezzi, tempestivamente adattantesi ai mutevoli aspetti della realtà economica e alle nuove forme sotto le quali si vanno presentando pur vecchi problemi, costituisce un fattore indispensabile di azione fiancheggiatrice e stimolatrice del processo di sviluppo.

Allo stesso modo che al pericolo di grande ed aperta inflazione si è venuta sostituendo una varietà di insidie meno appariscenti ma non per questo meno pericolose, così la condotta della politica monetaria richiede un paziente ed accorto lavoro di continuo adattamento degli strumenti a disposizione e del loro uso alla pluralità e mobilità dei problemi da affrontare.

Una politica monetaria ben ferma nei fini, ma sufficientemente articolata nei mezzi e nelle forme particolari in cui essa si estrinseca, richiede evidentemente una elevata efficienza operativa del sistema monetario e bancario nel suo insieme.

Sotto questo riguardo la proficua e feconda collaborazione che le aziende di credito e gli altri istituti creditizi danno all'Istituto di emissione ha costituito in passato e continuerà ad essere in futuro la più valida garanzia per il buon funzionamento del sistema, in concordia d'intenti con l'attività dell'Istituto di emissione per il raggiungimento di fini a tutti comuni.

Signori Partecipanti,

L'Italia rievoca quest'anno, con degne celebrazioni, il centenario della sua unità politica. L'evento realizzatosi nel 1861 fu di importanza così preminente per il nostro paese, che altre ricorrenze ad esso collegate si pongono necessariamente in secondo piano. Ma appare meritevole di ricordo, in questa sede, che la nascita della lira italiana risale proprio all'indomani della proclamazione dello stato unitario. Ed è parimenti da ricordare che il conseguimento dell'unità nazionale segnò anche l'inizio di una politica, nella sfera degli scambi, mirante al più ampio inserimento dell'economia italiana nel mercato internazionale.

Questa politica, come è ben noto, non fu priva di vicissitudini e di fasi di arretramento. È significativo, tuttavia, che dagli stessi artefici dell'unità, pur consapevoli delle condizioni iniziali di inferiorità produttiva del paese, provenga l'insegnamento che l'economia italiana avrebbe tratto stimolo e vigore dalla competizione internazionale e che, in definitiva, il suo sviluppo si sarebbe affermato e consolidato attraverso la libertà dei traffici, anziché per effetto di restrizioni protezionistiche.

Tale insegnamento ha ispirato anche in seguito l'azione dei politici più avveduti ed è stato validamente sostenuto e difeso, con l'obiettività delle indagini e il fervore delle polemiche, da una serie ininterrotta dei più autorevoli esponenti del nostro pensiero economico.

La politica di liberalizzazione degli scambi, affermata nel secondo dopoguerra, si ricollega quindi in modo più lineare e coerente di quanto possa a prima vista apparire, a questo originario orientamento delle nostre relazioni di commercio con l'estero. E non è fatto occasionale che a spingere il nostro paese, nel recente dopoguerra, sulla via di un più libero interscambio con l'estero, a fugare i ricorrenti timori suscitati da un simile indirizzo di politica, ad additarne invece i sicuri e durevoli vantaggi, a delineare con visione anticipatrice nuove e più ardite forme di integrazione internazionale sia stata una personalità insigne nella politica come nella scienza, Luigi Einaudi, la cui ferma, costante, instancabile opera a favore della libertà degli scambi trova testimonianza esemplare in una imponente mole di scritti.

Questi scritti riflettono bensì l'alta concezione morale di una società «varia, ricca di forze indipendenti le une dalle altre», ordinata da «leggi chiare e sicure e rigorose, entro la cornice delle quali l'uomo liberamente possa muoversi e cercare la via della sua elevazione spirituale e materiale». Ma attestano, nel contempo, una realistica consapevolezza delle pigrizie che inducono a scavar trincee a difesa di interessi particolaristici, delle inettitudini che vi trovano comodo riparo, delle posizioni di privilegio che vi si sovrappongono, portando in varie forme al risultato ultimo di un uso meno efficiente delle risorse produttive e prolungando in definitiva, anziché accorciare, i tempi di attesa per la realizzazione di un più diffuso benessere.

Se dunque nella competizione internazionale è da ravvisare l'incentivo più efficace allo sviluppo economico del paese, il suo sostegno più valido risiede indubbiamente, a sua volta, nella stabilità monetaria. Si tratta, anche in tal caso, di un ammaestramento che il nostro paese ha ricevuto dall'esperienza secolare, a volte dolorosa, della sua vita unitaria. Gli inizi di questa videro i sei istituti di emissione allora esistenti in una funzione di diretti compartecipi al finanziamento del processo di sviluppo, in fase di lento e faticoso avviamento. Da questa posizione essi furono in grado di discostarsi, assumendo i compiti di cardini del sistema creditizio, man mano che questo arricchì la sua struttura, mediante una evoluzione istituzionale, che riguardò d'altro canto gli stessi istituti di emissione, riducendone il numero a tre nell'ultimo decennio dello scorso secolo e portando successivamente alla tappa ultima dell'unificazione.

Per corrispondere alle esigenze del più celere ritmo di espansione che la nostra economia assunse sul finire del secolo, allorché vennero poste le basi del suo sviluppo industriale moderno, l'assetto iniziale del nostro sistema creditizio incorse in alcuni inconvenienti e la sua condotta non riuscì ad evitare taluni eccessi, la cui gravità venne particolarmente avvertita nel difficile periodo della «grande crisi». Divenne allora imperativa la adozione di adeguati correttivi, concretatasi in una estesa ed organica riforma bancaria, alla quale è legato, per il contributo preminente di pensiero che vi diede, il nome del mio illustre predecessore, Donato Menichella.

Oltre alle grandi benemerenzze da lui acquisite verso il paese e verso il mondo bancario, con il rendere operante l'indicata riforma di struttura del nostro sistema

creditizio e con l'introdurvi gli adattamenti resi opportuni dal volgere delle vicende economiche, nuovi ed alti meriti vanno a lui riconosciuti, e lo sono stati con un calore ed una vastità di consensi veramente imponenti, per l'opera svolta, con lucida tempestività e decisa fermezza, ai fini della restaurazione monetaria e valutaria del secondo dopoguerra.

Le misure tecniche, tradizionali o innovative, poste in atto per realizzare questo arduo compito ci sono familiari e non è su di esse che è il caso, ora, di soffermarsi. Va posto invece in rilievo che, nel giudizio stesso di Donato Menichella, le premesse fondamentali dello sviluppo del nostro paese nell'ultimo decennio si trovano non soltanto nell'arresto, nel 1947, del processo inflazionistico ereditato dalla guerra, ma altresì nell'adozione, nel 1951, di una politica di liberalizzazione degli scambi coraggiosa e tale quindi da spingere il nostro apparato produttivo, attraverso la pressione competitiva esterna, sulla via di una più elevata produttività. Di questa politica, anche Menichella è stato realizzatore sagace ed assertore strenuo, nel convincimento, tante volte documentato nelle sue esposizioni in questa sede, che essa soltanto poteva farci sperare in una genuina rinascita economica.

L'esperienza ha largamente confermato la validità di questo convincimento che, al tempo stesso, raccoglieva un insegnamento fecondo delle nostre passate vicende economiche, richiedeva decisioni non prive di rischi, in quanto assunte in presenza di condizioni ancora difficili della bilancia dei pagamenti e con un livello allora modesto di riserve valutarie, esprimeva infine una visione lungimirante delle capacità del paese.

Oggi possiamo constatare che, se il reddito reale per abitante si è complessivamente triplicato dal 1861 al 1960, più della metà dell'incremento è stata ottenuta nel periodo relativamente breve compreso tra il 1951 ed il 1960. Sono gli anni in cui, anche per effetto di modificazioni nelle tecniche produttive e della attenuazione di alcune condizioni di inferiorità strutturale del nostro paese, sono state raggiunte le mete che hanno fatto assumere definitivamente ad esso la fisionomia di centro manifatturiero, stabilmente inserito nelle grandi correnti di scambi internazionali, quelle mete cioè che erano state nelle illuminate aspirazioni dei promotori della nostra unità.

È ben vero che questa appare ancora incompiuta sul piano delle condizioni economiche e del livello di vita delle varie parti del nostro paese e la stessa ricorrenza

centenaria è valsa a rendercene più assillante la consapevolezza. Ma il riconoscimento dei risultati sinora raggiunti non resta per questo meno doveroso e legittimo, anche in considerazione dei mezzi che ci sono stati apprestati per affrontare più decisamente questo antico e grave problema ed altresì dei validi ammaestramenti che il cammino compiuto nel passato offre all'azione da svolgere nel futuro.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1961

Signori Partecipanti,

con la Relazione generale sulla situazione economica, il Governo ha offerto al Parlamento e alla pubblica opinione, appena due mesi fa, un'ampia rassegna dell'evoluzione congiunturale durante l'annata 1961. Con successivi documenti e dichiarazioni di notevole impegno, esso ha presentato al Paese una propria responsabile visione di problemi e di priorità, alla quale intende informare l'azione generale di politica economica.

L'esposizione che sono chiamato a farVi in questo nostro secondo incontro annuale sarà incentrata sulla parte che, nel controllo della congiuntura come nelle impostazioni di più lungo momento, spetta ai rapporti valutari con l'estero ed alla cooperazione internazionale, nonché ai rapporti monetari interni, con riferimento in specie agli istituti ed ai meccanismi che orientano i flussi monetari verso il finanziamento del settore pubblico e dell'attività privata di investimento.

Ma prima desidero rinnovare anche quest'anno il mio cordiale ringraziamento ai valorosi funzionari dei Servizi Studi della Banca per l'assistenza che mi hanno prestato nel costruire questa esposizione d'insieme, e per l'opera data all'allestimento dei singoli capitoli della Relazione che vi viene oggi distribuita. Volentieri estendo questo ringraziamento ai servizi Vigilanza, ai capi degli altri servizi e ai direttori delle nostre filiali per il loro contributo di riferimenti utili alla stesura della Relazione.

Anche a nome del Consiglio superiore della Banca, esprimo la riconoscenza dovuta ai dirigenti e al personale per l'applicazione che tutti hanno posto nell'assolvimento delle loro funzioni, ad ogni livello di responsabilità e di compiti: anche in quelli numerosi e grigi di natura prevalentemente esecutiva in cui le possibilità di emergere sono limitate, e la remunerazione morale consiste soprattutto nel senso del dovere compiuto e nella stima dei colleghi.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE, LA COOPERAZIONE FRA GLI ISTITUTI DI EMISSIONE E LA LIQUIDITÀ

L'economia dei paesi industrializzati è stata caratterizzata, anche nel 1961, dall'espansione dell'attività produttiva accompagnata, nei singoli paesi, da manifestazioni di tensione nei prezzi o nelle bilance dei pagamenti, con sensibili spostamenti delle posizioni competitive, addizionali a quelli provocati dalle rivalutazioni monetarie del marzo dello scorso anno.

Negli Stati Uniti la bilancia dei pagamenti ha ancora accusato un disavanzo globale importante, sebbene minore del 1960, perché l'avanzo dei pagamenti correnti non è stato sufficiente per finanziare le esportazioni nette di capitali privati a breve e lungo termine, l'assistenza economica internazionale e le spese militari all'estero. Le bilance del Canada e dei paesi produttori primari sono state contraddistinte da disavanzi correnti, compensati da un largo afflusso di capitali dall'estero. Le bilance dei pagamenti del Regno Unito e del resto dell'area della sterlina si sono chiuse in disavanzo, anche se in misura inferiore a quella degli anni più recenti.

Le tensioni osservate sui prezzi in alcuni paesi europei sono state in parte di origine esterna. Ovviamente, in un sistema caratterizzato da ampi scambi internazionali e da cambi generalmente fissi, gli impulsi inflazionistici che si producono all'interno di singole economie tendono a propagarsi al resto del mondo; per converso, il loro effetto sul livello dei prezzi dei paesi in cui hanno origine risulterà moderato dal ricorso alle importazioni. Conseguentemente il movimento nel livello dei prezzi internazionali e la formazione di sbilanci nei pagamenti esteri costituiscono le due forme fondamentali di aggiustamento alle spinte di natura inflazionistica o deflazionistica che si generano nei sistemi economici nazionali.

Le politiche economiche prevalse negli anni cinquanta e ancora in questo inizio degli anni sessanta sono state tali da generare prevalentemente impulsi di natura espansiva. Nell'insieme, come ben sapete, a questi impulsi ha fatto riscontro un adeguato aumento dell'offerta in termini reali, cosicché il movimento dei prezzi non è sfuggito al controllo delle autorità, pur in condizioni vicine al pieno impiego. Tuttavia, nel caso di alcuni paesi, si è constatata una maggiore facilità delle politiche di sostegno

della domanda a risolversi in spinte inflazionistiche; situazione che ha posto talora le autorità monetarie nel dilemma di adottare misure restrittive, suscettibili, in certe condizioni, di abbassare il grado di utilizzazione delle capacità produttive esistenti, con effetto negativo sullo sviluppo, o di accettare una erosione monetaria atta soltanto a differire il momento della restrizione.

In altre più favorevoli condizioni, la compatibilità tra la stabilità monetaria e lo sviluppo è stata realizzata con minore difficoltà. L'esperienza dell'ultimo decennio è degna, sotto questo profilo, di particolare attenzione, per averci molto insegnato circa le condizioni di base di tale successo.

Essa ha anzitutto dimostrato che, nelle economie più strettamente legate al commercio con l'estero, le condizioni di un rapido sviluppo si riscontrano ove il pur necessario mantenimento di un elevato livello di domanda complessiva non entri in conflitto con la conservazione di un alto grado di capacità concorrenziale, il quale è a sua volta reso possibile, fra l'altro, dall'aumento della produttività. In assenza di questa condizione essenziale, l'espansione della domanda estera non si manifesta nella misura auspicabile, oppure, se viene stimolata artificialmente, non basta ad assicurare uno sviluppo rapido ed armonioso. Viceversa, una forte posizione competitiva dà la possibilità di alimentare un ampio flusso di importazioni e, riflettendosi in pari tempo in una solida situazione valutaria, permette di evitare il ricorso a frequenti misure di restrizione della domanda per motivi di bilancia dei pagamenti, che, come è avvenuto nel Regno Unito, hanno un effetto negativo sugli investimenti e quindi sul ritmo di sviluppo.

Negli anni cinquanta, la prospettiva di un andamento fortemente espansivo della domanda estera ha avuto, in definitiva, grande importanza come fattore di determinazione di un elevato saggio di sviluppo in molte economie industriali. Ciò dipende da vari motivi; anzitutto le esportazioni incidono in misura relativamente più elevata delle altre componenti della domanda sul prodotto netto dell'industria; inoltre, le attese circa l'incremento delle esportazioni influiscono in modo decisamente favorevole sulle valutazioni della misura in cui una domanda sostenuta e crescente può essere fronteggiata con le risorse disponibili; le stesse attese, infine, sono favorite, a

loro volta, da un saggio di sviluppo elevato, attraverso l'effetto che questo esercita sulla produttività e quindi sulla competitività.

L'esperienza ha anche dimostrato che, quanto più celere è il ritmo di sviluppo, tanto più rapido è il saggio d'incremento della produttività, confermando l'esistenza, già accertata dall'analisi economica, di un'interrelazione fra lo sviluppo e le condizioni di esso, competitività e produttività, atta a generare un movimento che si sostiene da solo. Paesi in debole posizione competitiva iniziale hanno incontrato le più grandi difficoltà a contenere i redditi monetari entro i limiti del modesto accrescimento della produttività, ciò che ha ulteriormente indebolito la loro capacità concorrenziale e rallentato lo sviluppo, generando una spirale discendente dalla quale è difficile uscire. Nello sforzo per spezzare la spirale, infatti, un'azione intesa ad espandere la domanda, in modo da provocare l'incremento di produttività necessario per mantenere stabili i costi si è rivelata molto difficile nel periodo breve per l'inadeguatezza dei margini di capacità produttiva inutilizzata e di riserve valutarie. Viceversa, paesi in favorevole posizione competitiva iniziale hanno potuto facilmente assorbire l'aumento dei costi salariali in periodi di acuta pressione della domanda di capitale e di lavoro e mantenere quindi un saggio di sviluppo elevato, perché il forte progresso della produttività ha consentito ad essi di difendere e financo migliorare la loro posizione competitiva.

La circostanza che, nonostante ogni sforzo, il passaggio dal gruppo di paesi a basso saggio di sviluppo al gruppo di paesi ad alto saggio di sviluppo sia stato un fenomeno assai raro nello scorso decennio ha messo in chiara evidenza come, indipendentemente dagli obiettivi e dagli strumenti di politica economica, il mantenimento della competitività esterna sia irrinunciabile nelle condizioni del mondo moderno.

Fra le componenti principali di un'azione politica convergente ai fini dello sviluppo, si deve perciò annoverare la soppressione delle barriere al commercio estero, le quali favoriscono la formazione di attività non concorrenziali e rendono difficile l'affermazione sui mercati esteri, nonché la graduale eliminazione di quegli ostacoli al movimento dei capitali che disturbano la circolazione internazionale dei flussi monetari e del risparmio. Inoltre, deve essere sottolineata la necessità di fare ogni sforzo, sia in

modo autonomo che nel quadro di un'azione internazionale, per eliminare gli insorgenti squilibri delle bilance dei pagamenti, soprattutto di quelle dei paesi maggiori.

I problemi dello sviluppo dei paesi economicamente meno avanzati, data la grande importanza che la loro soluzione riveste anche per gli altri, richiedono che il ricorso alla collaborazione internazionale sia esteso a tutti i settori della politica economica. Le esperienze dello scorso decennio sembrano indicare che in alcuni di questi paesi gli sforzi per raggiungere un rapido sviluppo, su basi genuine, sono stati coronati da successo soprattutto quando è stato possibile evitare l'inflazione, mediante una provvista di risparmio sufficiente a coprire l'elevato fabbisogno del settore pubblico, e procedere all'attuazione di un programma particolareggiato e concreto.

Il soddisfacimento di queste due condizioni non sembra, comunque, sufficiente ad assicurare progressi cospicui, ove non sia accompagnato da una situazione esterna propizia, la quale rifletta non soltanto la possibilità di ottenere la pur essenziale assistenza finanziaria e tecnica, ma anche un regime di scambi internazionali che permetta ai paesi sottosviluppati di espandere le proprie esportazioni in modo soddisfacente.

Come e ancora più che per le economie industriali, nelle economie meno avanzate il successo di una politica di sviluppo, è, infatti, largamente condizionato dall'andamento della bilancia dei pagamenti. In mancanza di buone prospettive per l'esportazione, diviene per esse quasi impossibile impostare programmi di espansione della produzione fondati su progetti economicamente validi, oppure mobilitare il risparmio necessario ad attuare i progetti che richiedano valute estere per il pagamento dei relativi beni di investimento.

Le esperienze cui abbiamo fatto riferimento hanno dimostrato la convenienza di una coerente programmazione economica ai fini dello sviluppo, per ripartire le limitate risorse fisiche e finanziarie fra usi alternativi aventi un diverso grado prioritario e per determinare il fabbisogno integrativo di aiuti esterni. Inoltre, quando associati ad una vigorosa difesa della stabilità monetaria, i programmi hanno rafforzato le attese degli operatori circa l'andamento futuro della domanda complessiva, ridotto i margini di errore e diminuito quindi le perdite che il sistema economico avrebbe altrimenti subito.

Anche nel 1961 i movimenti di capitali a breve termine, in colleganza diretta o indiretta con operazioni commerciali e finanziarie o sollecitati da moventi puramente speculativi, hanno continuato a perturbare, per entità e direzione, in maniera più accentuata che nel 1960, le relazioni economiche fra i paesi industrializzati.

Ove la situazione europea continuasse ad essere caratterizzata da aumenti del costo del denaro nel mercato dei capitali e, per contro, negli Stati Uniti operassero ancora, per motivi congiunturali interni, pressioni in senso opposto, le contraddizioni fra esigenze interne ed esterne sulle quali abbiamo richiamato la vostra attenzione lo scorso anno sarebbero destinate ad accentuarsi. Come indicammo allora, la possibilità di conflitti siffatti rende necessario l'apprestamento di adeguati meccanismi compensativi. Già nel 1961, le autorità monetarie dei paesi industrializzati hanno cercato, attraverso una stretta cooperazione in sede bilaterale e multilaterale, di neutralizzare gli effetti dei movimenti di fondi a breve e di predisporre efficaci ammortizzatori dei prevedibili movimenti futuri.

In sede bilaterale, la cooperazione ha assunto la forma di intese fra banche centrali, alle quali l'Italia ha partecipato, destinate in generale a consentire ad alcune di esse di includere, fra le riserve, valute diverse da quelle tradizionalmente usate e in particolare a permettere anche ai centri di riserva di adoperare al posto dell'oro alcune fra le principali valute convertibili per interventi nei mercati dei cambi a contanti e a termine. Le reciproche facilitazioni fra banche centrali presentano il vantaggio di agire con grande rapidità perché possono essere predisposte senza il ricorso a rigidi schemi formali, ma, per loro natura, non possono oltrepassare certi limiti di importo e, anche se non hanno una scadenza precisa, sono solitamente a breve termine e quindi destinate, ove perduri il bisogno che le ha motivate, ad essere rifinanziate da risorse di carattere più stabile. Esempi di efficace assistenza fra le banche centrali sono state, nella primavera del 1961, le facilitazioni accordate alla Banca d'Inghilterra, e, nella seconda metà del 1961 e in questo primo scorcio dell'anno, quelle accordate al Tesoro e alla Riserva Federale degli Stati Uniti, i quali si propongono di preconstituire anche una tesoreria in valute estere.

In sede multilaterale, la cooperazione fra le autorità monetarie dei paesi industrializzati si è tradotta, con largo concorso dell'Italia, nella costituzione presso il

Fondo monetario internazionale di risorse supplementari, per un ammontare di 6 miliardi di dollari, destinate ad assistere paesi che fossero messi in difficoltà da ingenti e repentini movimenti di capitali a breve termine. I crediti che i paesi partecipanti potrebbero essere chiamati a mettere a disposizione del Fondo nel quadro dell'accordo sono richiamabili dal mutuante, nel caso che esso stesso venga a trovarsi in difficoltà di bilancia dei pagamenti.

Un importante risultato della cooperazione monetaria internazionale sono le intese intervenute fra alcune banche centrali e la Riserva Federale per fissare regole di buona condotta in materia di operazioni su oro e per coordinare gli acquisti di metallo sul mercato di Londra.

Lo scopo di esse è indubbiamente quello di diminuire i pericoli per l'equilibrio monetario internazionale derivanti dalla coesistenza di due canali per il soddisfacimento dei bisogni monetari di oro, la Riserva Federale e il mercato di Londra, sul quale ultimo convengono, per altro, insieme alle banche centrali, gli utilizzatori industriali, i tesoreggiatori privati e gli speculatori.

LA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'ITALIA

Le considerazioni di carattere generale dianzi esposte trovano conferma nell'andamento dell'economia italiana nell'ultimo decennio. Il fattore produttività è stato infatti quello che ha esercitato il maggior peso nel determinare il celere sviluppo dell'attività produttiva del paese. Lo stesso fattore ha concorso ad accrescere la capacità di concorrenza delle merci italiane sui mercati esteri e quindi ad aumentare le esportazioni ad un ritmo tale da consolidare la struttura della bilancia dei pagamenti, eliminando le interruzioni e le incertezze che sotto questo profilo avrebbero potuto manifestarsi nel processo di sviluppo interno.

Il forte aumento della produttività in Italia si riconnette alle economie di scala che lo sviluppo e la crescente integrazione economica internazionale hanno consentito di realizzare, attraverso un maggiore utilizzo delle capacità produttive esistenti e un

ampliamento delle dimensioni aziendali, cioè alle applicazioni di capitale e all'efficienza delle nuove combinazioni produttive.

Date le differenti posizioni di partenza è da ritenere che entrambe le possibilità ora accennate siano state più ampie in Italia che negli altri paesi industriali, ove già da tempo le aziende avevano generalmente raggiunto maggiori dimensioni e più elevati margini di utilizzo delle capacità produttive.

In favore dell'economia italiana ha inoltre operato la maggiore disponibilità di mano d'opera, che ha contenuto l'incremento delle retribuzioni e contribuito a dare ai prodotti italiani una forza competitiva più sostenuta, derivante anche dalla loro qualità e dallo spirito di iniziativa nello stimolarne la domanda.

Naturalmente, i fattori ora indicati hanno potuto esercitare in modo più intenso la loro azione in quei settori nei quali le possibilità di collocamento dei prodotti sono state ampliate da una consistente domanda estera e in quelli dove la concorrenza internazionale, sollecitata dalle misure di liberalizzazione delle importazioni, ha indotto ad ammodernare strutture antiquate con conseguente diminuzione dei costi di produzione.

Il rilievo che il successo negli scambi con l'estero sta alla base di un duraturo sviluppo dell'economia interna trova conferma nell'esperienza italiana, ove si consideri che nel periodo 1950-61 la componente esportazioni ha operato in misura relativamente più accentuata delle altre due componenti, consumi e investimenti, sulla domanda globale, avendo registrato un incremento medio annuo in termini reali del 13,3 per cento, contro aumenti del 9,2 per gli investimenti e del 4,8 per i consumi, ossia del 5,8 per cento per il complesso della domanda interna.

Col graduale avvicinamento della posizione dell'Italia a quella degli altri paesi industriali vengono a diminuire quelle differenze nel ritmo di aumento della produttività e dei salari che, come si è visto, hanno costituito l'elemento principale del forte sviluppo delle esportazioni italiane.

Sia nel 1960 che nel 1961, gli avanzi delle bilance dei pagamenti globali non hanno determinato variazioni corrispondenti nelle disponibilità ufficiali di oro e valute convertibili. In parte essi sono stati trasferiti dai conti dell'Ufficio italiano dei cambi e

della Banca d'Italia ai conti delle aziende di credito; in parte sono serviti a far fronte ai prelievi effettuati sulla quota italiana presso il Fondo monetario internazionale; in parte infine sono stati impiegati nel riacquisto di titoli italiani circolanti all'estero.

Nel 1960, a fronte di un avanzo globale pari a 442 milioni di dollari, l'incremento delle disponibilità ufficiali è stato di 127 milioni e la quota trasferita nei conti delle aziende di credito si è elevata a 268 milioni. La differenza ha finanziato l'estinzione di debiti ovvero la formazione di crediti sull'estero.

Nel 1961, l'avanzo della bilancia dei pagamenti globale, pari a 577 milioni di dollari, si è riflesso in un aumento di 340 milioni nelle disponibilità ufficiali. Nello stesso periodo sono stati effettuati acquisti di titoli italiani circolanti all'estero per 82 milioni di dollari e si è avuta una variazione positiva di 196 milioni negli altri conti ufficiali con l'estero, per effetto prevalentemente dell'utilizzo della quota in lire da parte del Fondo monetario internazionale. A determinare queste variazioni positive ha contribuito la circostanza che la posizione debitoria netta delle aziende di credito verso l'estero, a differenza di quanto si verificò nel 1960, è aumentata di 40 milioni di dollari.

Nel primo trimestre del 1962 il disavanzo della bilancia dei pagamenti globale, sulla base dei dati valutari, è stato di 94 milioni di dollari, cioè all'incirca pari a quello del corrispondente periodo dello scorso anno. Per altro, la riduzione delle disponibilità ufficiali è stata alquanto superiore, essendo ammontata a 140 milioni prevalentemente in dipendenza di trasferimenti di valute dai conti dell'Ufficio italiano dei cambi a quelli delle aziende di credito.

La posizione netta delle aziende di credito verso l'estero non ha subito variazioni apprezzabili a partire dal 1961. Obiettivo della politica seguita dalle autorità monetarie è stato infatti di impedire che il sistema creditizio divenisse il canale attraverso il quale capitali a breve termine fluissero dall'estero verso l'interno e viceversa, esercitando effetti perturbatori sulla distribuzione della liquidità internazionale e sul processo di formazione della liquidità interna. Nondimeno, le aziende di credito hanno potuto continuare ad assistere la clientela nei rapporti con l'estero, con la concessione di un importante volume di crediti.

Alla data del 31 marzo 1962 tali crediti ammontavano a 987 milioni di dollari e risultavano finanziati in larga misura mediante valute acquistate dalle aziende di credito presso l'Ufficio italiano dei cambi contro lire. Le quote di valute acquistate a pronti contro lire presso l'Ufficio e al medesimo ricedute a termine ammontavano, infatti, alla stessa data, a 664 milioni di dollari. La quota costituita in deposito dall'Ufficio presso le aziende ascendeva a 113 milioni. Complessivamente, tenuto anche conto di una quota di 5 milioni di dollari acquistata a fermo dalle banche, la provvista attinta all'Ufficio italiano dei cambi si elevava a 782 milioni, la differenza risultando finanziata mediante conti di pertinenza interna.

Le cessioni di valute estere effettuate dall'Ufficio italiano dei cambi alle aziende di credito, allo scopo di metterle in condizioni di equilibrare la posizione nei confronti dell'estero, hanno comportato una equivalente diminuzione di liquidità in lire delle stesse aziende.

La Banca d'Italia, avendo constatato il verificarsi nel corso del 1961 di situazioni di liquidità insufficienti presso singole aziende di credito, è intervenuta, mediante l'Ufficio italiano dei cambi, con operazioni che hanno allargato la liquidità, riacquistando una quota parte delle valute precedentemente cedute alle aziende di credito e ridepositandola presso di esse. Tali operazioni hanno assunto la maggiore rilevanza alla fine dello scorso anno a sollievo della stretta stagionale nella liquidità delle aziende; successivamente sono state in larga parte estinte.

In questo modo gli strumenti tradizionali di intervento dell'Istituto di emissione, mediante i quali esso immette o ritira liquidità dal sistema delle aziende di credito, si sono arricchiti di un nuovo mezzo, del quale appare tanto più necessario disporre quando si consideri che gli oneri fiscali gravanti sui crediti cambiari tendono a contenere il ricorso a questo tipo di operazioni, con la conseguenza che il sistema creditizio non dispone sempre in quantità adeguate di effetti riscontabili.

Abbiamo precedentemente riferito che l'Ufficio italiano dei cambi ha effettuato importanti acquisti di titoli italiani circolanti all'estero. Il complesso dei titoli esistenti nel portafoglio dell'Ufficio alla data del 31 marzo 1962 ascendeva a 173 milioni di dollari, a 54 milioni di franchi svizzeri e a 19 milioni di fiorini olandesi; inoltre

l'Ufficio deteneva titoli in lire italiane, pagabili opzionalmente in valute estere, per 12 miliardi di lire.

Nel gennaio 1962 sono entrati in vigore i provvedimenti con i quali è stata stabilita la comunicazione fra i conti capitale e i conti esteri nelle due direzioni. Tali provvedimenti hanno avuto l'effetto di eliminare la possibilità della formazione di un cambio di mercato libero diverso da quello del mercato ufficiale; essendo il biglietto di banca italiano reimportato dall'estero liberamente accreditabile nei conti capitale e, attraverso il trasferimento ai conti esteri, trasformabile in valute estere sulla base del cambio ufficiale, non può verificarsi divergenza tra la quotazione di esso e quella ufficiale.

Nel 1961 si sono inoltre realizzati ulteriori progressi nella liberalizzazione dei movimenti di capitali; ma questa ha trovato un limite nell'impossibilità di consentire ai residenti italiani l'acquisto di azioni estere, data la diversità delle procedure di accertamento applicabili alle azioni italiane e a quelle estere. L'introduzione di un'imposta cedolare sulle azioni estesa ai titoli azionari esteri, posseduti da residenti e depositati in amministrazione presso aziende di credito, potrà aprire la strada verso una più compiuta liberazione degli investimenti mobiliari.

Nel secondo semestre del 1961 e nel primo trimestre del 1962 sono state effettuate sul nostro mercato importanti emissioni di titoli da parte della Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, della Banca europea per gli investimenti e della Banca interamericana di sviluppo. Desideriamo sottolineare con compiacimento che questa emissione è stata la prima effettuata dalla Banca interamericana di sviluppo; consideriamo ciò come un'attestazione dei legami di solidarietà non soltanto economica che congiungono il nostro Paese con quelli dell'America Latina. E non escludiamo che le disposizioni della nuova legge sui crediti all'esportazione possano trovare applicazione mediante ricorso degli istituti speciali al mercato dei capitali per finanziare o rifinanziare operazioni di assistenza economica ai paesi in via di sviluppo.

Ovviamente, i finanziamenti dei «crediti legati», cioè vincolati all'esportazione di merci italiane, e dei «crediti non legati» da parte degli istituti speciali incontrano limiti nella esigenza di distribuire i mezzi di cui questi istituti riescono a fare provvista

fra le occorrenze del mercato interno e quelle del mercato estero. Le possibilità di attingere mezzi dal Mediocredito centrale sono circoscritte dalle dimensioni della sua dotazione. Lo stesso Mediocredito centrale non avrebbe altra alternativa, per integrare la provvista, che quella di ricorrere al mercato; ma in tale ipotesi urterebbe contro gli stessi limiti che incontrano gli istituti speciali.

Circa il costo dei finanziamenti per gli Stati esteri ai quali sono concessi, può accadere che, specialmente quando trattisi dei «crediti non legati», si consideri opportuno contenerlo entro limiti inferiori a quelli corrispondenti alle condizioni del mercato dei capitali. Ma ancora una volta occorre riaffermare che, qualora le competenti autorità di governo riconoscano essere conforme agli interessi generali che ciò si faccia, si impone il ricorso all'unico mezzo appropriato allo scopo, cioè quello della corresponsione di adeguati contributi statali in linea capitale o per interessi. All'Istituto di emissione incombe l'obbligo di far presente che in nessun caso la creazione di mezzi di pagamento potrà essere impiegata come surrogato di tali contributi; nella sua azione regolatrice dei mezzi di pagamento, esso infatti non può non obbedire alla preminente esigenza di mantenere l'equilibrio monetario.

In conclusione, l'esame dell'andamento della bilancia dei pagamenti e della dinamica delle sue componenti ci conduce a sottolineare quanto segue:

- l'accrescimento delle importazioni e delle esportazioni collegato con una politica di sviluppo economico richiede che si mantenga il sistema dei prezzi interni allineato con quello dei prezzi internazionali, affinché la nostra economia continui ad essere competitiva con quelle dell'estero;
- qualora sia soddisfatta la condizione ora indicata, il sostanziale equilibrio della nostra bilancia dei pagamenti ci porrà in grado di realizzare programmi comportanti notevoli investimenti interni;
- potrà essere affrontato il problema della instaurazione in Italia della libertà per i residenti di acquistare titoli esteri, non soltanto per venire incontro alle esigenze della comunità internazionale, ma anche per dare maggiore elasticità al mercato dei capitali;
- potrà continuare ad essere fornita, entro determinati limiti, la nostra collaborazione sia per contribuire alla soluzione dei problemi della liquidità

internazionale, sia per il finanziamento dei programmi di sviluppo dei paesi economicamente arretrati mediante la concessione di crediti nelle varie forme previste.

I PREZZI, LA PRODUZIONE E IL SUO FINANZIAMENTO

Volgendo lo sguardo all'equilibrio monetario interno, constatiamo che, pur in presenza, fin dalla metà del 1960, di una tendenza al ribasso dei prezzi internazionali delle materie prime, i prezzi ingrosso hanno mostrato nel periodo più recente una tendenza all'aumento.

Il loro andamento, stazionario durante il primo trimestre del 1961, in lieve diminuzione nel secondo e in seguito sempre più chiaramente orientato verso l'ascesa, ha risentito in modo particolare delle variazioni dei prezzi dei prodotti agricolo-alimentari. Gli aumenti verificatisi in questo comparto nell'ultimo quadrimestre del 1961 e nei primi mesi del corrente anno, quantunque in parte imputabili a qualche non favorevole risultato produttivo e, per brevi periodi, agli effetti del maltempo abbattutosi su alcune regioni produttrici di ortofrutticoli, sono stati sostanzialmente determinati dall'elevata domanda interna ed estera.

Il livello dei prezzi ingrosso delle materie prime e prodotti industriali ha presentato nel 1961 modeste oscillazioni, ma la sua sostanziale stabilità complessiva è stata la risultante di una tendenza a forbice dei prezzi delle materie prime, orientati alla flessione, e di quelli dei prodotti industriali, orientati verso un leggero aumento. Tale andamento contrastante risale alla seconda metà del 1960, epoca dalla quale l'aumento dei costi di lavorazione ha preso a superare in taluni settori gli incrementi di produttività. Dalla metà del 1960 al marzo di quest'anno, nonostante la flessione del 3,5 per cento dei prezzi delle materie industriali, quelli dei prodotti sono aumentati del 3,2 per cento.

Alla stabilità del livello complessivo dei prezzi industriali, che ha caratterizzato l'anno 1961, ha fatto seguito nel primo trimestre del 1962 un aumento dell'1,0 per

cento, per effetto di una diminuita cedenza dei prezzi delle materie prime e di un andamento più sostenuto di quelli dei prodotti industriali.

L'indice dei prezzi al consumo e quello del costo della vita hanno segnato una tendenza ascendente più accentuata di quella rilevata per i prezzi ingrosso. Tra il marzo 1961 e il marzo 1962, ad un aumento del 2,3 per cento dei prezzi ingrosso ha fatto riscontro un aumento del 3,9 per i prezzi al consumo e del 5 per l'indice del costo della vita.

Alle cause che potrebbero dirsi abituali, le quali da lungo tempo hanno comportato un incremento dell'ordine di grandezza annuo del 2,5 per cento del livello dei prezzi al minuto, pur in presenza di una sostanziale stabilità dell'indice dei prezzi ingrosso, è venuto ad aggiungersi, nel periodo più recente, l'effetto della tendenza di questi ultimi verso un leggero aumento. Tra il marzo 1961 e il marzo 1962 gli aumenti dell'indice del costo della vita e di quello dei prezzi al consumo hanno pertanto superato in misura sensibile la tendenza di più lungo periodo.

Nonostante l'influenza di alcune cause accidentali sulla più recente lievitazione dei prezzi nel comparto dei generi alimentari, rimane pur sempre evidente una sottostante tensione del sistema dei prezzi, per effetto di un'elevata domanda interna ed estera e di un aumento dei costi di lavorazione che tende a superare i miglioramenti nell'efficienza dell'apparato produttivo.

Il nostro sistema economico ha continuato a manifestare una notevole capacità di espansione dell'offerta. Come è noto, nel 1961 sono stati conseguiti ottimi risultati produttivi, con un aumento del reddito nazionale del 7,9 per cento in termini reali, che si pone nettamente al disopra della già elevata linea tendenziale di sviluppo mantenuta dalla nostra economia nell'ultimo decennio. Inoltre, il ritmo di sviluppo della produzione ha raggiunto i valori più elevati nel secondo semestre e particolarmente verso la fine dell'anno.

L'indice della produzione industriale, che nel confronto tra i dati annui del 1960 e del 1961 ha segnato un incremento del 9,1 per cento, è aumentato nel corso dell'anno, cioè tra il dicembre 1960 e il dicembre 1961, di circa il 15 per cento.

Nell'ultimo trimestre del 1961 il livello raggiunto dall'attività produttiva, nel suo complesso, superava di oltre il 5 per cento quello indicato dai valori medi annui.

Fra le grandi componenti della domanda globale, in moneta corrente, e con riferimento alla situazione dell'ultimo trimestre del 1960, la domanda per l'esportazione ha presentato un incremento del 22 per cento, quella per investimenti interni del 16 e quella per consumi del 9.

Gli investimenti in impianti e attrezzature industriali sono aumentati, tra il 1960 e il 1961, del 21,5 per cento, in valore. In modo particolare si sono intensificati gli acquisti di macchinari, saliti da un anno all'altro del 25,4 per cento.

Lo sviluppo degli investimenti ha riguardato quasi tutti i rami d'industria, ma è stato particolarmente elevato nei settori delle industrie siderurgiche e meccaniche, di quelle chimiche e dei derivati del petrolio, nei quali si è concentrato oltre il 45 per cento del valore totale degli investimenti fissi industriali.

La situazione finanziaria delle imprese industriali, generalmente impegnate nella realizzazione di programmi diretti ad ampliare le capacità produttive, è stata nel complesso soddisfacente, sebbene siano venuti ad esaurirsi quegli aspetti di particolare liquidità aziendale che avevano caratterizzato il 1960.

Le fonti esterne di finanziamento hanno fornito alle imprese industriali 80 miliardi in meno: 726 nel 1961, rispetto a 806 nel 1960. La flessione è stata per intero determinata dalla riduzione intervenuta nelle emissioni azionarie e obbligazionarie dirette, passate da 627 miliardi nel 1960 a 487 nel 1961, che non ha trovato sufficiente compenso negli impieghi degli istituti speciali di credito, saliti da 179 a 239 miliardi.

Poiché, secondo le risultanze del bilancio economico nazionale, gli investimenti industriali sono cresciuti di 281 miliardi, l'aumento dei fabbisogni per investimenti e la contemporanea flessione dei fondi affluiti dall'esterno al settore industriale hanno determinato una variazione complessiva stimabile in 360 miliardi; affinché la situazione finanziaria delle imprese industriali potesse conservare gli stessi aspetti del 1960, questo ammontare avrebbe dovuto trovare compenso in un analogo incremento delle fonti interne di finanziamento aziendale.

Ciò avrebbe richiesto un'ulteriore accentuazione del già elevato ritmo d'incremento degli autofinanziamenti, che è risultato invece leggermente minore dell'anno precedente; pertanto la copertura dei fabbisogni di finanziamento delle imprese industriali nel 1961 è stata assicurata mediante un consistente aumento dell'esposizione debitoria netta a breve termine verso le aziende di credito.

Questo fenomeno ha assunto proporzioni maggiori nelle imprese più grandi e più impegnate nell'ampliamento e nell'ammodernamento degli impianti. Secondo la nostra consueta indagine riferita alle principali società per azioni, l'ammontare degli investimenti lordi fissi da esse effettuati nel 1961 ha superato quello del 1960 del 35 per cento, cioè in misura assai più alta di quella media generale. Sono queste le imprese più sensibili alle variazioni dell'equilibrio finanziario e presso le quali l'incremento dei salari tende a determinare l'aumento del costo unitario del lavoro. Cosicché presso di esse si è accentuato il fenomeno della riduzione del tasso di accrescimento dei profitti destinabili ad autofinanziamenti.

Nell'edilizia per abitazioni sono stati investiti nell'ultimo anno 1.192 miliardi, rispetto a 1.101 nell'anno precedente. Soprattutto per la flessione negli investimenti dell'INA-Casa, i fondi pubblici affluiti al settore edile sono diminuiti, fra il 1960 e il 1961, da 223 a 176 miliardi. Gli investimenti in abitazioni finanziati con fondi privati sono pertanto passati da 878 miliardi nel 1960 a 1.016 nell'anno più recente. Gli istituti speciali di credito vi hanno concorso con un ammontare di mutui salito da 142 a 248 miliardi. Anche l'esposizione a breve termine del sistema bancario, con crediti alle imprese costruttrici e prefinanziamento di operazioni di mutuo, è sensibilmente aumentata. Nell'insieme, l'incremento dei fondi affluiti dal mercato ha interamente coperto il maggior fabbisogno di investimenti privati, e il risparmio direttamente investito dai privati nella costruzione di abitazioni è rimasto sostanzialmente immutato negli ultimi due anni ed è stato pari a circa 600 miliardi annui.

Dopo aver considerato l'evoluzione delle fonti di finanziamento degli investimenti nei due grandi settori delle imprese industriali e della costruzione di case di abitazione, più agevole risulta la comprensione delle variazioni intervenute nel quadro complessivo degli investimenti privati e delle relative fonti di finanziamento.

Il complesso degli investimenti finanziati con fondi privati, continuando la tendenza già delineatasi fra il 1959 e il 1960, è aumentato nel 1961 con un saggio di sviluppo più elevato di quello verificatosi nel settore degli investimenti finanziati con fondi pubblici. Dal 1960 al 1961, gli investimenti privati sono aumentati da 3.454 a 4.022 miliardi, con un incremento del 16,4 per cento; quelli finanziati con fondi pubblici sono passati da 1.292 a 1.336 miliardi, aumentando del 3,4 per cento. Rispetto al 1959 gli investimenti privati sono cresciuti del 43,7, quelli pubblici del 17,6 per cento.

Nel 1960 il rilevante aumento degli investimenti fissi privati era stato per la massima parte finanziato con l'eccezionale aumento dei fondi raccolti direttamente sul mercato o presi a prestito dagli istituti speciali (passati da 629 nel 1959 a 1.224 miliardi) e si era altresì avvalso del sensibile incremento degli autofinanziamenti aziendali.

Al contrario, nel 1961 i fondi affluiti dalle stesse fonti esterne, pari a 1.255 miliardi, hanno superato solo in lieve misura quelli dell'anno precedente e ne sono anzi rimasti leggermente al disotto ove si escluda il sensibile aumento dei mutui di credito fondiario. D'altra parte, in presenza della stazionarietà del risparmio investito direttamente dai privati in abitazioni, ben limitato ausilio all'accresciuto fabbisogno finanziario ha potuto essere fornito dal contenuto aumento degli autofinanziamenti. Ne è pertanto derivato un peggioramento del saldo netto delle operazioni a breve termine del sistema produttivo con le aziende di credito, che ha trovato in parte riscontro nell'aumentato rapporto fra impieghi e depositi del sistema bancario, ma che è stato fondamentalmente reso possibile dall'incremento dei depositi, determinato soprattutto dal miglioramento della situazione reddituale e di liquidità dei consumatori.

Lo sviluppo della raccolta delle aziende di credito ha proceduto nel 1961 con ritmo ancora più celere di quello mantenuto nell'anno precedente, soprattutto per effetto del maggiore afflusso di depositi a risparmio, aumentato dal 14,5 per cento nel 1960 al 17,2 nel 1961; il saggio d'incremento dei conti correnti è nel contempo passato dal 16,4 al 16,9 per cento.

In connessione con il forte sviluppo della produzione e del fabbisogno di capitale d'esercizio nonché dell'aumentata domanda di fondi per il prefinanziamento

dell'intensa attività di investimento, gli impieghi bancari hanno segnato un incremento del 20,1 per cento, solo lievemente minore di quello particolarmente elevato dell'anno precedente.

Il sistema bancario, pur in presenza di un rilevante incremento della raccolta, è stato pertanto sottoposto ad una crescente tensione fronteggiata, come si è detto, con le immissioni di liquidità effettuate dalla Banca d'Italia in massima parte mediante il riacquisto contro lire di valute estere.

La situazione di liquidità del sistema bancario si è così mantenuta in linea con le esigenze poste dal sempre maggiore inserimento del sistema stesso nell'attività produttiva e di scambio.

La politica seguita dall'Istituto di emissione, diretta ad accompagnare e favorire una equilibrata espansione creditizia, ha trovato ulteriore applicazione allorché, perdurando la favorevole situazione della bilancia dei pagamenti e il soddisfacente andamento della Tesoreria statale, si è provveduto ad un adeguamento generalizzato della liquidità del sistema bancario con la riduzione dal 25 al 22,5 per cento del limite delle riserve obbligatorie.

La liquidità del mercato, come nell'anno precedente, è stata alimentata in gran parte dall'espansione dei crediti a breve al settore privato; il canale valutario ha comportato una creazione di liquidità pari a 363 miliardi rispetto a 269 nell'anno 1960, mentre anche nel 1961, come nei due anni precedenti, molto limitato è stato l'effetto, sulla liquidità, delle operazioni della Tesoreria statale.

Il complesso delle disponibilità liquide del mercato, per la massima parte costituito dall'insieme della circolazione monetaria, dei conti correnti e dei depositi a risparmio, è aumentato nel 1961 del 16,3 per cento, rispetto al 13,9 dell'anno precedente. L'aumento percentuale maggiore ha riguardato la liquidità secondaria avente natura di quasi moneta; la liquidità primaria, comprendente la circolazione e i conti correnti, ha presentato un saggio d'incremento del 15,7 per cento, rispetto al 13,6 del 1960.

Nel corso del 1961, in connessione con il più rapido aumento del reddito e degli scambi, la circolazione monetaria ha accentuato il ritmo d'incremento. Rispetto ad un

aumento dell'8,9 per cento durante il 1959 e il 1960, essa segnava nel novembre 1961 un incremento dell'11,8 sul precedente novembre. Nel dicembre, il susseguirsi di più giorni festivi provocava a fine d'anno una occasionale espansione della circolazione, che si esauriva per altro nel corso del successivo mese di gennaio.

L'aumento della circolazione monetaria, che a fine 1961 risultava del 14,6 per cento, è poi rientrato nei mesi successivi nei limiti della tendenza sottostante, che si mantiene tuttora, solo in lieve misura, al disopra dell'espansione, in termini quantitativi, del livello della produzione e degli scambi.

Al ricordato aumento delle disponibilità liquide ha fatto riscontro una forte espansione dell'indebitamento del settore privato, soprattutto verso il sistema bancario. I crediti a breve termine al settore privato sono aumentati nel 1961 di 1.393 miliardi, contro 1.192 nel 1960, cioè, rispettivamente nei due anni, del 20,9 e del 21,5 per cento.

Le disponibilità liquide del mercato, al netto dell'indebitamento del settore privato, sono così aumentate nell'ultimo anno di 792 miliardi, cioè dell'11,7 per cento, rispetto a 447 miliardi e 7,1 per cento nell'anno precedente.

Dei due grandi comparti nei quali può suddividersi il mercato, quello dei consumatori da un lato e quello delle unità produttive dall'altro, il secondo ha operato nel corso del 1961, come si è già rilevato, in condizioni di liquidità meno abbondante rispetto all'anno precedente, con il risultato di un aumento della sua esposizione netta verso il sistema bancario. L'incremento delle disponibilità liquide nette del 1961 ha riguardato quindi per intero le economie di consumo, le quali hanno sensibilmente migliorato la loro situazione di liquidità.

Il complesso delle disponibilità monetarie e finanziarie si è accresciuto nell'ultimo anno di 3.620 miliardi, destinati per 1.729 al già ricordato incremento dei crediti a breve e per 1.891 a crediti a medio e lungo termine sotto forma di emissioni azionarie ed obbligazionarie, di prestiti e di mutui.

Sebbene la formazione di disponibilità liquide abbia sensibilmente ecceduto l'incremento dei crediti a breve, per un ammontare di 456 miliardi, che è stato trasferito sul mercato finanziario, l'aumento rispetto all'anno precedente delle operazioni a medio

e lungo termine è stato percentualmente alquanto minore di quello dei crediti a breve termine.

IL MERCATO FINANZIARIO, GLI ISTITUTI SPECIALI E I LORO RAPPORTI CON LE AZIENDE DI CREDITO

Nel 1961 il mercato finanziario ha mostrato un mutamento nella ripartizione fra la provvista effettuata dalle imprese industriali direttamente e quella effettuata dagli istituti speciali e da altri enti. Il mercato ha fornito un volume di mezzi pressoché uguale a quello dell'anno precedente, circa 1.300 miliardi, ma la quota costituita da titoli azionari è discesa dal 37 per cento del 1960 al 32 per cento. Particolarmente attivi sono stati gli istituti speciali, i quali hanno reperito, con emissioni obbligazionarie, 685 miliardi netti, cioè 215 in più rispetto al 1960. La loro partecipazione alle emissioni complessive di valori a reddito fisso, esclusi i buoni del tesoro ordinari, è passata dal 54 per cento nel 1960 (470 miliardi su 877) al 75 per cento nel 1961 (685 miliardi su 917); per converso, la partecipazione delle imprese industriali è discesa dal 22 al 10 per cento. Lo Stato ha effettuato la provvista di mezzi necessari alla esecuzione di opere di interesse pubblico attraverso l'intermediazione di istituti speciali, i quali a questi fini hanno collocato 148 miliardi, contro 40 nel 1960.

L'accresciuto ricorso al mercato, da parte degli istituti speciali, è stato determinato sia dalle occorrenze connesse con i programmi di investimento delle imprese sia da quelle derivanti dal progressivo estendersi dei contributi statali per la promozione di iniziative giudicate meritevoli di sostegno da parte del pubblico erario, sia dagli indirizzi di politica finanziaria che affidano maggiori compiti agli istituti speciali, in quanto il Tesoro si avvale della loro intermediazione.

Lo sviluppo dell'attività di questi istituti si commisura, in cifra assoluta, a 900 miliardi di nuovi finanziamenti erogati nel 1961, con un incremento del 24,3 per cento sulle consistenze in essere alla fine del 1960. L'aumento si è manifestato per due terzi nel secondo semestre.

L'entità dei crediti agevolati è aumentata considerevolmente nel 1961 e continuerà ad aumentare nel 1962. Il volume delle operazioni effettuate ai sensi della legge 623 è salito da 50 miliardi nel 1960 a 128 nel 1961. Alla fine del mese di marzo di quest'anno i mutui in essere ascendevano a 212 miliardi e a 435 le domande di mutui ammesse ai contributi di interesse; residuavano cioè oltre 200 miliardi da erogare, dei quali la metà da parte dei tre istituti speciali meridionali.

Per l'anno in corso si prospetta un ulteriore aumento della domanda complessiva di capitali da parte degli istituti speciali, da soddisfare prevalentemente con l'emissione di obbligazioni, in conseguenza del maggior fabbisogno finanziario connesso con l'attuazione di pubblici interventi a scopi economico-sociali, con l'ipotizzabile volume di credito agevolato promosso dal contributo statale agli interessi e con il ritmo di sviluppo dei crediti alle industrie e all'estero nelle varie forme previste.

Crescente importanza hanno assunto i rapporti che intercorrono fra gli istituti speciali e le aziende di credito ordinario. Nell'ultimo biennio, in cui l'attività degli istituti speciali ha segnato uno sviluppo talmente rapido da determinare l'incremento di oltre 1.500 miliardi nella consistenza delle operazioni, le aziende di credito e gli istituti di categoria hanno adeguato il loro apporto di mezzi (208 miliardi nel 1960 e 315 nel 1961) all'accresciuto fabbisogno degli istituti a medio e lungo termine, sicché l'apporto stesso si commisura, in entrambi gli anni, ad un terzo dell'incremento totale della provvista.

Nell'ultimo anno si è verificato un diverso orientamento, sia riguardo alla partecipazione al tipo di raccolta, sia riguardo alle forme di apporto. Si sono accresciute le emissioni obbligazionarie per conto del Tesoro e le sottoscrizioni alle medesime da parte delle aziende di credito e dei loro istituti di categoria. Inoltre, è intervenuta una più intensa somministrazione di mezzi in conto corrente, che ha sostanzialmente prefinanziato la raccolta obbligazionaria, facendo da ponte fra il tempo di erogazione e quello della relativa raccolta tecnicamente appropriata.

Le aziende di credito e i loro istituti di categoria hanno ridotto dal 37 al 31 per cento l'apporto all'incremento della provvista destinata alle normali operazioni degli istituti speciali (escluse cioè quelle per conto del Tesoro e per il finanziamento degli ammassi), benché tale apporto sia aumentato, in valore assoluto, da 219 a 254 miliardi.

A fine 1961, esso si commisurava a poco meno del 10 per cento della raccolta bancaria totale.

È da porre in rilievo la tendenza ad estendere agli istituti e sezioni che ne risultavano privi la facoltà di emettere obbligazioni a fronte di mutui a lungo termine. In tal modo, pur in presenza di una più ampia osmosi di fondi, viene rafforzata la separazione del credito ordinario da quello speciale. L'ampliata e più funzionale struttura conseguita da quest'ultimo, con la notevole evoluzione verificatasi nel dopoguerra, consente, anche attraverso la rete di sportelli dei grandi istituti bancari, presenti con le loro sezioni su tutto il territorio nazionale, di operare ragguardevoli trasferimenti di capitali fra le varie zone.

La notevole raccolta del 1961, sotto forma obbligazionaria, ha avuto sensibile ripercussione sulle quotazioni dei titoli della specie, che sono ritornate sui livelli della seconda metà del 1959. L'andamento delle quotazioni delle obbligazioni nell'anno in esame è stato in netto contrasto con quello dei titoli di stato. Alla tendenza di leggera ascesa di questi ultimi, infatti, le obbligazioni contrapponevano un andamento cedente che si è protratto durante tutto l'anno.

Appare evidente che la situazione che si profila come probabile esige più di ogni altra che si mantenga la funzionalità del mercato dei capitali: una condizione, cioè, nella quale riesca agevole trasferire fondi dall'una all'altra categoria di impieghi e convogliarli verso quelli che si reputino più conformi agli interessi generali. Occorre quindi che si apprestino misure adatte ad accrescere la rispondenza del mercato e dei saggi di interesse che in esso si praticano alle sollecitazioni delle autorità monetarie; onde la necessità di legare più strettamente gli interessi a breve con quelli a medio e lungo termine, dando vita nel nostro Paese a un mercato monetario nel quale Tesoro, Istituto di emissione e aziende di credito scambino fondi a prezzi variabili, secondo l'equilibrio tra domanda e offerta. Lo scopo di tali misure è di affinare il sistema attraverso il quale si collegano i mercati del breve con quelli del lungo termine e di accrescere l'interdipendenza tra i rispettivi saggi di interesse.

Ma il definitivo collocamento dei titoli del mercato finanziario non può avvenire se non presso i risparmiatori. Di qui la necessità di proporzionare l'offerta alla prevedibile formazione di nuovi risparmi. Ciò implica che le istruttorie che precedono

le nuove emissioni dovranno divenire più selettive; senza pretendere in tal modo di determinare la direzione degli investimenti complessivi, in ragione della quota relativamente modesta di essi (circa un quarto) che viene finanziata attraverso il mercato dei capitali. Il compito più ampio di orientare l'impiego delle risorse complessive del paese spetterà agli organi ai quali sarà affidata la responsabilità della programmazione generale.

Il collocamento dei valori mobiliari risulterà facilitato quanto più si dilateranno le dimensioni del mercato dei capitali. Variazioni apprezzabili nel volume e nella composizione del complesso dei valori mobiliari esistenti sul mercato potranno più agevolmente essere sopportate se il mercato interno sarà posto in comunicazione con quello estero.

Quanto abbiamo esposto sottolinea la necessità di una politica con la quale si accresca l'elasticità del mercato dei capitali, allo scopo di farne uno strumento efficiente di finanziamento di uno sviluppo che si svolga con soddisfacente continuità alimentandosi con il suo stesso procedere. Non appare conforme ad una politica del genere indulgere all'errato convincimento di promuovere uno sviluppo equilibrato della nostra economia, introducendo limitazioni delle facoltà discrezionali dei pubblici poteri di autorizzare o non autorizzare nuove emissioni in funzione delle condizioni del mercato. Né appare conforme a quella politica un'estensione eccessiva dei crediti agevolati. Riteniamo infatti che essi rientrino tra gli strumenti di una politica economica che si proponga di correggere certi squilibri; crediamo anche, appunto in quanto lo scopo dei crediti agevolati è quello di correggere squilibri, che essi debbano essere applicati in maniera selettiva: concentrati cioè nelle regioni e nei settori che abbisognano di speciali incentivi. Se ciò non si facesse, non realizzerebbero lo scopo per il quale sono stati concepiti, ma costituirebbero soltanto un fattore di rigidità del mercato.

L'esigenza di mantenere la funzionalità del mercato dei capitali e l'elasticità che ne è una delle condizioni è sottolineata dalla considerazione di elementi deducibili da confronti internazionali ampiamente documentati nel corso della Relazione.

Invero il nostro mercato dei capitali, insieme con quello germanico, ha dimostrato di possedere forze che ne hanno sollecitato una crescita più vigorosa delle

analoghe istituzioni in altri paesi. Se le sue dimensioni si misurano in base ai flussi, si rileva che negli ultimi dieci anni esse sono aumentate di oltre quattro volte. Inoltre, mentre nel triennio 1959-61 il rapporto fra emissioni di valori mobiliari e investimenti fissi in Italia è stato del 26,9 per cento, l'analogo rapporto in Germania è stato del 14,4, in Francia dell'11,3, nel Regno Unito del 9,6, nei Paesi Bassi del 13,5 e in Belgio del 31,9. In Italia, cioè, il mercato nel quale si collocano i valori mobiliari ha fornito la quota di gran lunga più rilevante di capitali impiegati in investimenti fissi, con la sola eccezione del Belgio, dove l'alto livello delle emissioni è attribuibile allo Stato e agli enti pubblici.

Alle stesse conclusioni si perviene ove le dimensioni del mercato siano poste in relazione con il prodotto nazionale lordo. Ancora una volta si osserva che la quota di esso che, attraverso il mercato dei capitali, si trasforma in investimenti fissi è in Italia più elevata che altrove: il rapporto riferito al 1959-61 è per l'Italia del 6,2, mentre per la Germania è del 3,4, per la Francia del 2,0, per il Regno Unito dell'1,3, per i Paesi Bassi del 3,3 e per il Belgio del 5,6 per cento. Se questi rapporti sono confrontati anche attraverso il tempo, si dimostra che la tendenza ad innalzarsi è stata in Italia maggiore che altrove. In altri termini, il nostro mercato dei capitali si è sviluppato con vigore singolare, manifestandosi uno strumento sempre più efficace di una politica di espansione degli investimenti.

Gli stessi confronti internazionali mostrano che l'apporto del mercato dei capitali oscilla sensibilmente da un anno all'altro; esso tende a dilatarsi nelle fasi di espansione dei redditi e a restringersi nelle fasi recessive, con variazioni tanto più ampie quanto maggiori sono le oscillazioni nei due sensi.

Nell'ultimo decennio la domanda di fondi sotto forma di valori mobiliari è stata cospicua, anche se con fasi alterne, ed è provenuta da tutte le categorie di emittenti. Essa è stata condizionata in special modo dall'entità del ricorso che hanno fatto al mercato le categorie di enti che, in relazione alla loro natura, non hanno altra alternativa di provvista ad eccezione di quella dell'emissione di titoli a reddito fisso. Per altro, i titoli di quest'ultima specie hanno costituito quasi dappertutto il mezzo di raccolta prevalente, essendosi elevati, se si esclude la Francia, al 70 per cento o più delle emissioni totali avvenute nei principali mercati.

Questa circostanza non ha, tuttavia, intaccato la posizione di predominio dei valori azionari nella composizione del patrimonio mobiliare, giacché, nella generalità dei casi, durante l'ultimo decennio si è verificato un aumento della partecipazione delle azioni al valore complessivo dei titoli in circolazione, dovuto allo sviluppo tendenziale delle quotazioni di mercato. In ogni modo, al termine del periodo, la distribuzione della ricchezza mobiliare risultava assai differente da paese a paese.

Infine, circa la provenienza dei capitali impiegati in valori mobiliari, è da rilevare il sostegno che al mercato dei titoli danno in alcuni paesi le aziende di credito. In Germania, per esempio, il rapporto fra i titoli a reddito fisso e la raccolta bancaria ammontava a fine 1961 al 12,1 per cento. Nel Regno Unito l'apporto delle aziende di credito alle sottoscrizioni di titoli è stato decrescente, e alla stessa data si ragguagliava al 19 per cento.

In definitiva, dai confronti internazionali contenuti nella Relazione si desume che il nostro mercato dei capitali ha assunto, nel processo di finanziamento degli investimenti e quindi di sviluppo della nostra economia, una posizione allineata con quelle delle economie più avanzate, cosicché riuscirà più difficile che le sue dimensioni continuino ad ampliarsi con lo stesso ritmo; si deduce altresì che la partecipazione delle aziende di credito al sostegno del mercato dei valori mobiliari, sia che si calcoli sulla base della proporzione fra i titoli a reddito fisso in portafoglio e il totale dei depositi, sia che si calcoli sulla base del rapporto fra gli stessi titoli in portafoglio e la loro circolazione complessiva, è in Italia piuttosto elevata. Se ne trae infine l'ammaestramento che, proprio perché il nostro mercato dei capitali è divenuto uno strumento efficiente, costituisce una grande responsabilità delle autorità monetarie quella di mantenerlo nelle attuali condizioni e anzi di migliorarlo. Ma nessun mercato dei capitali sarebbe in condizioni di consentire larghe emissioni di titoli a reddito fisso, se il governo non conducesse una politica atta a dare la certezza che la stabilità monetaria sarà salvaguardata.

IL MERCATO MONETARIO E LE AZIENDE DI CREDITO

Nel gennaio di quest'anno abbiamo ridotto, come si è ricordato, il limite superiore delle riserve obbligatorie; questo provvedimento si inserisce in una linea di politica monetaria enunciata sin dal 1949 dal dottor Menichella. Egli aveva dichiarato infatti: «gli strumenti che si sono creati e che hanno funzionato qualche volta in un senso sarebbero pronti a funzionare in senso opposto» ed a questa possibilità egli si è ripetutamente riferito anche in anni recenti. Con quel provvedimento abbiamo liberato circa 200 miliardi di lire; secondo i nostri calcoli tale somma può determinare una dilatazione degli impieghi del sistema bancario pari a circa due volte e mezza la somma stessa. Abbiamo fatto ciò nel convincimento che le condizioni della bilancia dei pagamenti sarebbero rimaste tali da giustificare un provvedimento idoneo a consentire al sistema creditizio di continuare ad assistere il processo di sviluppo, mantenendo in pari tempo il costo del credito costante, in presenza di una tendenza all'aumento in altri paesi, con l'intendimento anche di contribuire a contenere il rialzo dei saggi di interesse nel mercato obbligazionario.

I provvedimenti con i quali si influisce sui saggi di interesse a breve termine riescono ad incidere con maggiore efficacia sull'orientamento dell'attività economica generale, a condizione che reagiscano sui saggi di interesse a lungo e medio termine, onde la necessità di un assetto del mercato monetario atto a conseguire questo obiettivo. Soltanto quando ciò si verifichi, le variazioni della liquidità del sistema bancario, determinate dal mutamento della proporzione delle riserve obbligatorie, possono adempiere la loro funzione.

In aggiunta, un mercato monetario nel quale i saggi di interesse rispondano con prontezza alle variazioni della liquidità consente di provvedere alla esigenza di promuovere flussi di capitali a breve termine verso l'estero e dall'estero verso l'interno, conformemente alla necessità di porre in essere movimenti compensativi dei disavanzi delle bilance dei pagamenti.

Si consideri, infatti, un paese nel quale le autorità monetarie fossero indotte da larghi avanzi di bilancia dei pagamenti a creare corrispondente volume di liquidità; se questa facesse avvertire il suo peso sul mercato del denaro, così da deprimere

immediatamente i saggi di interesse a breve termine, gli effetti sarebbero duplici: una parte delle liquidità esuberanti sarebbe trasferita all'estero andando alla ricerca dei mercati monetari nei quali i rendimenti fossero più elevati; attraverso la propagazione della riduzione dei saggi di interesse dal mercato a breve termine a quello a lungo termine, il minor costo dei finanziamenti che si attingono ad esso influirebbe sulla disposizione degli imprenditori verso nuove iniziative. In mancanza di tempestive ripercussioni sui saggi a medio e lungo termine, le variazioni dei saggi di interesse a breve limiterebbero la loro efficacia ai movimenti monetari sul mercato internazionale.

Crediamo essenziale concentrare i nostri sforzi nel mantenimento di un mercato dei capitali efficiente, nel quale trovino collocamento le nuove emissioni con cui si provvederanno, sulla base di corsi sottoposti ad oscillazioni di ampiezza limitata, i capitali necessari per il finanziamento degli imponenti programmi del settore pubblico e di quello privato. Nel proporci questo obiettivo abbiamo presenti le esperienze altrui, specialmente quelle dalle quali si desume l'ammonimento che l'aumento delle quantità di titoli facilmente monetizzabili provoca la conseguenza di creare incertezza intorno all'efficacia degli interventi attuati dalle autorità monetarie.

Agli effetti dell'apprestamento di un valido mercato monetario e finanziario, si deve anche tener conto dell'inesistenza, nell'attuale sistema bancario italiano, di una relazione funzionale fra le emissioni di buoni del tesoro ordinari e le occorrenze di cassa del Tesoro. Quando la liquidità è abbondante affluisce al Tesoro, e il saldo del suo conto corrente presso la Banca d'Italia suscita un'impressione erronea di larghezza finanziaria.

Si deve aggiungere che l'emissione di buoni del tesoro ordinari in quantità illimitate, nonché il mantenimento di un tasso di interesse fissato per lunghi periodi, possono agire, nelle fasi di abbondante liquidità, nel senso di ridurre l'incentivo alla ricerca di impieghi produttivi da parte delle aziende di credito; e ciò appunto per la condizione nella quale esse si trovano di investire quantità illimitate delle liquidità di cui dispongono in un titolo trasformabile in moneta e dal quale ottengono un saggio di interesse costante, senza relazione immediata con le mutevoli condizioni del mercato.

Mentre l'attuale sistema attenua gli incentivi ad adattare il ritmo degli impieghi produttivi al livello delle liquidità che le autorità monetarie mantengono a disposizione

del mercato, esso impedisce al Tesoro di finanziare le proprie occorrenze sulla base di tassi corrispondenti alle condizioni dell'equilibrio del mercato monetario.

Riteniamo quindi opportuno che, in collaborazione con le aziende di credito e con le loro associazioni di categoria, si consideri, da parte delle competenti autorità, una modificazione dell'attuale sistema basato sulla emissione di buoni del tesoro ordinari in quantità illimitate, indipendenti dalle occorrenze di cassa del Tesoro; che si consideri cioè la sostituzione dell'attuale sistema con quello, generalmente praticato all'estero, delle emissioni periodiche in quantità limitate stabilite in funzione della situazione di cassa della Tesoreria. Se le liquidità saranno abbondanti, i saggi di interesse scenderanno; in caso contrario saliranno. Se le autorità monetarie vorranno che liquidità abbondanti sollecitino la riduzione dei saggi di interesse dei titoli a medio e lungo termine, ciò sarà facilitato dalla circostanza che i fondi delle aziende di credito, non potendo affluire al Tesoro in quantità illimitata e con una remunerazione costante, affluiranno nei conti liberi dell'istituto di emissione, dove le remunerazioni sono esigue. Diverrà quindi più immediata la convenienza delle aziende di credito di ricercare investimenti più vantaggiosi, fra i quali potranno essere i titoli a medio e lungo termine.

L'innovazione da apportare potrebbe consistere nella sostituzione dell'attuale sistema di emissione aperta con l'emissione di contingenti mensili. Il prezzo base di emissione dei contingenti sarebbe, di norma, allineato al tasso ufficiale di sconto; a tale prezzo verrebbe soddisfatto l'intero fabbisogno delle aziende di credito per gli adempimenti relativi alle riserve obbligatorie.

Le quote di ogni emissione eccedenti il fabbisogno delle aziende ai fini delle riserve resterebbero disponibili sia per l'investimento delle liquidità delle aziende stesse sia per le sottoscrizioni per conto della clientela. Dette quote verrebbero assegnate in base alla graduatoria dei prezzi offerti.

Il nostro sistema creditizio garantisce adeguatamente il flusso dei mezzi fra le diverse parti del Paese; i grandi istituti operanti nella totalità del territorio nazionale convogliano quantità non piccole di mezzi nelle aree meno progredite. Il rapporto impieghi-depositi nel Mezzogiorno continentale riferito agli istituti in parola, esclusi i banchi meridionali, è stato del 76,7 per cento nel 1960 e del 77,7 nel 1961; mentre il rapporto per gli stessi istituti riferito alla totalità del territorio nazionale è stato,

rispettivamente, del 75,4 e del 76,7 per cento. Se si considerano le zone insulari, la tendenza risulta ancora più evidente: il rapporto impieghi-depositi di questa categoria di istituti è stato, in Sicilia, rispettivamente, del 108,3 e del 108,9 per cento; in Sardegna, dell'86,8 e del 92,9 per cento. Le percentuali si abbassano se insieme con gli istituti considerati si comprendono i banchi meridionali; ma esse si riferiscono agli impieghi della «azienda bancaria» con esclusione di quelli effettuati attraverso le sezioni. Tenendo conto di queste ultime appare che i banchi meridionali adempiono egregiamente il compito di sostegno dell'economia di quelle regioni.

Altra regione nella quale si rileva una forte concentrazione di mezzi è, ovviamente, la Lombardia. In questa il rapporto impieghi-depositi degli istituti operanti nella totalità del territorio nazionale è stato, rispettivamente, dell'86,5 e dell'88,0 per cento. Occorre tuttavia considerare che le statistiche della distribuzione territoriale del credito non possono ritenersi indicative della destinazione ultima dei mezzi erogati. È sufficiente ricordare che a Milano ha sede un numero elevato di direzioni amministrative di imprese operanti in tutto il territorio nazionale. L'erogazione del credito avviene nei confronti di quelle direzioni, ma la irradiazione di esso si compie nell'intero territorio nazionale. I nostri sistemi di rilevazione non consentono ancora di stabilire con sufficiente approssimazione una bilancia territoriale dei flussi creditizi: ma permettono di renderci conto dell'errore che si commetterebbe se alle statistiche concernenti la distribuzione territoriale si attribuisse il significato proprio di quelle che misurano l'ultima destinazione dei fondi erogati.

L'attuale sistema delle aziende di credito, oltre ad alimentare provvidi flussi monetari fra una parte e l'altra del territorio nazionale, consente anche importanti movimenti di fondi nel proprio interno. Intendiamo riferirci all'entità assunta dai trasferimenti di fondi fra gruppi di aziende per tramite dei conti interbancari. Al 31 dicembre dello scorso anno, il totale dei mezzi che le aziende di credito di ogni categoria, escluse sei grandi banche, avevano depositato presso altre aziende di credito, ammontava a 1.077 miliardi di lire; l'ammontare dei fondi che le stesse aziende, sempre escluse sei grandi banche, avevano ricevuto in deposito ascendeva a 530 miliardi di lire. La differenza era confluita verso le sei medesime.

Appare evidente che, mentre le aziende minori e specialmente quelle aventi sportelli in una sola provincia o in una sola regione (le prime avevano depositato 255 miliardi e ne avevano ricevuti in deposito 46 e le seconde avevano depositato 291 miliardi e ne avevano ricevuti 82) adempiono il compito di procedere alla raccolta di mezzi monetari oltre i limiti della loro capacità di impiegarli direttamente, alcune delle grandi aziende aventi sportelli in tutto il territorio nazionale assolvono la funzione di amministrare la tesoreria delle piccole, convogliando agli impieghi non soltanto i mezzi propri, ma anche una parte di quelli che ad esse confluiscono dalle aziende minori.

Ciò pone le grandi aziende di fronte a due gravi responsabilità. La prima è quella di mantenere una tesoreria sufficientemente elevata ed elastica, per poter corrispondere in ogni momento al compito che sembra essere stato loro commesso dalle aziende minori, che concentrano presso di esse la propria tesoreria. Crediamo di poter affermare che a questa esigenza esse hanno corrisposto adeguatamente; se si confronta infatti la distribuzione della liquidità del sistema bancario, rappresentata da buoni del tesoro ordinari disponibili in portafoglio, si osserva che essa è concentrata quasi esclusivamente presso sei grandi aziende di credito. Si comprende così perché, proprio nei confronti di queste, l'istituto di emissione in taluni momenti sia intervenuto più estesamente, ricreando la liquidità in lire mediante il riacquisto di valute estere. Non si è trattato di intervento mirante a rafforzare la posizione competitiva delle grandi banche verso le piccole e medie, bensì rivolto a permettere alle prime di adempiere il loro ufficio di tesoriere di quelle che in esse ripongono una parte considerevole dei propri mezzi.

La seconda responsabilità è quella di praticare, nei confronti delle somme ricevute in deposito dalle banche minori, saggi di remunerazione che non abbiano l'effetto di spingere all'insù il costo della raccolta per l'intero sistema bancario. Essi dovrebbero muoversi in parallelo con quelli del mercato monetario; allora, se l'intendimento dell'Istituto di emissione sarà che liquidità abbondanti deprimano il costo del denaro allo scopo di dare incentivo alla ricerca di impieghi produttivi, le grandi banche che amministrano la tesoreria delle minori dovranno comportarsi in modo analogo.

In definitiva, con il procedere verso la creazione di un mercato monetario organizzato, nel quale aumenti la fluidità dei mezzi monetari, e le condizioni alle quali se ne compie la provvista e l'impiego corrispondano agli indirizzi stabiliti dalle autorità monetarie, si renderà necessario accentuare il controllo dei conti interbancari. Con ciò non intendiamo affatto affermare che ci proponiamo di reprimere i fenomeni che si determinano per loro tramite. Ma è evidente che, quando ci convincessimo che i flussi che si compiono attraverso questo canale trasportano con sé impulsi tali da sospingere al rialzo il costo della provvista dell'intero sistema creditizio al di fuori degli obiettivi stabiliti dalle autorità monetarie, non mancheremmo di prendere in considerazione, tra le possibili misure, quella di inserirci in tali flussi.

La nostra politica, quanto ai saggi di interesse attivi e passivi, ha continuato ad essere quella di considerare più proficua una disciplina che si attui attraverso accordi amministrati nell'ambito stesso delle categorie. Non ci proponiamo quindi di assumere, da parte nostra, quegli atteggiamenti impazienti che qualche volta rimproveriamo ai colleghi delle banche, e resisteremo a sollecitazioni, che spesso ci pervengono, perché siano adottate discipline coercitive, che reputiamo umilianti per chi le impone e per chi le subisce. D'altro canto, non esiteremo ad impiegare gli strumenti che una moderna politica monetaria ci offre, nel convincimento che essi riescano più efficaci di esortazioni e minacce. Ma la ragionevolezza di amministratori di aziende, nelle quali i margini fra i costi di esercizio e i ricavi sono assoggettati ad una compressione assai forte, è motivo di fiducia.

Il restringersi del margine fra il costo della provvista e il ricavo derivante dall'impiego dei capitali amministrati non può non richiamare l'attenzione talvolta preoccupata dei dirigenti delle aziende di credito, ma costituisce altresì la dimostrazione più eloquente della intensità della concorrenza alla quale esse sono sottoposte. Invero, se confrontiamo il costo effettivo della provvista presso alcune grandi aziende di credito nazionali e presso analoghe istituzioni di paesi dove si afferma essere più efficace l'azione della concorrenza, con i ricavi effettivi derivanti dall'impiego dei fondi amministrati, constatiamo che il divario esistente in Italia è forse minore di quello rilevabile nei paesi suddetti. La collaborazione con taluni istituti di emissione e lo scambio di reciproche informazioni riservate ci permetteranno di approfondire

ulteriormente queste indagini; gli elementi ancora non del tutto sufficienti dei quali disponiamo consentono, nondimeno, di trarre indicazioni abbastanza confortanti.

Anche in merito al problema dell'attribuzione di nuovi sportelli bancari, riteniamo desiderabile che la soluzione emerga da un contemperamento di esigenze ragionevolmente realizzato nell'ambito delle associazioni di categoria. Continuiamo a credere che questo metodo preserverebbe il sistema da sollecitazioni di forze estranee, garantendo quella distribuzione equilibrata fra le diverse categorie di aziende che assicura la coesistenza di centri di decisione più prossimi e più remoti dal potere centrale e quindi un assetto idoneo ad evitare gli inconvenienti di una concentrazione eccessiva. Ma anche in questo caso, di fronte alla mancanza di accordo che malauguratamente si manifestasse tra le categorie, non ci sottrarremo alle nostre responsabilità; ovviamente le scelte che saremo chiamati a compiere non prescinderebbero da un giudizio sulle attitudini all'osservanza della disciplina da parte delle singole aziende di credito.

Il più alto grado di maturità raggiunto dalla nostra economia non può non riflettersi nel sistema creditizio. In concordia di intenti, dobbiamo procedere all'affinamento degli strumenti dei quali può disporre la politica monetaria e finanziaria di un paese che intenda proseguire nello sviluppo ed utilizzarne proficuamente i frutti.

Da quanto abbiamo esposto si deduce che i progressi compiuti nel creare un mercato dei capitali in continua espansione, il sostegno che ad esso hanno dato le aziende di credito, il costante affinamento delle strutture della nostra organizzazione di istituti e di aziende di credito e della collaborazione fra loro, hanno fatto del nostro un sistema creditizio moderno, in continua evoluzione e nel quale l'emulazione non è certamente assente. Si rileva inoltre la nostra comune volontà di continuare a progredire. È evidente che, a questi fini, contiamo, come per il passato, sulla vostra cordiale collaborazione. Il metodo che preferiamo è quello della discussione aperta e, attraverso essa, del reciproco convincimento. Ancor più che in passato ci avvarremo del vostro consiglio; ma anche, in talune circostanze, faremo assegnamento sulla vostra attitudine ad osservare discipline non imposte, ma liberamente accettate in considerazione della loro aderenza agli interessi generali.

Sono state indicate le linee di azione che si reputano opportune per salvaguardare la funzionalità del mercato dei capitali e per instaurare un efficiente mercato monetario, poiché il concretamento di questi indirizzi richiede una collaborazione adeguata, e consapevole, da parte di coloro che operano nella sfera creditizia e finanziaria.

Riconoscere il valido contributo che può ottenersi mediante il perfezionamento degli strumenti utilizzabili e mediante la ricerca di tutte le proficue possibilità di manovra che essi consentono non significa per altro perdere di vista che il contributo stesso non può supplire all'eventuale attenuarsi o venir meno delle condizioni di fondo che sono essenziali al mantenimento di un elevato ritmo di sviluppo.

Le esperienze straniere ricordate attestano come un rapido sviluppo abbia le sue determinanti essenziali nel mantenimento delle capacità concorrenziali verso l'estero, soprattutto attraverso un accrescimento ragguardevole della produttività.

Questo insegnamento è confermato dall'esperienza italiana, con riguardo sia alle condizioni che hanno consentito alle nostre esportazioni di affermarsi sui mercati esteri, sia all'importanza basilare che la domanda estera ha assunto nell'ultimo decennio, come elemento di sostegno dello sviluppo della economia italiana.

È in atto nella nostra economia un processo tendente ad un aumento del costo del lavoro maggiore dell'aumento della produttività: circostanza che, mantenendosi stabile il livello dei prezzi, incide sulle possibilità di autofinanziamento delle imprese e, in definitiva, accresce la loro dipendenza da fonti esterne, come emerge chiaramente dal loro maggior ricorso alle aziende di credito. Tale tendenza appare altresì evidente, quando si consideri l'aumento delle domande di finanziamenti presentate agli istituti speciali.

Mentre questi fenomeni si svolgono, le quantità di investimenti programmati dal settore pubblico ed eccedenti le disponibilità di risparmio dello stesso settore tendono ad aumentare; quindi anche il finanziamento degli investimenti pubblici diviene più dipendente dall'indebitamento. Ma anche esso, in larga misura, si concentra presso gli istituti speciali, i quali, a loro volta per erogare capitali non hanno altro mezzo all'infuori di quello di collocare obbligazioni sul mercato. È evidente che di fronte alla

insufficienza del risparmio delle imprese da una parte e del risparmio pubblico dall'altra, mentre gli investimenti si dilatano, l'equilibrio non può ristabilirsi se non attraverso un aumento dei risparmi personali. In parte ciò si è verificato nel corso dell'anno 1961.

Le pur accresciute dimensioni del nostro mercato dei capitali non impediscono che divari sensibili fra il saggio d'incremento degli investimenti, da un lato e quello delle disponibilità interne da autofinanziamenti, dall'altro, possano ripercuotersi sull'equilibrio del mercato stesso, il quale, a sua volta, per motivi istituzionali e consuetudinari, si suddivide qualitativamente in vari comparti tra loro solo parzialmente comunicanti.

Inoltre, eventuali variazioni nella composizione degli investimenti, collegate con la natura degli enti chiamati ad effettuarli, possono creare squilibri settoriali nel mercato dei capitali, ove l'evoluzione sia nel senso di una maggiore partecipazione di enti od organismi che per loro natura e per le loro dimensioni ricorrano in misura relativamente maggiore al mercato per il finanziamento dei loro fabbisogni e vi ricorrano per di più sotto forma di specifiche categorie di titoli, rispetto al cui particolare mercato anche variazioni, nel quadro complessivo relativamente limitate, possono porre problemi non lievi.

Abbiamo in precedenza descritto le misure con le quali ci proponiamo di accrescere la funzionalità del mercato dei capitali, agevolando trasferimenti di fondi dal mercato monetario a quello finanziario; ma è evidente che tali misure risolvono soltanto problemi del breve periodo; esse non possono supplire ad una insufficienza di risparmi reali. Quando questa si manifestasse senza trovare contropartita in un correlativo riproporzionamento degli investimenti, le misure in parola si rifletterebbero in tensioni nell'equilibrio monetario. Se da un lato la nostra intenzione è quella di mettere a disposizione dell'economia un mercato efficiente, che faciliti la circolazione dei capitali e ne promuova il convogliamento agli impieghi più produttivi o comunque corrispondenti a programmi di interesse pubblico, ci asterremo però dall'attuare provvedimenti che alterino il livello della liquidità, provocando confusione fra essa e il risparmio.

In definitiva, il processo di finanziamento della produzione e degli investimenti, se può trarre apprezzabile vantaggio dalla disponibilità di un efficiente ed elastico mercato, in grado di ovviare a squilibri parziali e settoriali, suscettibili di compromettere il funzionamento del sistema nel suo insieme, resta in essenza condizionato dai fattori reali attinenti alle fonti originarie di formazione del risparmio. Negli aspetti di fondo, tale processo pertanto continua ad essere affidato alla volontà di risparmio dei cittadini ed all'oculata graduazione delle occorrenze del settore privato e pubblico, allo scopo di mantenerle nei limiti delle disponibilità del risparmio.

Signori Partecipanti,

ho voluto lasciare per ultimo il compito di ricordare la scomparsa di Luigi Einaudi e di commemorarne l'opera insigne innanzi a questa Assemblea: compito che non può non provocare in chi Vi parla, e sicuramente in tutti Voi, intima commozione e non sopito rimpianto. Ancora è possibile rivederLo quale apparve in questa stessa aula, nella riunione dello scorso anno, con l'esile Sua figura, sostenuta quasi, più che dalle forze fisiche, dalla tenace volontà, dall'alto fervore spirituale, dall'inesausto desiderio di apprendere e di ammaestrare.

Anche se, nella guida dell'Istituto di emissione, Egli ebbe modo, in circostanze fortunate, di rendere eminenti servizi al Paese ed anche se ha costituito, e costituirà, supremo vanto della Banca d'Italia averLo avuto Governatore, sappiamo bene che Einaudi va ricordato nella esemplare coerenza dell'intera vita, e non nelle singole tappe, per quanto significative, del Suo operoso cammino. Al servizio della scuola, del giornalismo, del Parlamento, nei posti di comando dell'economia e del governo, al vertice dello Stato, Egli fu sempre fedele ad un costume di dignità priva di ostentazione, di schiettezza aliena da infingimenti retorici, di lucidità espressiva che, da sola, attestava la solidità e la chiarezza del Suo pensiero.

Alla dedizione ininterrotta di Luigi Einaudi agli studi ha corrisposto il riconoscimento che forse fu da Lui più apprezzato. Gli fu infatti consentito di conservare a vita la pienezza delle funzioni inerenti all'insegnamento universitario da Lui professato. E il provvedimento, pur costituendo una eccezionale distinzione, non

faceva che dar atto significativamente della inseparabilità della vita di Einaudi dalla missione di studioso, di educatore e di Maestro, che Egli in realtà svolse sino al termine della Sua esistenza.

Seguendo la tradizione degli economisti classici, alla quale rimasero aderenti gli esponenti maggiori del nostro pensiero economico, Egli non limitò la Sua attività di studioso all'analisi dei pur complessi problemi finanziari, che costituirono l'oggetto specifico del Suo insegnamento, ma estese i Suoi interessi di teorico, di storico, di erudito alla scienza economica intesa nel significato più ampio e comprensivo. La gamma dei Suoi fecondi apporti fu pertanto non meno notevole della loro importanza e, anche a motivo della reputazione internazionale che l'Einaudi ne trasse, essi sarebbero bastati a colmare e ad appagare esistenze meno intense e fervide della Sua.

Ma, per Einaudi, la missione educatrice non si esauriva nelle aule universitarie, nelle comunicazioni innanzi a qualificati ma ristretti cenacoli accademici, nei dibattiti su riviste scientifiche consultate da un numero limitato di lettori. Egli, anche in questo seguendo l'esempio di economisti a Lui particolarmente cari come il Ferrara, ritenne che il lucido dibattito delle idee sul piano giornalistico costituisse, in sostanza, il mezzo moderno per combattere una delle forme più insidiose di monopolio, quello cioè delle conoscenze e delle informazioni. Fu pertanto giornalista eminente per le ammirevoli capacità semplificatrici, per la concretezza e la fluidità del linguaggio, per l'integrità morale e l'indipendenza di giudizio manifestate nelle lotte del lavoro, come nella critica della imposizione mortificatrice dell'incentivo a produrre e a risparmiare; nelle battaglie contro i falsi miti, come nella pungente documentazione di evitabili sperperi nell'amministrazione del pubblico denaro.

Queste stesse doti di scienziato e di pubblicista, associate alle possibilità che Egli ebbe di scendere all'esame particolareggiato di minuti problemi locali e di elevarsi a visuali che non soltanto abbracciavano l'intera nazione, ma anticipavano più ampie forme di solidarietà internazionale, ne fecero un parlamentare insigne, nel prolungato periodo della Sua appartenenza al Senato. Anche di questa Sua attività, come delle altre, non è possibile, nella circostanza odierna, fornire una illustrazione adeguata. Tuttavia, appare doveroso ricordare almeno la illuminata opera da Lui svolta come membro dell'Assemblea Costituente, poiché in quella sede Egli prese valida parte alla redazione

della Carta costituzionale che regge ora il nostro Paese, adoperando la Sua influenza perché anche in un documento così solenne fosse affermata l'esigenza di una oculata gestione pubblica e di una ferma difesa della stabilità monetaria.

Alla guida della Banca d'Italia, che Gli era stata affidata nel gennaio 1945, Egli giungeva pertanto con capacità, esperienze umane e prestigio incomparabili. Vi trovava l'Istituto in una fase che non poteva non riflettere il generale turbamento dovuto alle difficoltà che, anche dopo la cessazione del conflitto, rendevano arduo il ristabilimento della pace, «in ragione» – annotava lo stesso Einaudi – «della grave eredità di passioni da placare, di perdite da ripianare, di assestamenti da compiere su scala mondiale».

Di non minor valore della sagacia degli indirizzi che Egli diede alla Banca, nella faticosa opera di riassetto, fu la elevatezza e la nobiltà della Sua parola suscitatrice che, da questa sede, Egli rivolse al Paese: ora per additare come la sottoscrizione del Prestito Soleri, nell'aprile-maggio 1945, costituisse «il primo esperimento di voto libero», silenziosamente compiuto «nelle città e nelle campagne, dinnanzi agli sportelli delle banche e degli istituti di risparmio ed assicurativi»; ora per ammonire come la ricostruzione «fosse sinonimo di rinuncia, di risparmio»; ora per rincuorare sulle sorti del Paese, la cui rinascita – Egli affermava nel 1946 – si sarebbe senza dubbio realizzata «fra pochi anni, pochi non molti».

In persona avversa all'enfasi verbale come l'Einaudi, queste non erano espressioni occasionali o vaticini gratuiti. Erano meditate valutazioni che, da un lato riflettevano l'apprezzamento tempestivo della lungimirante politica di assistenza all'estero, da parte delle potenze vincitrici, affermatasi nel secondo dopoguerra, in singolare, provvido contrasto con il ben diverso indirizzo prevalso nel primo dopoguerra; dall'altro lato, attestavano il convincimento che, orientando gli sforzi immediati verso la difesa della moneta, obiettivo costante delle Sue preoccupazioni già come studioso e ora come partecipante della politica monetaria, si sarebbe data una solida base alla ripresa economica del Paese e se ne sarebbero resi sicuri gli sviluppi.

Fu nella Relazione letta all'Assemblea nel marzo 1947 che l'Einaudi, di fronte al critico aggravarsi del processo inflazionistico, ritenne necessario «gettare un grido di allarme», per sollecitare un concorde sforzo di volontà, diretto ad evitare l'annientamento dell'unità monetaria. Egli rievocò l'esempio degli uomini che si erano

assunti un compito analogo tra il 1919 e il 1922, per additarne la ferma e coraggiosa accettazione dell'inevitabile impopolarità. Ma questo rivolgersi ad ammaestramenti forniti dal nostro passato, che Gli era congeniale, non escludeva l'aperta disposizione a tener conto della esperienza di altri paesi, dalla cui prassi venne tratto il sistema delle riserve minime obbligatorie, che trovava da tempo larga applicazione all'estero e la cui introduzione da noi, nell'agosto 1947, doveva rivelarsi il valido argine alla espansione inflazionistica. D'altro canto, il fatto che all'estero la manovra del tasso di sconto fosse caduta in pressoché completa desuetudine e che si preferisse mantenere i tassi di cambio a livelli artificiosi, non Gli impedì di scegliere, con indipendenza critica di giudizio, soluzioni antitetiche, che contribuirono alla «riscoperta» di trascurati strumenti ed indirizzi di politica, da parte degli osservatori stranieri.

Così, mentre nel nostro Paese divenivano evidenti, confutando iniziali incomprensioni e critiche, gli effetti risanatori della linea di azione seguita in difesa della moneta, l'avveduta commistione di antica saggezza e di moderno tecnicismo, che caratterizzava la linea stessa, non tardava ad imporsi all'apprezzamento di politici ed economisti, sul piano internazionale, formando ripetutamente oggetto di studi, che tuttora perdurano, ed inserendosi nella letteratura monetaria del secondo dopoguerra come modello esemplare indissolubilmente legato al nome dell'Einaudi.

Per Suo conto, Egli, con un termine che Gli era familiare, definì «mitica» l'associazione del Suo nome alla linea di difesa monetaria da Lui propugnata: «mitica», in quanto Egli non intendeva che fossero dimenticate le «molte forze» che avevano contribuito al successo della politica designata con il Suo nome, sia nella sfera delle autorità governative, sia in quella dei Suoi collaboratori immediati.

Tuttavia, il legame stabilitosi tra quella politica e il Suo nome non disconosceva di certo il prezioso apporto di quanti Lo avevano coadiuvato e continuarono la Sua opera presso la nostra Banca; tale legame, per spontaneo e concorde consenso, riassumeva in Lui un ammirevole concorso di dedizioni e lealtà, come la Sua figura compendia le virtù più elevate della tradizione risorgimentale.

Quanto esse fossero apprezzate, malgrado l'innato riserbo dell'Einaudi, lo ha dimostrato, più ancora della Sua chiamata alla suprema carica dello Stato, l'unanime sentimento di dolore che ha accompagnato la Sua scomparsa. Una vita come la Sua,

tanto intensamente dedicata al pubblico bene, necessariamente dovrà essere onorata in forme degne, che soprattutto ne tramandino il ricordo alle giovani generazioni e offrano ai meritevoli possibilità di più agevole affermazione nel campo degli studi.

La Banca d'Italia si unirà al concretamento di queste iniziative, nella consapevolezza che dall'esempio luminoso dell'Einaudi discende, per le nostre generazioni come per quelle a venire, un insegnamento non perituro.

Per conto nostro, l'impegno di meditazione di un così valido insegnamento non può restringersi alla parte di esso che abbia più diretta e immediata attinenza alla salvaguardia della stabilità monetaria. Questa è fondamento essenziale della concezione dell'Einaudi, ma fondamento per l'edificazione di una società aperta alla elevazione dei singoli, come all'affermazione delle imprese, attraverso un attivo processo di ricambio che rappresenta il severo, ma necessario, stimolo ad un incessante perfezionamento.

La difesa della molteplicità delle iniziative, dell'autonomia delle loro decisioni, in modo che esse trovino nelle indicazioni dall'alto una consapevole guida, e non una costrizione che ne irrigidisca il dinamismo o una interferenza che esoneri dalle personali responsabilità, costituisce pertanto esigenza non meno importante di quella della salvaguardia della stabilità monetaria, per la preservazione di una siffatta società.

Questa, infine, richiede che l'azione individuale e quella pubblica non siano contrapposte, ma armonizzate, anche attraverso la valorizzazione di tutta una gamma di organismi intermedi, intesi a collegare efficientemente la vita produttiva locale alla economia dell'intero paese e ad assicurare il suo fecondo inserimento nella comunità internazionale.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1962

Signori Partecipanti,

le considerazioni che mi accingo ad esporVi poggiano su quell'insieme di ragionate descrizioni e di più penetranti analisi della congiuntura economica e in particolare monetaria dell'annata 1962 che costituiscono il corpo della Relazione.

Questa è stata ordinata al fine principale di dare evidenza sia al processo di creazione della liquidità nelle sue componenti esterne ed interne, ossia negli scambi di merci servizi e capitali con l'estero, nelle operazioni del Tesoro e in quelle del sistema bancario; sia al processo di finanziamento della produzione, analizzato nei vari flussi di risparmio e di credito che scorrono attraverso le aziende di credito, il mercato monetario e il mercato dei capitali; nonché alle connessioni fra l'un processo e l'altro. E poiché in ogni fase dell'analisi si è procurato di inquadrare l'esposizione degli sviluppi e dei problemi nostrani in una visione internazionale, anche a riconoscimento della crescente interdipendenza economica fra le nazioni, e in ispecie fra i loro mercati finanziari, tanto la descrizione quanto la documentazione statistica si sono ulteriormente allargate. Se questa ricchezza di documentazione potrà ancora accrescere lo sforzo dei nostri lettori, essa però mi consente di alleggerire questa esposizione orale delle dimostrazioni e dei dati statistici che possono essere attinti nella Relazione.

Come ben sapete, il testo di questa è il risultato di uno sforzo collegiale che trova la sua sede principale e il punto di coordinamento nei Servizi Studi della Banca, cui mi è caro anche quest'anno tributare vivo elogio. Con essi concorrono validamente i servizi Vigilanza, la cui attività è riflessa in vari capitoli della Relazione, nonché gli altri servizi della amministrazione centrale, i direttori delle filiali ed i delegati della Banca all'estero. Sono certo di interpretare anche i Vostri sentimenti esprimendo a tutti un cordiale ringraziamento, sia per questa opera, sia per l'impegno posto durante l'anno nello svolgimento del lavoro d'ufficio.

Desidero ancora ricordare che durante l'anno è stata condotta a termine la riforma del regolamento del personale impiegatizio ed operaio, riforma migliorativa

sotto il triplice profilo del trattamento economico, della stabilità dell'impiego e, in taluni settori, delle aperture di carriera. L'amministrazione apprezza la disciplina e la competenza con cui il personale di ogni ordine e grado svolge i servizi di istituto ed ha fiducia che lo sforzo finanziario da essa accettato con l'intervenuta riforma valga a sempre meglio assicurare nelle nostre file la serena applicazione al lavoro e la dedizione alla Banca.

COSTI, PREZZI, ANDAMENTO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Il 1962 è stato caratterizzato in Europa da una modificazione rilevante nella distribuzione del reddito ai diversi fattori della produzione, fenomeno che in Italia ha assunto dimensioni maggiori che altrove. La quota attribuita al lavoro è aumentata, a scapito di quella toccata ad altri fattori, né ciò si è compiuto senza contrasti nelle relazioni tra datori di lavoro e lavoratori. Alla diversa distribuzione dei redditi si è accompagnata una loro espressione monetaria accresciuta in misura maggiore dei beni e servizi prodotti.

Anziché commisurare la liquidità dell'economia alle occorrenze derivanti dall'incremento del reddito, comprendendovi in tutto o in parte la componente costituita dall'aumento dei prezzi indotto dalla spinta dei costi, le autorità monetarie avrebbero potuto contenere il credito nei limiti corrispondenti alle esigenze del finanziamento della produzione a prezzi costanti, anche se da ciò fossero derivati arresti nell'attività di alcune imprese.

Nell'accettare la responsabilità di finanziare aumenti dei costi che non avrebbero potuto, almeno parzialmente, non trasferirsi sui prezzi, abbiamo affrontato problemi complessi e siamo stati posti di fronte a gravi alternative. Queste alternative hanno imposto scelte alle quali l'istituto di emissione ha concorso, come ha concorso all'attuazione dei provvedimenti che ne sono derivati. Non vi sono tuttavia motivi di compiacimento, perché mentre l'obiettivo del mantenimento di un alto livello produttivo è stato raggiunto, quello non meno importante della stabilità dei prezzi non lo è stato.

Il livello dei prezzi ingrosso, che fino all'agosto 1961 aveva segnato una notevole stabilità, ha successivamente manifestato una tendenza al rialzo abbastanza pronunciata. Mentre in un primo periodo il rialzo fu prevalentemente dovuto ai prezzi dei prodotti agricoli, la più recente fase si è caratterizzata particolarmente per l'aumento dei prezzi dei prodotti non agricoli. Il livello generale dei prezzi al consumo è aumentato tra la fine del 1961 e la fine del 1962 del 6,5 per cento. Nei primi mesi del 1963, in corrispondenza con l'eccezionale rigidità dell'inverno, la tendenza all'aumento si è ulteriormente accentuata. Il rialzo dei prezzi al consumo ha riguardato, oltre i prodotti agricoli, gli affitti e i servizi, anche i prezzi dei prodotti industriali che in precedenza avevano presentato un notevole grado di stabilità.

Risalendo al 1953, così da abbracciare l'ultimo decennio, l'indagine statistica consente di individuare con sufficiente chiarezza una successione dai contorni definiti tra l'iniziale incremento della produttività, l'aumento dei profitti e il loro utilizzo per il finanziamento di nuovi impianti, creatori di accrescimenti ulteriori della produttività, a cui fa seguito l'aumento dei salari. Man mano che ci si avvicina al periodo recente, per altro, l'intreccio dei fenomeni diventa più complesso e di più ardua interpretazione, l'aumento dei salari risultando talvolta contenuto e tal altra oltrepassante i limiti della produttività, con contrazione dei profitti, trasferimenti dell'aumento dei costi sui prezzi, accrescimento delle occorrenze di credito per mantenere invariato il livello degli investimenti.

La stessa aspettativa di aumenti di prezzi, specialmente se fomentata da accensioni della domanda manifestamente non suscettibili di essere soddisfatte da correlative espansioni dell'offerta, induce i datori di lavoro a largheggiare in concessioni salariali ai lavoratori.

Precedono in alcuni casi gli aumenti nel settore privato e da esso si propagano al settore pubblico. In altri casi avviene l'inverso. La proiezione al settore privato, nel quale è il più alto numero di occupati, degli aumenti salariali concessi dal settore pubblico, in alcuni casi ne ha diminuita la competitività e quindi, in ultima istanza, l'attitudine a mantenere il livello di occupazione. Ancora una volta riesce difficile stabilire l'ordine della successione nel tempo. Non possiamo tuttavia esimerci dal constatare che l'estendersi dell'area nella quale operano enti pubblici, ove questi e le

imprese controllate si sottraggano all'obbligo di seguire criteri di economicità nelle loro gestioni e abbiano facile accesso al credito, aumenta i pericoli di politiche salariali dualistiche con pregiudizio per lo sviluppo equilibrato dell'economia.

Gli aumenti dei prezzi indotti dai costi possono verificarsi alla condizione che le autorità monetarie provvedano ad accrescere l'offerta di moneta in correlazione con la domanda di essa. Questa affermazione equivale a quella che la successione causale muove da costi e prezzi più alti ad una offerta di moneta più ampia e non invece in direzione contraria. In altri termini, i salari si collocano nel sistema dell'equilibrio monetario come una variabile autonoma; ove essi si innalzino oltre i limiti della produttività media del sistema e non siano compensati da diminuzioni dei profitti, il loro aumento si trasferisce sui prezzi, quando viene finanziato con una aumentata quantità di mezzi di pagamento. Nella misura nella quale i più alti salari siano compensati da diminuzioni dei profitti, può accadere che la mutata distribuzione del reddito che ne deriva si rifletta sul livello degli investimenti.

L'accogliere questa interpretazione dei nessi causali che collegano costi prezzi profitti e offerta di moneta non implica che, da parte nostra, si accetti una concezione rassegnata del compito spettante alle autorità monetarie, nel senso di ammettere che queste debbano necessariamente provvedere l'economia di tutte le liquidità che essa richieda. Al contrario, le vicende dello scorso anno nei vari paesi attestano una maggiore resistenza delle autorità monetarie a finanziare il rialzo dei prezzi indotto dai costi.

Da parte nostra non si è creduto di porre in essere provvedimenti restrittivi, perché abbiamo giudicato esistessero margini di forze di lavoro suscettibili di combinarsi con altri fattori della produzione e che, comunque, maggiori risorse avrebbero potuto essere importate dall'estero, provocando il riassorbimento dell'avanzo della bilancia dei pagamenti. Abbiamo effettuato le immissioni di liquidità attraverso questo o quel canale anche in relazione agli effetti che queste scelte potevano produrre.

Nonostante l'esistenza di margini di elasticità dell'offerta interna, si sono verificati casi, come nell'edilizia e nel settore alimentare, nei quali essa non ha potuto adeguarsi all'accresciuta domanda. Nel settore alimentare, le avversità atmosferiche hanno anzi rarefatto alcune derrate più richieste sul nostro mercato senza che le

accresciute facilitazioni alle importazioni abbiano potuto sopperirvi. Di qui, altri aumenti di prezzi di ampiezza inusitata, che, per quanto localizzate e temporanee ne siano state le cause, il meccanismo della scala mobile provvede a diffondere.

Ad inasprire la tensione dei prezzi in taluni settori ha altresì concorso la convergenza della domanda interna e della domanda estera, fenomeno questo particolarmente evidente nel settore dei prodotti alimentari, dove si è manifestato in dipendenza di una mutata distribuzione del reddito non soltanto all'interno ma anche all'estero, e dove sono state risentite le ripercussioni della politica agricola comunitaria.

In definitiva, nel corso del 1962 le autorità monetarie hanno orientato la propria politica avendo presenti da un lato l'aumento dei costi del lavoro per unità di prodotto riflessosi in un aumento dei prezzi, dall'altro la bilancia dei pagamenti eccedentaria nella prima parte dell'anno, deficitaria nell'ultima, nel complesso ancora eccedentaria. In queste condizioni esse non hanno immesso nell'economia liquidità sufficiente a finanziare la totalità del trasferimento dell'aumento dei costi sui prezzi: una quota parte di questo è stata compensata dal logoramento dei profitti. Ma hanno immesso liquidità sufficiente per impedire arresti in questo o in quel settore dell'attività produttiva, derivandone per altro un aumento della domanda interna in eccesso rispetto all'espansione dell'offerta interna e quindi il riassorbimento parziale dell'avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

Nel 1963 le autorità monetarie sono in presenza del persistere di tensioni nei prezzi, mentre la bilancia dei pagamenti presenta nelle partite correnti disavanzi, quasi interamente attribuibili alle importazioni di merci che aumentano secondo un saggio notevolmente maggiore di quello delle esportazioni. Non soltanto si avvertono i sintomi di una diminuita capacità competitiva sul mercato internazionale; ma anche di una aumentata capacità competitiva delle merci estere sul mercato interno. La larghezza del potere di acquisto disponibile ne agevola l'assorbimento. La comunicazione esistente fra il mercato interno e quello estero provoca la conseguenza che la liquidità interna defluisce verso i mercati internazionali.

Aggiungasi che il fenomeno della esportazione di capitali, manifestatosi nel 1962, si è aggravato nel corso del 1963. Quello dei movimenti di capitali costituisce un settore della bilancia dei pagamenti verso il quale non può non dirigersi la nostra

attenzione. Convinti di ciò, ci siamo adoperati per seguire il fenomeno, come si riferisce nel corso della Relazione, così da fornire tutti gli elementi disponibili allo scopo di poter stimare i trasferimenti di capitali italiani all'estero effettuati al di fuori delle autorizzazioni generali e particolari che disciplinano la materia.

Il complesso dei movimenti di capitali che incidono sulla bilancia dei pagamenti ha provocato, nel 1962, un disavanzo di 152 miliardi di lire, mentre nel 1961 aveva prodotto un avanzo di 43 miliardi di lire. Il disavanzo è stato integralmente compensato dall'avanzo delle partite correnti, cosicché la bilancia dei pagamenti globale si è chiusa con un avanzo di 31 miliardi di lire. Se si considera per altro l'ultimo trimestre del 1962 e il primo trimestre del 1963 il saldo passivo delle partite correnti è stato di 125 miliardi; quello dei movimenti di capitale di 151 miliardi, cosicché la bilancia dei pagamenti dei sei mesi si è chiusa con un disavanzo di 276 miliardi, il quale costituisce un grave peggioramento rispetto ai risultati relativi all'ultimo trimestre 1961 e al primo trimestre 1962, che avevano segnato nel complesso all'incirca un pareggio.

Al 31 marzo 1963 le disponibilità ufficiali in oro e valute convertibili ammontavano a 3.326 milioni di dollari; le riserve cosiddette di primo grado (riserve ufficiali più disponibilità nette della Banca d'Italia) e quelle di secondo grado (comprendenti la posizione netta sul Fondo monetario internazionale e il controvalore delle operazioni di riporto con banche centrali estere) ammontavano a 3.831 milioni di dollari. Le disponibilità ufficiali corrispondono a circa 7 mesi di importazioni, mentre le riserve di primo e di secondo grado corrispondono a circa 8 mesi.

Tuttavia il giudizio sull'adeguatezza delle nostre disponibilità ufficiali deve essere espresso anche con riferimento al livello della liquidità interna, perché questo costituisce la misura della espansione potenziale della domanda interna alla quale non sarebbe possibile rispondere interamente con una equivalente espansione della offerta interna e che sarebbe suscettibile di riflettersi in un accrescimento del disavanzo della bilancia dei pagamenti. Quanto più è alto il livello della liquidità interna, tanto più alto deve essere quello della liquidità esterna, cioè delle disponibilità ufficiali: alla fine del 1962, il rapporto fra queste ultime e le liquidità primarie risultava essere del 21 per cento, contro il 26 e il 25 per cento alla fine del 1960 e del 1961. Il deterioramento del

rapporto restringe le possibilità di manovra delle autorità monetarie sia sul piano interno, sia su quello esterno con speciale riferimento agli aiuti ai paesi sottosviluppati.

Il contributo dell'Italia ai paesi sottosviluppati, ammontante lo scorso anno a 352 milioni di dollari, contro 239 milioni nel 1961, cioè, all'uno per cento circa del reddito nazionale lordo, è più che adeguato tenuto conto dell'elevato fabbisogno interno di risparmio. Uno sforzo maggiore presuppone una coordinazione razionale degli aiuti, finora lungi dall'essere realizzata, una crescente multilateralizzazione dei metodi di erogazione, e un più stretto controllo sull'impiego che degli aiuti viene fatto dai paesi beneficiari. I confronti in sede internazionale dei contributi dei principali paesi industrializzati, che taluni di questi invocano per sottolineare l'importanza dei rispettivi sforzi, continueranno ad essere scarsamente significativi nei limiti in cui l'aiuto sia erogato a beneficio di paesi ex coloniali o con i quali esistano particolari legami politici ed economici.

Anche in questa circostanza desideriamo sottolineare che l'aiuto ai paesi sottosviluppati è una responsabilità di governo e deve quindi trovare copertura finanziaria in appropriati stanziamenti di bilancio; il finanziamento con risorse monetarie non dovrebbe concepirsi nemmeno a titolo transitorio in attesa della copertura stessa.

Per quanto concerne più specialmente i problemi della liquidità internazionale nel periodo breve, problemi che si identificano con quelli del sostegno delle monete di riserva, è evidente che ai paesi emittenti di esse incombe la responsabilità di raggiungere al più presto un duraturo equilibrio dei pagamenti esterni e di contenerne il disavanzo entro limiti compatibili con la disposizione del resto del mondo a detenere le monete stesse. Gli altri hanno evidentemente l'obbligo di perseguire una politica di buon creditore, che tuttavia in nessun caso può essere configurato come un impegno illimitato. Nel periodo in cui la bilancia dei pagamenti era eccedentaria, l'Italia ha pienamente assunto le anzidette responsabilità, concorrendo ad erigere efficaci difese del sistema monetario internazionale in seno al Fondo monetario internazionale, all'Accordo monetario europeo e nel quadro degli accordi con il Sistema della Riserva Federale e con la Tesoreria degli Stati Uniti. L'ammontare di tali concorsi attuali o potenziali è dell'ordine di grandezza di oltre un miliardo di dollari.

Il complesso delle difese apprestate in sede internazionale è ampiamente sufficiente per finanziare le occorrenze dei paesi a moneta di riserva nel prossimo futuro. Non vi è alcuna urgenza di rafforzarle, almeno fino a quando esse non saranno state sperimentate, ma vi è quella di accrescerne l'efficacia attraverso la definizione, fra i sei paesi della Comunità economica europea e nel più vasto ambito dei paesi industrializzati, di una politica comune in materia di composizione e di amministrazione delle riserve.

Nonostante l'importanza del contributo finora dato dal nostro paese alla soluzione del problema della liquidità internazionale nel periodo breve, riteniamo che, se un ulteriore sforzo dovesse essere ancora fatto in questa direzione, esso non potrebbe che assumere la forma di un aumento della nostra quota nel Fondo monetario internazionale. Il semplice raffronto con gli altri principali Paesi industrializzati mette infatti in evidenza che la nostra quota è del tutto inadeguata non soltanto all'importanza economica del paese, ma anche agli impegni sottoscritti in sede di risorse supplementari. L'aumento della quota appare inoltre indispensabile per ricostituire le disponibilità in lire del Fondo ormai ridotte al livello di saldi di esercizio. Non bisogna infine trascurare la possibilità futura, data la inversione del saldo della bilancia dei pagamenti, di un ricorso al Fondo monetario internazionale, dove le possibilità di prelievo si commisurano alla dimensione della quota.

IL GOVERNO DELLA LIQUIDITÀ E LA DISTRIBUZIONE DI ESSA TRA I DIVERSI SETTORI

Nel 1962 le operazioni effettuate dal Tesoro e dalla Banca d'Italia hanno comportato creazione di liquidità per 591 miliardi di lire; essa ha consentito di finanziare l'aumento della liquidità dell'economia sotto forma di biglietti e monete nella misura di 390 miliardi, al netto delle giacenze di cassa degli enti emittenti e delle aziende di credito. La differenza ha finanziato per 171 miliardi l'incremento delle riserve obbligatorie delle aziende di credito e il residuo di 30 miliardi ha rappresentato la variazione della loro liquidità.

Alla immissione di liquidità nel sistema bancario ha fatto riscontro un aumento di liquidità del pubblico, sia sotto forma di depositi, sia sotto forma di biglietti e monete. Notoriamente il processo di creazione del credito che mette capo all'aumento dei depositi presso il sistema bancario può svolgersi entro i limiti nei quali il sistema stesso disponga di liquidità sufficiente per effettuare versamenti nei conti nei quali sono amministrate le riserve obbligatorie, nonché di quella giudicata necessaria alla condotta equilibrata delle operazioni.

L'aumento dei crediti, degli altri investimenti, e il correlativo aumento dei depositi hanno richiesto nel 1962 versamenti da parte delle aziende di credito nei conti delle riserve obbligatorie per circa 397 miliardi di lire. Nella misura di 226 miliardi sono derivati dalla riduzione delle preesistenti riserve obbligatorie; la differenza è stata fornita da operazioni attive compiute dalla Banca d'Italia con le aziende di credito. L'effetto finale è stato il richiamato aumento della liquidità del sistema, pari a 30 miliardi di lire.

Le operazioni del Tesoro con la Banca d'Italia, del Tesoro con il mercato, della Banca d'Italia sui titoli pubblici, nonché quelle degli enti che effettuano operazioni per conto del Tesoro, cioè raccolgono fondi da versare nei conti che il Tesoro intrattiene con la Banca d'Italia, sono state combinate fra loro e con le altre operazioni dell'istituto di emissione, in maniera da commisurarne l'effetto complessivo sulla liquidità alle occorrenze nascenti dagli orientamenti di politica che siamo venuti delineando.

Ovviamente, la possibilità di attuare combinazioni appropriate delle diverse operazioni di Tesoreria dipende dalle dimensioni dell'avanzo o del disavanzo relativo alle operazioni di bilancio; se tali dimensioni non sono compatibili con le occorrenze derivanti dall'amministrazione della liquidità dell'economia, riesce arduo compiere un complesso di operazioni di Tesoreria le quali si adeguino elasticamente alle esigenze della politica monetaria.

Le riscossioni e i pagamenti relativi alla gestione di bilancio sono stati finora di un ammontare che ha consentito di contenere il disavanzo di tesoreria entro i limiti nei quali è riuscito possibile effettuare il finanziamento mediante operazioni che, combinate con quelle delle aziende autonome, sono risultate contenute in proporzioni corrispondenti alla esigenza di adeguare la liquidità dell'economia alle occorrenze

stabilite dalle autorità monetarie. La non improbabile dilatazione del disavanzo di tesoreria potrebbe per altro creare ostacoli all'attuazione di questa manovra; in tal caso, ci si dovrebbe proporre il problema dell'entità del disavanzo e della natura dei titoli con i quali effettuare il finanziamento e potrebbe divenire necessario ricorrere alla copertura del disavanzo mediante collocamento di titoli nel mercato dei capitali.

Durante il 1962 la composizione dei debiti dello Stato si è modificata rispetto a quella dell'anno precedente, per effetto della maggiore incidenza dei modi di finanziamento che creano liquidità per il sistema bancario; la proporzione dei debiti a lungo termine è diminuita dal 32 al 29 per cento, mentre quella dei debiti a breve termine verso la Banca d'Italia è aumentata dal 13 al 16 per cento. L'incidenza dei buoni ordinari del Tesoro è diminuita, ed è aumentata quella della raccolta dell'amministrazione postale; ma, in contropartita della raccolta stessa, sono state effettuate operazioni di impiego che hanno mantenuto la Cassa depositi e prestiti in posizione neutrale.

Il nuovo sistema di finanziamento del Tesoro basato su emissioni mensili di buoni ordinari commisurate alle occorrenze di cassa della Tesoreria ha dato risultati soddisfacenti. Il Tesoro ha determinato le emissioni in maniera da riassorbire quasi integralmente l'eccedenza creditoria sul proprio conto corrente presso la Banca d'Italia. Così facendo esso ha rettammente operato: quando le operazioni di Tesoreria siano mantenute fra loro e nei confronti delle occorrenze della cassa in proporzione conveniente, l'effetto dovrebbe essere quello di conservare il saldo del conto corrente del Tesoro presso la Banca d'Italia in prossimità dello zero. Quando esso presenti delle disponibilità a credito del Tesoro alle quali corrisponda una circolazione di buoni ordinari, la conseguenza è un maggior onere di interessi per il Tesoro medesimo.

Possono verificarsi difficoltà nel caso in cui le occorrenze di cassa della Tesoreria richiedano emissioni di entità eccedente la capacità di assorbimento del sistema bancario. Abbiamo presente che questa è influenzata dalla nostra politica; ovviamente, effettuando immissioni di liquidità nel sistema bancario, è sempre possibile innalzarne la capacità di assorbimento al livello necessario affinché le progettate emissioni siano sottoscritte. Ma, qualora il loro collocamento riuscisse possibile soltanto alla condizione che si procedesse ad una creazione di liquidità superiore ai

bisogni dell'economia in regime di prezzi stabili, simile situazione sarebbe la indicazione non equivoca che il finanziamento delle occorrenze di tesoreria avviene con mezzi inflazionistici.

Quando le emissioni di buoni ordinari del Tesoro avessero a eccedere le capacità di assorbimento del sistema bancario, dato un certo livello di liquidità, e ammesso che questo sia stato correttamente determinato dalle autorità monetarie cosicché ripugni loro di aumentarlo, l'istituto di emissione ha la facoltà di sottoscrivere o meno la quota non assunta dal mercato. Qualora esso non la eserciti, e una quota di buoni ordinari del tesoro rimanga non sottoscritta, il Tesoro sarà costretto ad effettuare prelievi sul conto corrente per i servizi di tesoreria, manifestando chiaramente che le proprie occorrenze sono finanziate con mezzi monetari. Ciò non accadrà se, attraverso la collaborazione Tesoro-istituto di emissione, si procederà tempestivamente al finanziamento delle occorrenze del Tesoro con titoli del debito pubblico patrimoniale.

In questo caso le esigenze della Tesoreria statale entreranno in concorrenza con quelle di finanziamento della produzione: si porrà un problema in termini di risorse reali. Occorrerà decidere se i fabbisogni della Tesoreria statale siano oppur no compatibili con la esecuzione della molteplicità degli altri programmi, pubblici e privati, i quali attingono al mercato dei capitali i mezzi di provvista.

Un conflitto del genere fra le esigenze di finanziamento della Tesoreria statale e quelle di finanziamento della produzione si è delineato all'interno degli istituti speciali di credito mobiliare. Il ricorso del Tesoro al mercato con la interposizione di questi istituti, in casi come quello del «Piano Verde», provoca la conseguenza che la proporzione dei mutui al Tesoro sul totale dei mutui in essere di questi istituti tende ad aumentare. Poiché le dimensioni del mercato sono relativamente rigide e la quota di esso che gli istituti speciali di credito mobiliare riescono ad acquisire con le proprie emissioni non appare suscettibile di grandi variazioni, sembra evidente che la estensione del finanziamento al Tesoro attraverso gli istituti speciali avviene a scapito delle esigenze delle imprese produttive.

Nel 1962 le operazioni con il settore estero hanno comportato un'eccedenza di acquisti su vendite di valute estere da parte della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi per 308 miliardi di lire. Mentre nel 1961 la quasi totalità della creazione di

liquidità del settore era stata provocata dal finanziamento, da parte della Banca e dell'Ufficio, delle eccedenze di acquisti su cessioni di valute estere corrispondenti al saldo della bilancia dei pagamenti, nel 1962, su 308 miliardi di lire erogati dall'istituto di emissione 269 corrispondono alla costituzione di una posizione debitoria netta delle aziende di credito verso l'estero, che ha potuto formarsi a causa della facoltà loro concessa con i provvedimenti dell'ottobre scorso. L'esercizio di questa facoltà nei mesi di novembre e dicembre ha prodotto l'effetto che le aziende di credito hanno attinto liquidità all'estero per 320 miliardi.

Il ristabilimento del collegamento tra il mercato monetario interno e quello esterno si inserisce in un complesso di misure sulle quali abbiamo riferito in diverse occasioni. In questa circostanza ci limitiamo ad osservare che la formazione in Italia di un mercato monetario nel quale si collocano quantità determinate di buoni del tesoro a prezzi variabili non poteva non produrre, come in fatto ha prodotto, dopo i movimenti di assestamento verificatisi all'indomani del provvedimento, il succedersi di afflussi e deflussi di valute estere. Le aziende di credito hanno iniziato ad amministrare la propria tesoreria in lire e in valute estere, considerandola come una unica entità. La preferenza per buoni del tesoro nazionali o esteri o per altri titoli del mercato monetario internazionale deriva, fra l'altro, dal confronto dei saggi di interesse applicati nei diversi mercati.

È stato espresso il dubbio che l'avvenuta ricongiunzione del mercato interno con quello estero abbia sottratto al nostro controllo una delle componenti della liquidità interna. Rispondiamo che un correttivo potrebbe risiedere nel meccanismo dei saggi di interesse variabili di recente istituzione. Aggiungiamo che riuscirebbe sempre possibile, all'occorrenza, ristabilire la separazione fra i due mercati; attueremmo un simile provvedimento con riluttanza, perché crediamo necessario educare noi stessi ad effettuare il governo della liquidità interna, senza che esso implichi interruzione del processo di integrazione della nostra economia nell'economia internazionale. Potremmo tuttavia disciplinare le condizioni della provvista all'estero da parte delle aziende di credito, come abbiamo disciplinato i rapporti reciproci fra di esse all'interno.

Grazie alla liquidità fornita dalla Banca d'Italia e dall'Ufficio italiano dei cambi, il sistema bancario ha potuto espandere gli impieghi sul mercato interno e gli

investimenti in titoli in misura superiore a quella dell'anno precedente e quindi ha contribuito a provocare una correlativa espansione delle disponibilità liquide del pubblico. L'aumento dei crediti al mercato interno, avvenuto quasi esclusivamente ad opera delle aziende di credito, è stato di 1.835 miliardi nel 1962 contro 1.391 miliardi nel 1961; se ad esso si aggiunge l'aumento dei crediti all'estero e al Tesoro si ottiene l'aumento totale dei crediti a breve termine di 2.014 miliardi. Di contro ad esso l'aumento delle disponibilità liquide è stato di 2.712 miliardi; l'eccedenza delle disponibilità liquide sui crediti al mercato interno è stata di 877 miliardi, ed è costituita in massima parte dalle disponibilità formatesi a fronte di investimenti in titoli. Attraverso questo canale le disponibilità liquide sono state trasferite al mercato dei capitali, supplendo alla riluttanza da parte del pubblico a sottoscrivere integralmente i valori mobiliari che vi sono stati offerti. L'aumento della eccedenza delle disponibilità liquide sui crediti al mercato interno, cioè della liquidità netta del pubblico, si è distribuito assai disugualmente fra i diversi settori: mentre la liquidità netta delle grandi imprese è fortemente diminuita, quella delle medie e piccole imprese e degli individui è aumentata, come una nuova rilevazione inclusa nella Relazione consente di determinare. Tale rilevazione, riferita all'80 per cento del totale delle disponibilità liquide, dimostra che le disponibilità nette delle grandi imprese sono diminuite di 440 miliardi mentre quelle delle altre imprese e degli individui sono aumentate di 690 miliardi.

Allo scopo di accrescere le nostre conoscenze intorno ai flussi monetari, abbiamo creduto opportuno di isolare un complesso di cinquecento principali enti e società aventi fatturato presumibilmente superiore a 1.500 milioni di lire annue, o, in assenza di informazioni sull'entità del fatturato, aventi un valore degli impianti di entità tale da poter essere considerato corrispondente ad un fatturato di quell'ordine di grandezza. Gli enti e le società a partecipazione statale sono stati inclusi indipendentemente dall'ammontare del fatturato. Il ricorso a fonti di finanziamento esterne da parte di questo gruppo è stato di 779 miliardi nel 1961 e di 1.329 nel 1962, di cui 663 affluiti agli enti e società a partecipazione statale e 666 alle principali società private. Il divario tra le cifre globali nei due anni misura le conseguenze derivanti dalle minori disponibilità di mezzi interni di finanziamento, in presenza di un programma di

investimenti assai sostenuto. Nel 1962 i maggiori aumenti dell'indebitamento netto si sono verificati nei settori della chimica, degli oli minerali e dell'energia elettrica.

Un aumento così imponente delle occorrenze di mezzi provenienti dall'esterno ha coinciso con un profondo mutamento delle fonti alle quali i mezzi sono stati attinti: mentre nel 1961 la quota fornita dalle aziende di credito sul totale dei mezzi attinti a fonti esterne è stata del 19 per cento, nel 1962 essa è salita al 33 per cento.

L'esposizione debitoria netta degli enti e società a partecipazione statale verso le aziende di credito e i loro istituti centrali è passata da 524 miliardi nel 1961 a 719 miliardi nel 1962; quella delle principali società private da 257 a 502.

Dall'esame delle cifre classificate per categorie di attività economica si deducono le seguenti constatazioni:

- 1) a determinare l'aumento nel 1962 dell'indebitamento netto delle principali società private verso il sistema bancario hanno contribuito ad un tempo la difficoltà di effettuare collocamenti di valori mobiliari, la contrazione degli autofinanziamenti e i pagamenti di debiti delle imprese elettriche verso le capogruppo. I settori nei quali il fenomeno ha assunto le proporzioni di gran lunga maggiori sono quello elettrico e quello chimico, il quale, pur avendo effettuato collocamenti di valori mobiliari, non ha potuto commisurarli alle occorrenze di finanziamento degli impianti in costruzione. In questi due settori sono concentrati i due terzi dell'aumento dell'indebitamento netto delle principali società private. Non sembra esservi dubbio che, quando le condizioni del mercato lo consentano, l'ENEL, che è succeduto nelle posizioni debitorie delle imprese trasferite, debba consolidare il proprio indebitamento;
- 2) fra gli enti e le società a partecipazione statale i maggiori aumenti dei crediti bancari si sono verificati nel settore degli idrocarburi, in seguito all'attuazione di programmi predisposti negli anni precedenti;
- 3) l'eccezionale aumento dell'indebitamento dei principali enti e società sia privati sia a partecipazione statale non ha trovato contropartita integrale nell'aumento del valore degli investimenti in capitali fissi e circolanti; la differenza è servita al finanziamento di crediti all'esportazione, al quale soltanto in parte hanno provveduto gli istituti di credito mobiliare: su un totale di 269 miliardi di crediti in

essere al 31 dicembre 1962, quelli finanziati dagli istituti speciali erano infatti di 110 miliardi. La stessa differenza ha fornito i mezzi per gli acquisti, da parte di società finanziarie, di azioni delle controllate: la accresciuta propensione alla liquidità da parte del pubblico ha concorso a provocare l'espansione del credito bancario alle grandi società, le quali, attraverso gli interventi effettuati nel mercato dei valori mobiliari, ne hanno trasferito il ricavo agli azionisti desiderosi di cedere le azioni possedute.

L'esame della struttura dell'indebitamento verso il sistema creditizio delle imprese grandi e di quelle medie e piccole, di quelle comprese nel settore pubblico e di quelle del settore privato, delle modificazioni da esso subite nel corso del 1961 e del 1962 offre occasione per alcune considerazioni:

- a) se l'indebitamento netto verso le aziende di credito si pone in rapporto con il fatturato, si rileva che tale rapporto è per gli enti e società a partecipazione statale maggiore che per le principali società private; queste ultime, sebbene la loro posizione debitoria netta nel 1962 sia divenuta circa doppia di quella del 1961, continuano ad essere scarsamente dipendenti dal credito bancario; alcune di esse, ad esempio quelle del settore meccanico, anche nel 1962 hanno mantenuto una posizione creditoria netta verso le aziende di credito;
- b) la posizione debitoria netta verso le aziende di credito degli enti e società a partecipazione statale in alcuni casi ha assunto dimensioni che non possono non richiedere l'esame più attento; sia sufficiente considerare che l'ammontare dei debiti netti degli enti e società a partecipazione statale operanti nel settore degli oli minerali ha subito nel 1962 un aumento del 35 per cento. Se ad essi si aggiungono i crediti concessi dagli istituti speciali direttamente e indirettamente, per finanziare esportazioni con pagamento differito, sembra si debba concludere che le dimensioni dell'indebitamento esigono il coordinamento dei programmi di questo settore con quelli degli altri settori;
- c) l'indebitamento degli enti e delle società a partecipazione statale si concentra negli istituti di credito di diritto pubblico e nelle banche di interesse nazionale; ma nel 1962 gli aumenti di gran lunga più cospicui si sono verificati presso le banche di credito ordinario e presso le banche popolari; riferiti all'indebitamento netto, essi sono stati rispettivamente del 113 e del 64 per cento.

Tutte le categorie di aziende che compongono il sistema bancario tendono impropriamente a considerare i crediti agli enti e società a partecipazione statale come crediti allo Stato, sotto il profilo della valutazione del rischio; l'atteggiamento sembra essersi accentuato nel settore delle aziende di credito a struttura privatistica. La facilità di accesso al credito bancario ha contribuito ad indurre alcuni enti e società a partecipazione statale a fare assegnamento su di esso oltre la misura compatibile con l'esigenza di equilibrare opportunamente fra di loro le diverse fonti di finanziamento; di tali problemi è stato investito il Comitato interministeriale per il credito.

Se il nostro esame si estende agli istituti speciali di credito mobiliare, esso suggerisce conclusioni confortanti quanto alla distribuzione dei finanziamenti in essere. Poiché l'attività di questi istituti si estrinseca principalmente nel finanziamento di nuovi impianti, è evidente che la distribuzione delle loro operazioni fra i diversi comparti del sistema economico non può non influire nel determinarne la struttura.

Non sembra dubitabile che, se si intende condurre una politica che si manifesti in un rafforzamento delle imprese medie e piccole, occorre accrescere il volume di credito erogato a questa categoria di imprese, cioè diminuire quello erogato alle altre e al settore pubblico, commisurando i contributi di interessi ai capitali effettivamente destinabili a queste imprese, senza suscitare aspettative che potrebbero essere deluse.

La percentuale dei crediti amministrati dagli istituti speciali di credito mobiliare concernenti il settore delle imprese medie e piccole dal 29 per cento del 1960 è salito al 35 per cento del 1962; correlativamente quella dei crediti alle principali società del settore privato è discesa dal 23 al 19 per cento; è anche diminuita quella dei crediti al settore pubblico, la quale è stata rispettivamente del 48 e del 46 per cento. L'incremento medio dei crediti concessi nel 1962 è stato del 26 per cento; quello dei crediti alle medie e piccole imprese è stato del 33 per cento.

Mentre gli istituti speciali di credito mobiliare hanno aumentato in misura relativamente maggiore il credito alle imprese medie e alle piccole, le aziende di credito, sotto la crescente pressione della domanda, sono state indotte a comportarsi in senso contrario. Le Casse di risparmio, dal canto loro, hanno diminuito la loro assistenza agli enti pubblici in corrispondenza di un aumento eccezionale di quella alle principali società private; l'aumento è stato dell'83 per cento. Poiché di solito questi

crediti sono concessi nella forma di crediti in bianco, nella maggior parte dei casi devono essere autorizzati dalla Banca d'Italia: ciò che è accaduto a motivo delle condizioni del mercato dei capitali nel corso del 1962.

Nonostante le variazioni intervenute nel 1962 rispetto al 1961 nelle consistenze dei crediti ai diversi settori, si può affermare che le aziende di credito dirigono pur sempre la quota di gran lunga maggiore dei crediti nel settore nel quale operano innumerevoli imprese piccole e piccolissime, alcune delle quali affidate per importi di entità esigua. Questa diffusione è massima fra le banche popolari e le banche di credito ordinario; ancorché queste ultime, come abbiamo precedentemente notato, abbiano subito l'attrazione degli enti e società a partecipazione statale ai quali hanno aumentato i crediti da 67 miliardi nel 1961 a 121 nel 1962. Ciò nonostante, l'ammontare dei crediti alle medie e piccole imprese in essere presso le banche di credito ordinario, pari a 1.878 miliardi, supera quelli in essere presso qualsiasi altra categoria di aziende di credito.

Spesso si discorre dell'influenza esercitata dal sistema bancario nell'indirizzare le attività produttive come se esso amministrasse soltanto una eccedenza di risparmi del settore personale, dimenticando i fondi che affluiscono al sistema medesimo dagli stessi rami produttivi utilizzatori del credito. Una corretta misurazione degli effetti che l'attività delle aziende di credito esercita deve basarsi sopra la valutazione dei flussi monetari da settore a settore; questi possono essere calcolati soltanto con riferimento alle variazioni delle posizioni nette di debito e di credito di ciascuno di essi. Mentre risulta possibile isolare il comparto delle grandi imprese, si incontrano difficoltà quando ci si avvicina a quello ove operano le imprese medie e piccole nelle quali riesce arduo sceverare i rapporti dell'imprenditore in quanto tale da quelli dell'imprenditore in quanto capo famiglia; in questo ultimo settore si constata con maggiore frequenza l'alternarsi di posizioni di debito e di credito.

Aggiungasi che l'intreccio di rapporti di debito e credito che legano fra di loro le imprese rende difficile calcolare con esattezza la destinazione ultima dei mezzi che le aziende di credito abbiano somministrato a questa o a quella.

Nelle economie collettiviste alle imprese produttive comunque costituite è fatto divieto di intrattenere rapporti di debito e di credito tra di loro. Tutti i pagamenti, tutte le riscossioni devono aver luogo mediante disposizioni sulla banca centrale presso la

quale sono concentrati i loro conti; pagamenti in biglietti di banca possono effettuarsi ai lavoratori dipendenti. La banca centrale misura con esattezza contabile i flussi monetari da settore a settore: sulla base del loro andamento accerta che la esecuzione del piano corrisponda ai tempi previsti. Il credito è concepito come lo strumento attraverso il quale le disponibilità monetarie sono fatte defluire dai settori temporaneamente eccedentari a quelli temporaneamente deficitari. Si esclude che esso possa influenzare l'orientamento degli investimenti, al finanziamento dei quali si provvede esclusivamente con risparmio pubblico ad opera delle amministrazioni statali.

Nonostante la profonda diversità esistente fra i nostri ordinamenti e quelli delle economie collettiviste, negli uni e negli altri il momento nel quale si determina l'orientamento degli investimenti si identifica con quello nel quale si provvedono i mezzi specificamente destinati ad essi; cioè, nei nostri ordinamenti: il momento nel quale si effettuano emissioni dei valori mobiliari o si concedono i crediti da parte degli istituti di credito mobiliare. In periodi di eccezione, quando il sistema bancario sia costretto ad estendere la sua azione verso il settore proprio di questi istituti, limitatamente alle operazioni aventi natura di crediti finanziari, anche l'intervento del sistema bancario è influente. Ma le funzioni fondamentali del sistema restano, da un lato, quella di organo creatore di moneta attraverso il quale le autorità monetarie regolano il livello dei mezzi di pagamento e dall'altro, quella di intermediazione intesa a spostare le liquidità dai settori eccedentari ai deficitari per le occorrenze di esercizio delle imprese.

La collaborazione fra le imprese e gli organi ai quali compete autorizzare le emissioni di valori mobiliari, fra esse e gli istituti speciali e fra questi e gli organi di controllo si è sviluppata in misura abbastanza ampia per permettere la coordinazione degli investimenti senza menomare le capacità di iniziativa degli imprenditori. Le imprese, soprattutto le maggiori, sono ormai adusate a fornire gli elementi necessari per discutere dei loro progetti di investimenti di lungo periodo e le autorizzazioni alle emissioni sono inquadrate in programmi di finanziamento approvati dagli organi di controllo dopo che abbiano acquisito conoscenze sufficienti sulle diverse fonti interne ed esterne dalle quali si derivano i mezzi finanziari. Gli organi di controllo si sono adoperati per equilibrare le diverse fonti di finanziamento; ciò nel 1962 è stato

ostacolato dallo stato di necessità che ha costretto a tollerare che il ricorso al credito bancario avvenisse oltre i limiti desiderabili.

Fra le misure attraverso le quali si orientano gli investimenti meritano menzione i crediti agevolati, assistiti cioè da contributi di interessi decisi caso per caso da organi di governo. Concedendo o non concedendo il contributo, gli organi di governo possono esercitare una azione selettiva dei nuovi investimenti. Si consideri che sul totale dei finanziamenti in essere al 31 dicembre 1962 presso gli istituti di credito mobiliare quelli agevolati costituivano circa un terzo; la proporzione è più alta se riferita ai crediti accordati durante l'anno.

La coordinazione degli interventi della pubblica amministrazione diretti a stimolare lo sviluppo industriale di alcune zone probabilmente dimostrerà la necessità di riformare il sistema vigente degli incentivi, sostituendolo con un sistema unitario nell'ambito del quale i singoli provvedimenti siano concepiti come parti di un tutto. Potrà apparire opportuno innovare rispetto all'attuale sistema basato prevalentemente sugli incentivi creditizi. Ma qualunque soluzione si accoglierà, le decisioni dalle quali dipende l'orientamento dello sviluppo industriale di questa o quella zona seguiranno ad essere di competenza degli organi dello Stato; spetterà agli istituti di credito, nel rispetto di quelle decisioni, giudicare autonomamente sull'attitudine delle imprese richiedenti i crediti ad effettuare i rimborsi nei termini stabiliti.

L'orientamento degli investimenti ad opera degli organi di controllo del credito ha assunto manifestazioni di maggior rilievo attraverso l'indirizzo dell'attività degli istituti speciali di credito mobiliare e il suo coordinamento con la provvista di mezzi nel mercato dei capitali effettuata direttamente dalle imprese. Sono state definite più nettamente le direttive da osservarsi sotto il profilo territoriale e settoriale; nell'ambito di esse, gli istituti sono rimasti liberi di effettuare le operazioni di finanziamento secondo il loro giudizio autonomo. Sotto il profilo territoriale, i risultati conseguiti sembrano essere confortanti; la distribuzione dei nuovi finanziamenti concessi all'industria dagli istituti speciali di credito mobiliare nel 1962 è stata la seguente: 47 per cento alle regioni meridionali e insulari; 41 per cento alle regioni nord-occidentali; il resto alle regioni nord-orientali e centrali. L'aumento dei crediti alle regioni meridionali e insulari è stato del 52 per cento; quello dei crediti alle regioni nord-

occidentali è stato del 30 per cento; gli aumenti nel 1961 furono del 27 e del 28 per cento; cioè i crediti alle industrie nelle regioni meridionali e insulari sono aumentati con un ritmo circa doppio di quello secondo il quale aumentarono nel 1961.

Anche nel settore dei servizi pubblici l'aumento dei crediti alle regioni meridionali e insulari è stato superiore a quello verificatosi nel resto del territorio nazionale: 24 per cento contro il 18 per cento di incremento medio nazionale.

Se i mutui concessi dagli istituti speciali di credito mobiliare si esaminano sotto il profilo della distribuzione per categorie di attività economiche, appare evidente il disegno seguito dagli organi di controllo: forte concentrazione dei crediti nel settore dei servizi pubblici e in special modo in quello dell'energia elettrica, nel quale le imprese dovevano continuare la esecuzione degli impianti in costruzione, senza che fosse loro possibile attingere mezzi direttamente al mercato; in quello dei servizi telefonici, anch'esso dipendente dal credito a causa della contrazione dei margini di autofinanziamento in presenza di tariffe rimaste immutate; in quello, infine, dei trasporti marittimi, con speciale riferimento alle costruzioni di navi da parte delle società esercenti le linee di preminente interesse nazionale. Gli altri settori nei quali si constata una forte dilatazione dei crediti sono quelli della meccanica, della metallurgia e della chimica; altri nei quali si rileva un notevole incremento dei crediti sono quello tessile, dove le imprese procedono con grande intensità alla rinnovazione degli impianti per fronteggiare le conseguenze derivanti dai forti aumenti del costo unitario della mano d'opera e quello degli alimentari, per effetto della costruzione di nuovi stabilimenti, anche in relazione con i programmi di valorizzazione dei prodotti del Mezzogiorno.

Anche la distribuzione territoriale dei mutui su beni urbani degli istituti per il credito fondiario ed edilizio presenta modificazioni meritevoli di essere sottolineate: nel 1962 gli aumenti relativi nell'Italia meridionale ed insulare hanno infatti superato quelli verificatisi nelle regioni centrali e settentrionali. Le punte massime sono state toccate in Sardegna, in Calabria, in Puglia e negli Abruzzi. La più forte concentrazione dei mutui ha continuato a manifestarsi nel Lazio e nella Lombardia, la partecipazione di tali regioni al totale dei mutui erogati essendo stata rispettivamente del 26 e del 28 per cento; a determinare questa concentrazione dei mutui concorrono soprattutto le città di Roma e di Milano.

Sebbene i mutui di credito fondiario erogati nel 1962 siano stati notevolmente più elevati di quelli del 1961, è diffusa la credenza che essi siano diminuiti: in verità tale convincimento deriva dalla constatazione del profondo divario fra i mutui richiesti e quelli erogati. Al 31 dicembre il totale delle domande in essere presso gli istituti di credito fondiario in corso di istruttoria ammontava a 347 miliardi, quello delle domande istruite con parere favorevole a 240, quello delle domande che avevano dato luogo a contratti condizionati a 264. Appare evidente da queste cifre che il soddisfacimento totale delle domande avrebbe comportato grave sacrificio dei fabbisogni delle attività produttive.

Ancorché non rientri nelle nostre responsabilità specifiche di prospettare e di analizzare l'insieme dei costi umani sempre più elevati che la mancanza di un razionale assetto urbanistico infligge alla comunità, e che ormai tendono a riflettersi negli stessi costi aziendali sotto le forme di maggiori salari, di contrazione degli orari di lavoro e di una minore efficienza al posto di lavoro, ci sembra doveroso sottolineare che i fenomeni locali di esaltazione dei valori fondiari, specialmente caratteristici delle grandi città, costituiscono motivo di preoccupazione sia per i loro effetti sulla distribuzione della ricchezza, sia per l'incidenza anche psicologica sull'equilibrio monetario. Ma senza la compiuta nozione delle linee di un piano degli insediamenti umani non sembra che gli organi di controllo del credito potrebbero arrogarsi il potere di decidere autonomamente di assetti nei quali si riflette una sintesi di scelte non ancora compiute.

Le occorrenze di mezzi da parte degli istituti esercenti il credito mobiliare e il credito fondiario sono aumentate più delle possibilità offerte dal mercato dei capitali; conseguentemente sono state soddisfatte mediante emissioni di valori mobiliari collocati presso il pubblico appena nella misura del 24 per cento nel 1962, mentre lo furono nella misura del 59 per cento l'anno precedente. Le aziende di credito e i loro istituti centrali di categoria hanno apportato agli istituti speciali 520 miliardi di nuovi mezzi, pari al 49 per cento del totale di quelli affluiti agli istituti in parola. Nel terzo trimestre dell'anno, la proporzione è stata del 56 per cento.

ORDINAMENTO DEL MERCATO E STRUTTURA DEI SAGGI DI INTERESSE

Le autorità monetarie hanno considerato l'opportunità di promuovere, nei limiti dei loro poteri, la creazione di una struttura di saggi di interesse atta a provocare una distribuzione delle disponibilità del pubblico più consona alla natura degli impieghi nei quali esse sono investite. Non occorre ripetere in questo luogo quali provvedimenti abbiamo attuato; essi hanno formato oggetto di dibattito con un gran numero di voi e alla loro esecuzione vi siete dedicati con impegno. Ci limiteremo ad esporre le motivazioni dei provvedimenti stessi e il metodo seguito nell'applicarli.

Nel determinare la struttura dei saggi di interesse, considerazioni attinenti alla preferenza per la liquidità da parte del pubblico non possono essere disgiunte da quelle relative alla liquidità dei diversi impieghi nei quali si investono le disponibilità monetarie; quest'ultima è soggetta all'influenza di fattori di lungo periodo. Principale fra essi: il processo di sviluppo in corso della nostra economia il quale, con il suo progredire, influenza tutti i settori del mercato, compreso quello finanziario.

Nei paesi economicamente e finanziariamente più avanzati, la evoluzione del mercato monetario e di quello finanziario e la connessa importanza crescente degli intermediari finanziari hanno avuto l'effetto di rendere più liquidi i vari elementi che compongono i patrimoni. Alla creazione, cioè, di varie categorie di titoli, che hanno un mercato più perfezionato dei beni reali rappresentati (immobili, impianti, macchine, ecc.), si è accompagnato un progresso costante nella negoziabilità dei titoli stessi, sino a pervenire a un accostamento tra i titoli del mercato monetario e quelli del mercato finanziario, costituenti la contropartita di investimenti di lunga durata.

La tendenza nelle società progredite ad investire quote maggiori dei patrimoni in titoli facilmente negoziabili ed aventi un grado crescente di liquidità pone problemi nuovi alla politica monetaria. La linea di demarcazione tra le attività liquide e non liquide si attenua. L'importanza crescente dello «spettro delle liquidità» risponde alla esigenza sempre più avvertita di aumentare le scelte offerte ai risparmiatori; viceversa modificazioni nella preferenza per la liquidità da parte loro provocano variazioni nei prezzi dei titoli che, pur essendo facilmente negoziabili, non sono interamente liquidi.

Poiché essi rappresentano quote sempre maggiori della ricchezza nazionale, le oscillazioni dei prezzi ai quali essi sono negoziati possono assumere dimensioni di ampiezza preoccupante. Onde l'esigenza di una politica dei saggi di interesse che risponda all'intento di contenere l'ampiezza delle oscillazioni.

L'analisi della struttura composita dei saggi di interesse a breve e a lungo termine, mentre chiarisce le relazioni tendenziali che tra essi intercorrono, nel senso ad esempio della maggiore variabilità e del livello normalmente inferiore dei primi rispetto ai secondi, ci avverte altresì dell'esigenza dell'adeguamento della struttura dei saggi al mutare delle condizioni di equilibrio del mercato.

Al nostro proposito di realizzare un sistema di saggi rispondente a determinati obiettivi di politica monetaria è stato pertanto estraneo qualsiasi intento di cristallizzare questo o quel livello, come pure ogni preferenza preconcepita verso una struttura determinata. Abbiamo, anzi, ritenuto opportuno procedere secondo un metodo empirico, accrescendo il numero delle nozioni derivabili dall'esperienza.

Tale metodo è definito dalle proposizioni seguenti:

- a) nel settore della raccolta a breve termine, nel quale i saggi di interesse si muovono con oscillazioni più accentuate di quanto accade nel settore della raccolta a lungo termine, la determinazione dei saggi continua ad essere affidata all'iniziativa delle aziende di credito. Tale atteggiamento sta chiaramente ad indicare che, nelle condizioni attuali, le autorità monetarie non si considerano munite di conoscenze sufficienti per sostituirsi al mercato con provvedimenti di imperio e preferiscono fare assegnamento sulla esperienza delle aziende di credito, nel convincimento che essa sia più ricca di ammaestramenti di quella degli organi centrali in quanto acquisita con immediatezza attraverso il quotidiano contatto diretto con il mercato medesimo. Le autorità verificano se i saggi determinati dalle aziende di credito corrispondono a quelli che esse reputano convenienti ai fini della politica seguita. Nei limiti nei quali vi siate accordati su una determinata struttura di saggi e nei limiti in cui essa appaia alle autorità monetarie congrua rispetto ai fini anzidetti, le autorità monetarie vi chiedono di osservarla e, in quanto vi sembri superata dagli eventi, di proporle delle modificazioni;

- b) nel settore della raccolta a medio e lungo termine, i saggi di interesse, notoriamente soggetti a oscillazioni meno frequenti, sono determinati con l'intervento diretto delle autorità monetarie, specialmente per quanto concerne le operazioni a lungo termine, quando si compiano nella forma di emissioni obbligazionarie. Il saggio di interesse e le altre condizioni, e quindi i rendimenti effettivi dei titoli, vengono concordati di volta in volta con la Banca d'Italia; tenendo conto, ovviamente, delle condizioni in essere e prospettive del mercato dei capitali, nonché di quelle del collegato mercato monetario;
- c) la struttura dei saggi d'interesse risultante da quelli attualmente stabiliti dall'accordo interbancario e da quelli stabiliti dalle autorità monetarie all'atto delle autorizzazioni per le emissioni di valori mobiliari sembra corrispondere, nel momento presente, alla esigenza di promuovere una distribuzione delle disponibilità del pubblico fra il deposito di esse presso le aziende di credito e la sottoscrizione di valori mobiliari adeguata al governo della liquidità effettuato dalle autorità monetarie.

Dipende naturalmente dalla condotta di queste autorità, e in particolare dalla liquidità che il Tesoro e la Banca d'Italia immettono nel sistema, l'espansione dei depositi bancari. Le aziende di credito, infatti, tenute ad osservare certe relazioni fra l'entità dei depositi del pubblico e quella dei depositi vincolati a titolo di riserve obbligatorie, non sono arbitre di determinare il volume del credito e quindi l'ammontare delle disponibilità monetarie che ne costituiscono la contropartita. Tuttavia, quando le aziende di credito innalzano i saggi di interesse corrisposti sui depositi e conseguentemente stimolano la preferenza del pubblico per la conservazione di una più alta aliquota dei propri patrimoni in forma liquida, esse determinano nel breve periodo un movimento in direzione parallela nei saggi di interesse applicati sulle obbligazioni; cioè ne deprimono le quotazioni. Ciò può costringere le autorità monetarie ad intervenire, direttamente o indirettamente, per sostenerne i corsi, anche in relazione con l'esigenza di assicurare il finanziamento del Tesoro a condizioni che esso giudichi accettabili. In tal modo le autorità monetarie vengono indotte ad effettuare creazioni di liquidità oltre i limiti che esse reputano desiderabili. Ne segue che un governo efficiente della liquidità non può andare disgiunto da interventi che assicurino il mantenimento di una struttura equilibrata di saggi di interesse.

Con questa espressione intendiamo quella struttura nella quale si concilino due esigenze: da un lato, impedire che i saggi di interesse sulla raccolta a breve termine si innalzino in misura tale da provocare aumenti di quelli applicabili sulla raccolta a lungo termine; dall'altro, evitare che essi si abbassino oltre certi limiti, con la conseguenza di sospingere una parte delle disponibilità monetarie fuori del sistema bancario verso forme di raccolta meno assoggettabili al controllo delle autorità.

L'osservanza dei saggi di interesse costituenti la struttura approvata dalle autorità monetarie non esclude affatto che le aziende di credito possano continuare ad essere l'anello di congiunzione fra l'istituto di emissione e il mercato dei capitali. Da quando titoli di stato non soltanto a breve, ma anche a lungo termine, e titoli di istituzioni parastatali hanno fatto ingresso in misura non indifferente nei portafogli bancari, tale funzione di collegamento viene esercitata anche nei paesi nei quali l'ortodossia bancaria ebbe origine. Ma questa funzione cesserebbe di essere esercitata nell'interesse generale se le aziende di credito, in contrasto con le norme attraverso le quali si realizza una determinata struttura di saggi di interesse, invadessero la sfera propria degli istituti speciali, con l'attrarre presso di sé disponibilità che altrimenti si sarebbero dirette a quegli istituti sotto forma di sottoscrizioni di obbligazioni.

Quanto più le aziende di credito concentrano presso di sé disponibilità monetarie che avrebbero dovuto irradiarsi nel sistema produttivo attraverso una molteplicità di canali e quanto più si spingono a finanziare la costituzione di nuove immobilizzazioni specialmente da parte delle grandi imprese, tanto più possono divenire necessari adeguati controlli. La disposizione con la quale il Comitato del credito ha attribuito alla Banca d'Italia il potere di imporre a singole aziende di credito o a gruppi di esse la costituzione di speciali riserve di liquidità, quando ci si convinsesse di distorsioni nella raccolta delle disponibilità del pubblico, è la conseguenza di queste affermazioni.

È appena il caso di sottolineare che altre condizioni devono concorrere perché si assicuri normalità di funzionamento al mercato dei capitali: in special modo il collocamento di obbligazioni presso il pubblico può avvenire alla condizione che esso abbia il convincimento che nel corso del tempo il potere di acquisto dell'unità monetaria sarà mantenuto. Aggiungasi che occorre si conduca una politica la quale offra ragionevole certezza che non si attuino provvedimenti attraverso i quali improvvisi

mutamenti nella composizione qualitativa dei titoli che si negoziano nel mercato possano accrescere grandemente l'offerta di taluno fra essi, causandone il deprezzamento.

La soluzione accolta in Italia nell'attuazione della nazionalizzazione dell'industria elettrica riflette la preoccupazione di circoscrivere le conseguenze sopra il mercato dei capitali che sarebbero derivate dall'improvviso mutamento qualitativo di una alta quota dei titoli azionari che vi si trattano. Le società alle quali appartenevano le imprese elettriche sono state mantenute in essere: gli indennizzi saranno corrisposti alle stesse società; la corresponsione avverrà in dieci annualità; potranno essere mobilitati presso istituti di credito da parte di società che desiderino accelerarne l'impiego in investimenti produttivi. Ovviamente questa soluzione non ha impedito che il mercato risentisse della profonda trasformazione verificatasi nel contenuto delle azioni elettriche; ma le conseguenze sono state meno gravi di quelle che si sarebbero prodotte se si fosse proceduto alla liquidazione immediata degli indennizzi con titoli obbligazionari.

Le caratteristiche dei provvedimenti attraverso i quali si è data attuazione alla nazionalizzazione della industria elettrica hanno costituito oggetto di ampi dibattiti. In questo luogo ci si limita ad osservare che essi sono stati ispirati all'esigenza di consentire alle autorità monetarie di non perdere il controllo del mercato. Infatti: la liquidazione degli indennizzi in dieci anni permette che la provvista dei mezzi necessari si compia nel mercato dei capitali senza alterarne gravemente l'equilibrio; l'eventuale mobilitazione degli indennizzi stessi presso istituti speciali, se da un lato consente ai titolari di essi di anticiparne la riscossione, dall'altro non esclude che le autorità monetarie mantengano queste operazioni nei limiti compatibili con l'equilibrio del mercato; la facoltà concessa all'ENEL di effettuare emissioni di obbligazioni accettando azioni elettriche in sottoscrizione delle stesse pone gli azionisti in grado di convertire azioni in obbligazioni, ma consente alle autorità monetarie di regolarne l'offerta.

Circa l'eventuale ricorso alle emissioni di obbligazioni cosiddette indicizzate, è da osservare che si tratta di esperienze già compiute all'estero e con risultati non soddisfacenti. Anche a voler prescindere, comunque, da tali esperienze, crediamo necessario rappresentare le seguenti preoccupazioni:

- a) l'indicizzazione riferita a quantità prodotte, prezzi del prodotto, ricavi lordi, margini di profitto, ecc., è attuabile limitatamente alle obbligazioni emesse da parte di enti i quali svolgano un'attività produttiva; non sembra estensibile alle obbligazioni emesse per l'esecuzione di quel complesso di investimenti pubblici che non riesce possibile finanziare mediante avanzi di bilancio. Si crede attuabile una politica finanziaria basata sulla coesistenza nel medesimo mercato di due categorie di obbligazioni? Non sarebbe la conseguenza quella di accrescere il costo della provvista eseguita con emissioni di obbligazioni non indicizzate?
- b) una delle conseguenze potrebbe essere quella di sospingere alla indicizzazione anche le obbligazioni emesse da enti statali o parastatali che, per l'attività svolta, si trovano nella impossibilità di assumere le produzioni ed i loro prezzi come parametri. In questo caso la indicizzazione potrebbe riferirsi soltanto al livello generale dei prezzi o ad altri parametri sulla base dei quali si misura il potere di acquisto della moneta. Se ciò si facesse sembra che sarebbe necessario estendere la soluzione anche ai titoli di stato. La conseguenza sarebbe quella di ampliare le dimensioni del mercato, o non invece quella di accrescere il costo della provvista degli ingenti capitali che lo Stato dovrà acquisire direttamente o indirettamente?

Convinti, per altro, della necessità di accrescere la varietà dei titoli offerti al pubblico, creandone di nuovi adatti a incontrarne le preferenze, abbiamo creduto di modificare l'atteggiamento mantenuto in passato nei confronti delle obbligazioni dette convertibili ed abbiamo autorizzato una emissione di obbligazioni della specie da parte della Finsider. Questa società aveva effettuato interventi in sostegno delle azioni delle controllate, ottenendo l'effetto di limitare l'ampiezza delle oscillazioni delle quotazioni di esse e di contribuire alla stabilità del mercato in generale. Mediante l'emissione di obbligazioni convertibili la società otterrà dal mercato i mezzi precedentemente immessi per acquistare le azioni, nonché altri per il finanziamento dei programmi degli investimenti in corso. Al pubblico sarà offerto un titolo che costituisce un ponte fra il momento attuale e un momento futuro nel quale esso preferisca le azioni.

Concludendo, il mercato finanziario costituisce un sistema integrato; quanto più esso si perfeziona, tanto più crescono le interdipendenze fra i suoi comparti. Di fronte a situazioni, occasionali o durevoli, che impediscano alle imprese di attingere nella

misura abituale all'autofinanziamento, esse divengono più dipendenti dal mercato dei capitali; se questo non è in grado di fornire i mezzi necessari, possono essere costrette ad attingerli al credito bancario. Ma è evidente che ciò non può continuare indefinitamente senza pericolo per la preservazione di un assetto creditizio corrispondente ad una politica la quale abbia per obiettivo il mantenimento della stabilità della moneta.

I PROBLEMI DELL'IMMEDIATO FUTURO

Abbiamo prospettato alcuni dei problemi di breve periodo; lo abbiamo fatto nel convincimento che ad essi debba rivolgersi in linea principale l'attenzione dell'istituto di emissione. Alcuni di essi presentano carattere di urgenza: se non si procedesse risolutamente all'adozione tempestiva di politiche idonee a risolverli, la stessa impostazione di quelli di lungo periodo subirebbe pregiudizio. Le forze che cospirano all'aumento dei prezzi; il disavanzo della bilancia dei pagamenti; la pressione esercitata sopra il mercato dei capitali dal convergere di domande dal settore pubblico e dal privato, per finanziamenti di investimenti interni ed esterni e di esportazioni con pagamento differito, sono problemi urgenti alla soluzione dei quali conviene ci si dedichi nell'immediato futuro.

Nel corso della Relazione sono state esposte le cause che hanno contribuito a provocare rialzi di prezzi, in alcuni casi eccedenti quelli verificatisi nei principali paesi industrializzati. La molteplicità degli elementi esposti risponde alla preoccupazione di non indulgere ad interpretazioni parziali del fenomeno; forse essa disorienta l'interprete degli accadimenti del recente passato, ostacolando lo scervere della varietà delle cause e degli intrecci fra di esse per individuare quelle alle quali conviene attribuire il peso maggiore. Crediamo essere nostro dovere riaffermare che, fra le cause, quella alla quale deve essere attribuito il peso maggiore è stata e continua ad essere l'aumento dei livelli retributivi manifestatosi in misura eccedente l'aumento della produttività media del sistema economico.

Il problema delle relazioni fra produttività, salari, costi, prezzi propone soluzioni le quali interessano parimenti il lungo e il breve periodo: invero, l'accrescimento del

reddito nazionale di un ordine di grandezza conforme agli obiettivi della politica economica, la sua destinazione agli investimenti e ai consumi, osservando proporzioni conformi alle esigenze della eliminazione degli squilibri esistenti, è inattuabile se non si accetta che il saggio di incremento dei consumi privati risulti inferiore a quello di aumento del reddito nazionale in termini reali; ciò se si intendono aumentare le applicazioni di capitali e specialmente quelle a produttività differita, tipiche dei settori che interessano i servizi sociali.

Abbiamo precedentemente affermato che l'aumento dei costi non si è trasferito integralmente sui prezzi: una quota parte di esso è stata assorbita nei profitti. Il problema del momento è quello di attuare un processo di riaggiustamento di costi e prezzi sulla base di nuovi equilibri che consentano di tutelare la posizione di competitività internazionale della nostra economia. Occorre tuttavia sottolineare che gli effetti di aumenti dei livelli retributivi eccessivi rispetto alla produttività media del sistema economico nel suo insieme non possono essere corretti dal movimento dei prezzi quando esiste un meccanismo generale di scala mobile. Sono latenti nel processo produttivo forze che spingono all'insù il livello dei prezzi. La nostra azione deve essere intesa a non aggiungerne altre.

La redistribuzione dei redditi compiutasi nel 1962 si è associata con una minore propensione al risparmio. Mentre nel 1961 ad un aumento del reddito nazionale in moneta corrente del 10,5 per cento aveva corrisposto una formazione lorda di capitale accresciuta del 15,3 per cento, nel 1962 il reddito nazionale a prezzi correnti è aumentato del 12,2 per cento e il saggio di incremento della formazione lorda di capitale è stato soltanto del 10,3 per cento. In moneta a potere di acquisto costante la riduzione del saggio di sviluppo della formazione del risparmio reale è stata ancora più sensibile, dato l'aumento comparativamente maggiore dei prezzi nel 1962 rispetto a quello dell'anno precedente.

La diversa distribuzione dei redditi e quindi la sottrazione di quote di essi che prima erano acquisite dalle imprese e venivano impiegati nel finanziamento dei nuovi investimenti non implica necessariamente minori disponibilità complessive di risparmio. Può implicare minori disponibilità di risparmio volontario; quindi può comportare la necessità di integrarlo con espansione del risparmio pubblico. Qualora si

creda che ciò non riesca possibile, occorre che la politica di redistribuzione dei redditi si arresti di fronte al limite costituito dalle conseguenze che essa provoca sul finanziamento degli investimenti. Il superamento di quel limite influisce sulla bilancia dei pagamenti: così nel 1962 all'aumento del 10,3 per cento nella formazione lorda di risparmio ha corrisposto un aumento del risparmio lordo destinato ad usi interni del 13,4 per cento, la differenza essendo stata fornita dalla riduzione dell'avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

L'esperienza sembra dimostrare che nel nostro sistema economico esiste una relazione fra risparmi personali e autofinanziamenti delle imprese, difficilmente modificabile in periodo breve; la successione temporale fra aumenti dei costi salariali prima, dei prezzi al consumo poi, ne offre la conferma. Mentre infatti l'aumento dei prezzi al consumo tende a riassorbire l'accresciuto potere di acquisto dei redditi distribuiti e quindi a contenere la possibilità di destinarli a risparmi, d'altro lato lo stesso aumento dei prezzi comporta la tendenziale ricostituzione dei margini di autofinanziamento delle imprese.

Se le autorità monetarie intervengono con provvedimenti restrittivi dell'offerta di moneta impediscono che il processo di riaggiustamento descritto si compia, e quindi l'insufficienza di risparmio interno si corregge riducendo gli investimenti con effetti negativi sul livello dell'occupazione.

Ammaestrati dalle esperienze, i governi dei principali paesi industrializzati hanno ormai formalmente ammesso la necessità di una «politica dei redditi» come il solo mezzo di superamento dell'inaccettabile dilemma fra la disoccupazione da una parte e l'inflazione dall'altra.

Le ragioni che giustificano una tale politica ne determinano quindi anche gli scopi ed il campo di applicazione. Senza necessariamente mirare al contenimento dei consumi reali, essa è generalmente concepita come intesa a regolare l'evoluzione dei costi e dei prezzi affinché l'espansione dei redditi proceda in maniera ordinata e socialmente accoglibile, pur nella difformità necessaria per consentire al salario la sua funzione di orientamento nella distribuzione della mano d'opera e per non cristallizzare una determinata struttura economica. Inoltre, si reputa che essa debba trovare applicazione, con sostanziale uniformità di intenti, sia per i redditi che si formano

mediante negoziazioni bilaterali e che rappresentano la maggiore aliquota del reddito nazionale lordo sia per i redditi che si formano indirettamente attraverso la fissazione di prezzi di mercato.

D'altronde, le interdipendenze fra una certa distribuzione dei redditi, un certo livello degli investimenti e il mantenimento di stimoli ad organizzare la produzione razionalmente, combinando i fattori produttivi nel modo più efficace, costituiscono oggetto di riesame critico anche da parte degli organi direzionali delle stesse economie collettiviste.

Se la necessità di orientare la distribuzione dei redditi in senso conforme alle esigenze dello sviluppo economico è avvertita in ordinamenti ispirati a principi profondamente diversi, ciò sembra costituire la prova che ad essa non ci si può sottrarre; specialmente non ci si può sottrarre in economie come le nostre, le quali continuano ad essere fondate sull'ampiezza dell'apporto del risparmio volontario alla totalità dei risparmi destinati agli investimenti. Il risparmio volontario può essere integrato dal risparmio contrattuale; ma anche in questo caso nei nostri ordinamenti l'ammontare di esso non è determinabile coercitivamente. Il legame esistente fra la distribuzione dei redditi e la entità dei risparmi conferma la necessità di una politica dei redditi, la quale ovviamente deve essere una politica globale; non essendo immaginabile, come si è detto, che certi redditi soltanto e non altri siano compresi in tale politica.

Compito delle autorità monetarie è quello di proporzionare gli investimenti ai risparmi disponibili, ordinando un mercato dei capitali attraverso il quale i risparmi siano convogliati agli investimenti alle migliori condizioni. Esse devono impedire che al finanziamento degli investimenti si provveda con creazione di liquidità la quale abbia l'effetto di promuovere una espansione della domanda globale in eccedenza rispetto alle possibilità dell'offerta, quando l'eccedenza medesima superi quella atta a riassorbire l'avanzo della bilancia dei pagamenti o la parte delle riserve valutarie giudicata destinabile al finanziamento di oscillazioni congiunturali senza pregiudizio per la stabilità del valore esterno della moneta.

Nel 1963 l'esecuzione dei programmi di investimenti del settore pubblico e del privato, dei quali si ha notizia, esigerebbe collocamenti di obbligazioni, al netto dei rimborsi, da parte degli istituti speciali, da parte degli enti pubblici e privati, nonché di

titoli a reddito variabile, secondo le nostre stime, di importo alquanto superiore a 2.000 miliardi. Le occorrenze degli istituti speciali ne costituirebbero una parte preponderante: questi istituti sarebbero chiamati ad effettuare finanziamenti dell'ordine di grandezza di 1.600 miliardi, attingendo i mezzi necessari prevalentemente con emissioni obbligazionarie; 900 miliardi rappresenterebbero finanziamenti per conto del Tesoro o comunque promossi con contributi di interessi a carico del Tesoro.

Conviene anche osservare che la stima di oltre 2.000 miliardi non comprende emissioni dirette da parte del Tesoro, che pure potrebbero divenire necessarie, specialmente in presenza di aumenti del disavanzo di cassa. Si deve inoltre rilevare che il ricorso al metodo di finanziare occorrenze che sarebbero proprie dello Stato, senza esporne l'intero ammontare nel momento della presentazione del bilancio di previsione, rende più difficile l'apprezzamento delle effettive occorrenze della finanza pubblica.

Nel corso del 1962 l'aumento degli investimenti industriali, non essendo stato fronteggiato da un parallelo aumento degli autofinanziamenti, ha costretto le imprese, come abbiamo ripetutamente affermato, a ricercare maggiori quantità di mezzi di finanziamento esterni; ma esse hanno urtato contro l'insufficiente offerta del risparmio, nonché contro l'ostacolo che maggiori quote dei risparmi personali si sono indirizzate verso investimenti nella costruzione di case di abitazione, disertando il mercato dei valori mobiliari, mentre in pari tempo i patrimoni personali si sono mutati nella loro composizione, essendo diminuita la quota di essi in precedenza investita in valori mobiliari. Quindi l'accresciuta domanda di capitali, anche in connessione con il finanziamento degli investimenti pubblici, non ha trovato contropartita adeguata sul mercato e la situazione di pesantezza che ne è derivata ha potuto essere superata soltanto mediante un insieme di interventi delle autorità monetarie.

Il totale netto delle emissioni di valori mobiliari nel 1962 è stato di 1.642 miliardi; di essi 857 soltanto sono stati collocati presso il pubblico; la differenza è stata collocata presso le aziende di credito e i loro istituti centrali di categoria e presso enti che accentrano in Tesoreria le loro disponibilità: in definitiva è stata collocata in corrispondenza di creazione di disponibilità monetarie. L'intervento delle aziende di credito è stato possibile perché l'istituto di emissione ha aumentato la loro liquidità, provocando un aumento della liquidità del pubblico.

Ciò è potuto accadere nel 1962 perché l'aumentata liquidità del pubblico, riflettendosi in un aumento della domanda non soddisfatta da un'equivalente espansione della offerta interna, ha potuto trovare compenso nel riassorbimento dell'avanzo della bilancia dei pagamenti. Nel 1963 la situazione è mutata: la bilancia dei pagamenti è seriamente deficitaria, cosicché sarebbe impossibile forzare i collocamenti di titoli con ulteriori espansioni della liquidità. Di qui l'inderogabile necessità di un riesame critico dell'entità della spesa dello Stato, degli enti locali, degli enti pubblici da coprire con provvista di mezzi nel mercato di capitali, degli altri fabbisogni pubblici e di quelli privati da finanziare nello stesso mercato, allo scopo di procedere al loro coordinamento e, in quanto oltrepassanti le disponibilità del risparmio, al differimento di quelli meno urgenti. L'assolvimento di questo compito risulterà facilitato se si indicheranno ordini di priorità secondo un programma generale.

Di fronte all'aumento dei costi manifestatosi nel corso del 1962 e della non evitabile proiezione di esso sui prezzi, anche se una quota degli aumenti è stata assorbita dalla riduzione dei profitti, l'istituto di emissione, come si è già posto in rilievo, ha creduto di assolvere ai propri compiti immettendo liquidità nel sistema in misura sufficiente a finanziare il processo produttivo che si svolgeva a prezzi crescenti, per evitare incidenze sfavorevoli sulla continuità dello sviluppo. Esso ha fatto ciò senza esservi tenuto da alcun obbligo e ne porta quindi intera la responsabilità. Ma l'istituto di emissione verrebbe meno ai propri doveri se mancasse di avvertire che, in presenza dell'afflusso sul mercato dei capitali di domande non coordinate fra loro del settore pubblico e del privato in dimensioni eccedenti le disponibilità presumibili del risparmio, esso non potrebbe, nelle attuali condizioni di bilancia dei pagamenti, assicurarne il soddisfacimento mediante iniezioni di liquidità che generino aumenti di domanda eccedenti le possibilità dell'offerta; altrimenti potrebbe manifestarsi un disavanzo nei rapporti con l'estero di dimensioni non compatibili con il mantenimento di un livello delle riserve valutarie corrispondente alle esigenze di una economia, come la nostra, altamente integrata in quella internazionale.

Ciò potrebbe avere come conseguenza che una situazione la quale, nonostante non poche difficoltà, continua ad essere controllata e controllabile, cesserebbe di esserlo.

Compete altresì all'istituto di emissione, alle aziende di credito e agli istituti che compongono il nostro sistema creditizio di mettere a disposizione delle autorità di governo un mercato dei capitali efficiente, un mercato monetario elasticamente adattabile al mutare della congiuntura e collegato con il primo. Non occorre ripetere quanto abbiamo affermato nel corso di questa esposizione, che cioè la coordinazione della raccolta di fondi a breve e a lungo termine non può avvenire in misura adeguata a garantire l'efficienza del mercato se tutti gli enti che compongono il sistema, siano essi ordinati secondo il principio pubblicistico, siano essi ordinati secondo il principio privatistico, non si comportino disciplinatamente. Desideriamo riaffermare in proposito che la coesistenza di enti compresi nell'una e nell'altra delle due categorie consente, nei limiti di autonomia concessi a ciascuno, nel rispetto delle norme di carattere generale, di mantenere quel grado di concorrenza tra i diversi componenti il sistema che ne stimola il progresso.

Signori Partecipanti,

il 1962 non è stato un anno facile per gli organi ai quali spetta di orientare la politica monetaria né per quelli ai quali incombe di darvi esecuzione. Noi e voi, nel compimento del nostro lavoro, abbiamo urtato contro ostacoli non piccoli; ci ha sorretto il convincimento di esserci comportati in conformità ai nostri doveri e, nel caso nostro, la certezza di poter fare affidamento sulla vostra collaborazione più cordiale. Ancora una volta desideriamo sottolineare che la collaborazione non equivale ad accettazione rassegnata delle nostre disposizioni. Crediamo anzi nella necessità di un colloquio nel quale esprimiate liberamente i vostri convincimenti, secondo una consuetudine collaudata dalla esperienza. Dal canto nostro seguiremo ad accettare il vostro consiglio, ad adattare il nostro comportamento alle mutevoli necessità come esse ci appariranno e come contribuirete a farcele conoscere. L'azione di controllo sul vostro operato continuerà ad essere esercitata con prudenza, nell'adempimento dei compiti che la legge ci affida di tutela del risparmio.

Crediamo che debba essere considerata con soddisfazione la circostanza che in dibattiti qualificati, nei quali hanno partecipato le categorie economiche, datori di

lavoro e lavoratori, professionisti e studiosi, si ammette ormai che la difesa della stabilità della moneta non si esaurisce nel segreto delle decisioni degli istituti di emissione. Essa richiede il concorso consapevole di tutte le categorie sociali nelle istituzioni ove esse esprimono la propria volontà, sindacato, comune, provincia, regione, Stato. Non dobbiamo perciò lasciarci scoraggiare se qualche volta il quadro in cui si rispecchiano gli eventi dei quali siamo testimoni si presenta confuso; sarebbe domandare l'impossibile se chiedessimo che fosse già compiuto un processo nel quale intervengono come protagoniste forze non adusate ad assumere responsabilità di ordine generale. Non soltanto esso non lo è, ma occorre tempo perché ciò accada.

Nel compiersi di questo processo, a voi ed a noi spettano non lievi responsabilità: a voi spetta di comportarvi imparzialmente senza cedere a pressioni esterne, esprimendo il vostro giudizio autonomamente nel rispetto dei limiti posti alla vostra azione dagli organi di controllo. La forma pubblicistica o privatistica delle vostre aziende è a questi fini irrilevante: tutte sono impegnate in una competizione avente per solo obiettivo di fare di esse strumenti efficaci di attuazione di interessi generali. A noi spetta di tutelare un ordinamento nel quale vi sia consentito di comportarvi imparzialmente. Spetta anche di difendere la nostra indipendenza dal potere politico, senza che ciò implichi in alcuna circostanza insubordinazione; indipendenza intesa nel senso di contrapposizione dialettica fra gli organi dello Stato, il compito dell'istituto di emissione essendo quello di offrire la propria collaborazione entro i limiti in cui, nel nostro convincimento, essa non riesca pregiudizievole per il mantenimento della stabilità monetaria.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1963

Signori Partecipanti,

durante la scorsa annata l'attività del nostro Istituto si è sensibilmente accresciuta nei principali settori operativi, in conseguenza sia dello sviluppo delle dimensioni economiche del paese, sia delle stesse difficoltà da esso incontrate, che hanno dato motivo a più sostenuti e vari interventi nei settori della vigilanza, degli sconti, delle operazioni in cambi, di quelle sul mercato finanziario. Correlativamente, si sono sviluppate le attività interne, in ispecie quella del centro elettronico in cui vengono progressivamente riunite le elaborazioni contabili e statistiche, e quella delle officine, impegnate nel rinnovo della circolazione dei biglietti.

Questo maggior lavoro, che per usare una distinzione di uso corrente è in parte strutturale e in parte congiunturale, ha potuto essere assolto da un numero di dipendenti in leggera flessione, in virtù di miglioramenti organizzativi e del graduale rinnovo del personale, che, nella fase attuale di larghe uscite per limiti di età o di anzianità, comporta un abbassamento della sua età media. Ma ha potuto esserlo soprattutto grazie ad una competente e diligente applicazione ai propri compiti, della quale rendo grazie al personale tutto, ed in ispecie a quello delle grandi sedi e di alcuni servizi della centrale, dove l'aggravio di lavoro è stato maggiore.

Anche la relazione che vi viene distribuita si è per la prima volta avvantaggiata in misura consistente del concorso redazionale di giovani immessi durante gli ultimi anni nei servizi studi, presso i quali l'allestimento della relazione principalmente si incentra ed ai quali anche quest'anno mi è caro rinnovare il mio elogio. Nei nostri quadri, ci onoriamo di annoverare economisti di grande distinzione, che nel quotidiano rapporto coi più giovani consentono a questi di affinare la propria preparazione scientifica e di assimilare una lunga e ricca esperienza di lavoro.

LA CONGIUNTURA NELL'ANNO

Nello scorso mese di aprile il Consiglio dei ministri della Comunità economica europea ha posto a base della Raccomandazione rivolta agli Stati partecipanti per il ripristino della stabilità economica la constatazione che in tutti i paesi, salvo uno di essi, si sono accentuati i fenomeni di inflazione e gli squilibri nelle bilance dei pagamenti che ne propagano gli effetti.

Ancora alla fine del 1962 gli organi comunitari si esprimevano invece contro provvedimenti che potessero aggravare il rallentamento dell'espansione economica e aumentare la sensibilità dell'economia nei confronti di eventuali tendenze recessive, anche di origine esterna, e concludevano che, in presenza di aumenti dei costi non trasferiti sui prezzi e della loro incidenza sui profitti, avrebbe potuto manifestarsi un meno intenso sviluppo degli investimenti, in modo da rendere necessario il ricorso a misure di sostegno dell'espansione economica.

Diagnosi opposte, fatte a non grande distanza di tempo, stanno solo a dimostrare come, nelle economie moderne, subitanei mutamenti di rilievo nello sviluppo, e nell'equilibrio dei fattori che lo determinano, possono spesso sopravvenire e richiedere mutamenti altrettanto rapidi nelle terapie destinate a contenere e a contrastare gli avversi svolgimenti.

Poiché la politica monetaria ha un compito importante fra gli strumenti idonei a correggere gli andamenti congiunturali e, inoltre, è quella che consente più immediati interventi, non deve destare meraviglia che in questo campo le determinazioni trovino spesso gli ambienti interessati non ancora sufficientemente consapevoli dei mutamenti di base che di volta in volta le motivano.

Per conseguenza le misure monetarie e creditizie non solo acquistano risonanza spesso sproporzionata alla loro effettiva portata, ma sono oggetto di critiche anche aspre, proprio in ragione di una coscienza non ancora compiutamente formata della necessità dei provvedimenti suggeriti o adottati.

Facciamo queste considerazioni non per dolerci del non invidiabile compito che spetta a chi ha l'onore di dirigere un istituto di emissione, ma per dire che ci rendiamo perfettamente conto che le affermazioni fatte in questa sede or è un anno sul

deterioramento della nostra situazione economica, sulla necessità di attuare tutte le misure idonee a fronteggiarla e sulla opportunità di non fare assegnamento soltanto su quelle monetarie, abbiano potuto urtare, in alcuni ambienti, contro incredulità o dissensi che soltanto con il decorso del tempo si sono dissipati o attenuati.

L'esame al quale un anno fa assoggettammo la situazione economica italiana venne altresì compiuto con la chiara consapevolezza che non si sarebbe mancato di desumere dal documento attribuzioni di responsabilità sezionali del tutto estranee al suo compito. In realtà, la preoccupazione di porre in evidenza i fattori prossimi e remoti delle modificazioni intervenute nelle condizioni economiche del Paese portò a soffermare l'indagine su una molteplicità tale di elementi, che ritenemmo di doverne fornire giustificazione: questa consistendo, appunto, nello scrupolo di non indulgere ad interpretazioni parziali, di fronte a fenomeni ovviamente complessi ed interdipendenti.

Se la nostra indagine non poteva non intrattenersi sui riflessi monetari dell'aumento dei livelli retributivi intervenuti nel 1962 in misura eccedente l'incremento della produttività media del sistema economico, la considerazione di questo aspetto non era disgiunta, né avrebbe potuto correttamente esserlo, da quella di altre concorrenti circostanze, sia pure di minore influenza, parimenti poste in rilievo nell'esame da noi compiuto.

D'altra parte, il tener conto delle tensioni originate da antichi e riconosciuti squilibri esistenti nell'economia italiana, di quelle di origine esterna che hanno assunto negli ultimi tempi particolare rilevanza nel sistema di economia integrata di cui il nostro Paese fa parte, di quelle dovute ai mutamenti sopravvenuti nei mercati finanziari e soprattutto di quelle provocate dalle spinte salariali rispondeva, da parte nostra, all'intento di fornire un quadro esauriente delle condizioni non facili nelle quali le autorità monetarie avevano dovuto compiere le loro scelte.

Ci facemmo carico, come si ricorderà, di chiarire che, di fronte ad un aumento dei costi di produzione non suscettibile di essere riassorbito per intero in vaste zone del nostro sistema economico dalla diminuzione dei profitti senza costringere le imprese ad interrompere programmi di investimenti decisi in precedenza, avevamo accettato, nel convincimento che la loro interruzione avrebbe provocato gravi distruzioni di ricchezza, la necessità di concorrere a soddisfare le occorrenze nascenti da quei programmi con

creazione di liquidità, consapevoli che ne sarebbe derivato un parziale finanziamento dell'aumento dei costi e quindi in qualche misura dei prezzi. Illustrammo inoltre diffusamente le modificazioni intervenute nella distribuzione del reddito e la contrazione delle disponibilità destinabili dalle imprese ad autofinanziamenti; di qui l'accresciuto ricorso delle imprese stesse agli istituti speciali di credito mobiliare e quindi l'esigenza di maggiori emissioni di obbligazioni, collocate in parte presso le aziende di credito, grazie agli aumenti consentiti della loro liquidità.

La Relazione generale sulla situazione economica del Paese per l'anno 1963, permettendo di misurare i profondi mutamenti verificatisi nello sviluppo del reddito, dei consumi e degli investimenti durante il biennio 1962-1963 e i gravi rivolgimenti manifestatisi nella bilancia dei pagamenti, ha fornito conferma alla diagnosi che avevamo fondato essenzialmente sulla interpretazione dell'andamento della bilancia dei pagamenti nell'ultimo trimestre del 1962 e nel primo del 1963, quando ancora le risultanze depurate dalla stagionalità dimostravano equilibrio delle partite correnti.

Gli anni 1962 e 1963 sono stati caratterizzati da controversie di lavoro, sostenute anche con il ricorso a scioperi di lunga durata, che hanno provocato un aumento dei redditi da lavoro dipendente del 43 per cento. Poiché tali redditi rappresentano poco meno dei due terzi del reddito nazionale, un loro aumento di questo ordine di grandezza, supposti invariati gli altri redditi monetari, si sarebbe riflesso in un aumento del reddito globale monetario sensibilmente superiore a quello del reddito in termini reali. Essendosi verificati aumenti anche dei redditi misti di capitale e di lavoro nel commercio e negli altri servizi, il contenere l'incremento del reddito complessivo in termini monetari nei limiti delle variazioni di quello in termini reali – condizione del mantenimento della stabilità dei prezzi – avrebbe comportato, in una vasta zona del nostro sistema produttivo, non solo l'eliminazione del profitto, ma la impossibilità di stanziare le normali quote di ammortamento degli impianti.

Né appare economicamente sostenibile che ciò non avrebbe comportato che l'attribuzione ai lavoratori dipendenti di parte dei profitti in precedenza accumulati. Sta di fatto che, essendo stata la maggior quota dei profitti del passato investita in impianti, la loro distribuzione in forma monetaria non avrebbe comunque potuto aver luogo. Come detto, le autorità monetarie hanno creato la liquidità corrispondente a quella

occorrente per impedire diffusi e gravi dissesti di imprese. Ma sono state consapevoli del dilemma davanti al quale ponevano se stesse: nei limiti nei quali il potere di acquisto aggiuntivo non avesse provocato un aumento dei prezzi, avrebbe aggravato il disavanzo della bilancia dei pagamenti, onde un confine invalicabile costituito dalla esigenza di proteggere un livello adeguato di riserve valutarie.

Anche in un paese come l'Olanda, che negli scorsi anni si era distinto per la stabilità monetaria, hanno avuto recentemente luogo aumenti salariali superiori all'aumento della produttività media del sistema economico, provocati dall'accostamento ai livelli retributivi dei paesi limitrofi. Nel settembre 1963 le autorità prevedevano che nel 1964 si sarebbe verificato un aumento dei salari dell'8 per cento e un aumento dei prezzi del 2 per cento; nello scorso gennaio sono state costrette a riesaminare le previsioni, portando al 16 per cento l'aumento previsto dei salari; l'8 per cento addizionale avrebbe provocato un rialzo anch'esso addizionale dei prezzi del 5 per cento. Le autorità hanno quindi giudicato che questo maggiore aumento non avrebbe potuto essere sopportato dalle imprese; la contrazione dei profitti avrebbe impedito loro di continuare l'attività, onde la necessità di ricostituirli attraverso il trasferimento sui prezzi di oltre metà dell'aumento dei salari. Mentre in precedenza si preventivava un avanzo di 500 milioni di fiorini nella bilancia dei pagamenti, le previsioni aggiornate presentano un disavanzo di un miliardo di fiorini.

Il cosiddetto slittamento salariale, ossia l'innalzamento dei salari di fatto al di sopra di quelli contrattuali, ha avuto, nel corso del 1962 e del 1963, manifestazioni di importanza rilevante in alcuni paesi europei. In Italia si è prodotto in misura circoscritta ad aree geografiche di maggiore congestione e ad alcune categorie di lavoratori. La dimensione del fenomeno non è per altro misurabile mediante il confronto degli indici dei salari minimi contrattuali e dei salari di fatto. Risponde sì a verità che questi ultimi nel 1962 e nel 1963 si sono collocati su livelli parecchio superiori ai primi; ma ciò deriva dall'applicazione di clausole contrattuali che hanno inciso sul costo effettivo del lavoro. Dagli elementi in nostro possesso relativi ad un grande numero di contratti e ad imprese rappresentative dei singoli settori si deduce con certezza che il divario è da attribuire soprattutto alle componenti del costo di lavoro disciplinate contrattualmente.

L'impulso iniziale derivò sia dagli aumenti dei minimi salariali stabiliti dai contratti di lavoro, sia – e in alcuni casi in misura maggiore – dalle modifiche delle disposizioni normative: inquadramento, riqualificazione, equiparazione del lavoro femminile a quello maschile, riduzione degli orari di lavoro e quindi, a parità di occupazione, aumento delle ore di lavoro straordinario. Anche nel successivo sviluppo del processo di inflazione salariale il fattore principale continuò ad essere questo dei miglioramenti negoziati. Per altro, nelle aree nelle quali si manifestava in misura più sensibile il fenomeno della rarefazione della mano d'opera, si aggiunse l'iniziativa degli imprenditori diretta ad assicurarsene disponibilità adeguate con la corresponsione di supersalari. I fenomeni accennati si sono aggravati con lo scarseggiare delle disponibilità di lavoratori generici che notoriamente hanno una maggiore mobilità territoriale e intersettoriale; l'insufficienza dei mezzi destinati alla qualificazione della mano d'opera, l'esaurimento di quella altamente qualificata li hanno ulteriormente inaspriti.

Nel corso del 1962 e del 1963 gli investimenti hanno manifestato tendenza al rallentamento; invero l'aumento degli investimenti lordi in termini reali è stato del 19,2 per cento nel 1960, dell'11,3 nel 1961, dell'8,2 nel 1962 e soltanto del 4,1 nel 1963, in presenza di un aumento del reddito nazionale in termini reali del 4,8 per cento; cioè l'espansione del credito compiutasi in questo anno non ha comunicato un impulso aggiuntivo agli investimenti e alla espansione della domanda che ne sarebbe derivata e quindi non è stata fattore traente dell'aumento dei prezzi; essa è stata prevalentemente assorbita dal finanziamento di impianti in corso di completamento, decisi negli anni precedenti quando le imprese ritenevano di poter fare assegnamento in maggior misura sull'autofinanziamento.

Il fenomeno del supersalario negli anni 1962-1963 ha assunto proporzioni importanti nell'edilizia, nella quale l'attività produttiva è stata esaltata dall'afflusso di risparmi che disertavano il mercato dei valori mobiliari. Secondo stime attendibili il finanziamento dei privati all'edilizia è stato di circa 600 miliardi nel 1960 e di 1.190 nel 1963 con un aumento di 590 miliardi. Nello stesso periodo l'aumento del finanziamento accordato dal sistema creditizio è stato dell'ordine di grandezza di 250 miliardi; viceversa il finanziamento pubblico è diminuito di 120 miliardi, cosicché la immissione

di nuovi mezzi nell'edilizia da fonti diverse dal risparmio privato è stata di appena 130 miliardi. Ciò comprova che le maggiori quote di reddito attribuito alle famiglie e il disorientamento fra i risparmiatori in conseguenza della crisi manifestatasi nei mercati mobiliari per diverse cause hanno contribuito ad accentuare il fenomeno della concentrazione nel mercato immobiliare del risparmio privato di vecchia e nuova formazione.

I redditi da lavoro dipendente nel settore pubblico e in quello privato sono aumentati, tra il 1961 e il 1963, di quasi 4.000 miliardi. Tale potere d'acquisto, irrompendo nel mercato dei beni di consumo, si è irradiato in tutte le direzioni, ma ha investito con maggiore violenza i generi alimentari. La spesa per consumi alimentari è aumentata del 28 per cento. Tenuto conto dell'aumento dei prezzi, i consumi alimentari in termini reali si sono accresciuti nel 1962 del 4,8 per cento e del 7,3 nel 1963. Invece la produzione lorda vendibile dell'agricoltura nel 1963 si è incrementata di appena l'1 per cento; onde un aumento delle importazioni di generi alimentari del 54 per cento, che non ha potuto essere compensato da esportazioni dell'industria manifatturiera. Se si considera che le maggiori importazioni di prodotti alimentari verificatesi nel 1963 sono ascese a 340 miliardi, qualora si fosse inteso equilibrarle con esportazioni di manufatti queste, solo per ciò, sarebbero dovute aumentare del 15 per cento. Sembra quindi evidente che la redistribuzione dei redditi compiutasi nel 1962 e 1963, spostando la domanda verso settori come quello alimentare nei quali l'elasticità dell'offerta è minore, non poteva non alterare l'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Per gli altri beni di consumo e per i servizi è meno agevole e a volte impossibile isolare gli effetti negativi sulla bilancia dei pagamenti derivanti dall'aumento della domanda. Nonostante lo sviluppo dell'industria, nel 1963 qualche settore di essa, pure in fase di vivace espansione degli impianti, non è riuscito a soddisfare la domanda interna fortemente accresciuta, mentre aumentavano notevolmente, a causa dei maggiori investimenti ma soprattutto dei maggiori consumi, le importazioni meccaniche e specialmente quelle di automobili, quelle di materie energetiche, di materie prime tessili e di numerose altre singolarmente di minore importanza. Continuava sì lo sforzo di esportazione delle industrie meccaniche e delle tessili e di alcune minori classi di industria con larga partecipazione di imprenditori piccoli che prima non solevano

visitare i mercati forestieri, ma un tale sforzo si attenuava nell'industria automobilistica impegnata a soddisfare l'alta domanda interna; nel complesso, il saldo fra importazioni ed esportazioni di prodotti non alimentari è peggiorato di un importo all'incirca pari a quello dei generi alimentari, e cioè di 345 miliardi di lire.

Due proposizioni spesso ripetute meritano di essere sottoposte a riesame critico. Esse sono: a) gli spostamenti di redditi verificatisi negli anni 1962-1963 non potevano disgiungersi da variazioni della domanda; avrebbe dovuto essere previsto che quote maggiori di essa si sarebbero dirette verso l'elevamento qualitativo di consumi prima meno compiutamente soddisfatti quali ad esempio quelli alimentari: se il sistema produttivo fosse stato efficiente, esso avrebbe dovuto offrire immediatamente in maggior copia prodotti adatti all'appagamento delle nuove domande; b) la diminuzione di competitività derivante dall'aumento dei costi di produzione trasferiti sui prezzi avrebbe potuto essere limitata, qualora si fosse proceduto sollecitamente ad investimenti idonei ad accrescere la produttività del lavoro, aumentando la dotazione di capitale dei singoli addetti.

In realtà può replicarsi che nessun sistema produttivo avrebbe resistito senza scosse all'urto derivante da una redistribuzione di redditi e dai connessi spostamenti della domanda, nelle dimensioni che tali fenomeni hanno assunto in Italia nello spazio di due anni. Impegnata in uno sforzo di investimenti che, rispetto a quello del 1958, l'anno che precede la fase espansiva, nel 1963 è stato doppio in valori correnti e maggiore del 75 per cento in termini reali, nel 1962 e 1963 l'industria ha dovuto fronteggiare un aumento del 27 per cento del costo di lavoro per unità di prodotto, mentre i prezzi sono aumentati del 7 per cento.

Del resto sul fatto che l'adattamento della produzione interna alle mutate esigenze dei consumi richiede tempo e che vi possono essere intervalli nei quali si verificano eccedenze della domanda globale sull'offerta interna, è fondata la stessa utilità di essere inseriti in un mercato internazionale più ampio allo scopo di integrare l'offerta interna col ricorso immediato a maggiori importazioni.

Di qui la funzione delle riserve valutarie, contro l'accumulazione delle quali si levarono da noi proteste nel periodo in cui essa si compì; di qui la funzione degli accordi di collaborazione internazionale che ne sono gli elementi di integrazione; di qui

la funzione delle monete-riserva, come il dollaro degli Stati Uniti, dietro le quali sta un ingente potenziale produttivo che consente ai detentori di esso di trasformarlo in prodotti quando ciò occorra.

Il problema è, come spesso accade, soltanto di limiti; le esigenze di integrazione dell'offerta interna devono, cioè, essere contenute in un volume sopportabile da quello delle riserve, tenuto conto del tempo necessario per conseguire un'adeguata espansione dell'offerta di origine interna.

Quanto precede, per altro, non viene detto al fine di emettere giudizi di merito sulle politiche condotte in passato in alcuni importanti settori, come per esempio quello zootecnico, né sulla possibilità di conseguire, attraverso un mutamento di tali politiche, una espansione produttiva capace di colmare la grossa insufficienza che subitaneamente si è venuta a manifestare in confronto del consumo. Potrebbe darsi che, pur senza lesinare gli sforzi diretti ad ottenere una maggiore produzione in quel settore, la fondamentale soluzione del problema debba consistere, in definitiva, nella promozione delle esportazioni di carattere industriale capaci di fornirci i mezzi indispensabili per l'acquisto all'estero di forti aliquote integrative della produzione interna di alimentari.

Immaginare che il sistema produttivo possa in qualsiasi circostanza adattarsi repentinamente alla diversa distribuzione della domanda appare irrealistico. Elementi di rigidità ineriscono a tutti gli ordinamenti economici; basterà menzionare l'improvvisa deficienza di cereali e di carne manifestatasi nell'Unione Sovietica. Anche quel paese è stato costretto a ricorrere a cospicue importazioni dall'estero finanziate con un volume inusitato di vendite di oro.

In presenza delle difficoltà che, in concreto e per vari motivi, si manifestano negli spostamenti dei fattori della produzione, è pressoché superfluo sottolineare, infine, le conseguenze sempre più deleterie che si verificano allorché i settori di concentrazione della domanda siano quelli nei quali si producono i beni che più influiscono sugli indici del costo della vita. In questi casi il meccanismo della scala mobile rivela chiaramente l'ufficio aberrante che adempie, di accrescere il potere di acquisto in termini monetari senza che aumenti correlativamente la quantità dei prodotti.

Il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti riflette in parte l'insufficiente rifornimento interno di prodotti agricoli e di taluni manufatti; per questi ultimi riflette anche in alcuni casi una minore competitività rispetto all'estero. In un mercato sostanzialmente aperto come il nostro, affermare che, in qualche settore, esistono possibilità latenti di offrire in maggiore quantità i prodotti richiesti dai consumatori, ma che esse non possono concretarsi in quanto i consumatori preferiscono rivolgersi a produzioni straniere a causa dei loro prezzi più bassi o delle loro caratteristiche più allettanti, equivale ad affermare che, nelle condizioni del mercato quali esse sono, l'offerta interna non riesce a soddisfare la domanda.

L'eccesso dei redditi monetari calcolato sul prodotto lordo interno al costo dei fattori a prezzi costanti risulta essere stato nel 1963 di 1.661 miliardi, pari al 7,7 per cento del prodotto stesso; questa percentuale corrisponde appunto a quella dell'aumento dei prezzi verificatosi nell'anno. Gli investimenti lordi interni sono stati di 6.772 miliardi, mentre il risparmio lordo nazionale è stato di 6.374, cosicché per la differenza di 398 miliardi è stato necessario integrarlo con la riduzione dei crediti e con l'aumento dei debiti verso l'estero. In una economia chiusa, l'aumento dei prezzi dovuto ad eccesso della domanda menomerebbe le capacità di acquisto dei consumatori, dando luogo a formazione di risparmio coattivo, ma proprio per il fatto di non consentire ai consumatori opzione verso i beni esteri.

Osservatori stranieri hanno proposto il quesito se il peggioramento delle prospettive di profitto verificatosi nel nostro Paese avesse assunto dimensioni di ampiezza tale da rendere riluttanti gli imprenditori dall'assumere nuove iniziative. Il nostro sistema economico, così come è istituzionalmente costituito e funzionante, è indubbiamente stimolato dalle prospettive di profitto. È noto, d'altronde, che anche le economie collettivistiche si orientano a riconoscere al profitto la funzione di incentivo alla efficienza. Ma se mettiamo a confronto l'ingente quantità di domande di nuovi finanziamenti con la scarsità dei mezzi destinabili al loro soddisfacimento, non ci si può sottrarre alla constatazione che il fattore limitativo è stato e rimane la insufficienza del risparmio. Esso ha potuto essere surrogato con liquidità nei limiti nei quali l'effetto è stato quello di innalzare i prezzi non oltre quei livelli che avrebbero pregiudicato il mantenimento della parità fra il potere d'acquisto interno e il potere d'acquisto esterno

della moneta. Superato quel limite l'aumento dei prezzi avrebbe avuto la conseguenza finale di una estensione della disoccupazione dei fattori produttivi disponibili e di un aumento del disavanzo della bilancia dei pagamenti.

Le esperienze compiutesi in Italia negli anni 1962 e 1963 e quelle verificatesi in un gran numero di altri paesi negli anni postbellici hanno confermato che la politica monetaria, alla quale spetta la precipua funzione di regolare il volume della domanda globale, è da sola insufficiente a controllare il ciclo economico.

Soprattutto allorquando obiettivi interni ed esterni di politica economica entrano in conflitto, si rivela presto indispensabile orientare la politica monetaria in funzione dell'andamento della bilancia dei pagamenti e ricorrere a politiche di bilancio, sia al fine stesso di regolare la domanda globale, sia a quello di attuare quella distribuzione dei redditi che realizzi tra consumi e investimenti una proporzione idonea a sostenere lo sviluppo dell'economia in un clima di stabilità dei prezzi.

Quelle esperienze comprovano inoltre, senza possibilità di equivoci, che in situazioni di immediata prossimità al pieno impiego gli obiettivi della politica economica sono irraggiungibili se una coerente politica dei redditi non si inserisce nella gamma degli strumenti di azione monetaria e non monetaria per impedire la formazione dei redditi stessi oltre i limiti compatibili con il mantenimento dell'equilibrio monetario.

Quale che sia l'ordinamento sociale, gli strumenti convenzionali non valgono nelle complesse economie moderne, caratterizzate da diversi livelli di produttività fra i grandi settori dell'attività economica e fra gli stessi settori dell'industria, ad impedire fenomeni di inflazione dei costi e conseguenti ripercussioni sui prezzi e, comunque, il loro successo si accompagna spesso ad una forte decelerazione o addirittura ad un arresto dello sviluppo. Di fronte alla chiara evidenza di una alternativa fra l'accettazione di una politica dei redditi e di ricorrenti arresti dello sviluppo con conseguente diminuzione del volume di occupazione, il dibattito fra esperti governativi, operatori economici e rappresentanti sindacali nei principali paesi dell'Occidente, nonché le enunciazioni di politica economica generale nell'Unione Sovietica, vanno progressivamente chiarendo le finalità economiche e sociali e i mezzi di una politica dei redditi, l'estensione di essa, i criteri di applicazione e le condizioni del suo successo.

L'accettazione da parte delle organizzazioni sindacali di una politica dei redditi non le subordina affatto alle decisioni altrui; concorrendo alla formulazione del programma economico al quale si ispirerà la politica del governo e conformando agli obiettivi che esso stabilisce la distribuzione dei redditi, le organizzazioni sindacali partecipano al processo di modificazione ordinata delle strutture sociali promovendo l'effettivo progresso delle categorie dei lavoratori. In periodo recente le autorità politiche dei più grandi Paesi, con ordinamenti ispirati a principi diversi, si sono rivolte alla pubblica opinione, affinché si renda conto che la prosperità della collettività non può essere raggiunta se i più indulgono alla tentazione di crescere la quantità di moneta in corrispettivo del proprio lavoro senza contrapporvi una quantità di prodotti accresciuta in eguale misura.

D'altronde l'azione degli Stati non può esaurirsi nelle esortazioni; gli Stati moderni sono anche importanti datori di lavoro ed in questa loro qualità non possono rifiutare di dimostrare con il loro comportamento pratico verso quale politica dei redditi intendano orientare la condotta dei privati. In Italia le competenze erogate ai dipendenti pubblici nel 1963 risultano ammontare a 3.184 miliardi (per l'insieme dello Stato, degli enti locali e delle aziende autonome). Se vi si aggiungono le retribuzioni spettanti al personale dei più importanti enti a partecipazione statale nonché degli istituti previdenziali si superano largamente i 4 mila miliardi. Questa cifra misura la massa dei redditi, pari a circa un terzo dell'intero importo delle remunerazioni di lavoro dipendente, che ricade sotto il controllo diretto e indiretto dei pubblici poteri.

I MEZZI DI PAGAMENTO; LE AZIENDE DI CREDITO

Come è noto, la liquidità che le autorità monetarie creano, attraverso le operazioni con l'estero e con il mercato interno, in parte affluisce direttamente al pubblico nella forma di biglietti di banca, in parte affluisce indirettamente ad esso mediante l'intermediazione del sistema bancario con i crediti che questo concede. I mezzi che il sistema bancario immette nell'economia attraverso concessioni di crediti riaffluiscono ad esso sotto forma di depositi; la parte che non riaffluisce sotto forma di depositi resta nel pubblico sotto forma di biglietti di banca.

Qualora la quantità di mezzi di pagamento che il sistema bancario eroga sotto forma di crediti produca la conseguenza che i destinatari dei crediti chiedano più beni di quelli resi disponibili dall'offerta interna, l'eccedenza del potere d'acquisto immesso nell'economia conduce all'aumento dei prezzi o defluisce verso l'estero; solitamente produce entrambi questi effetti.

Le autorità monetarie non hanno un potere illimitato sul volume di liquidità da fornire all'economia, e sono soltanto parzialmente libere di scegliere discrezionalmente i canali attraverso i quali essa affluisce o defluisce. Entro i limiti nei quali esercitano un potere discrezionale, le autorità regolano le immissioni di liquidità attraverso questo o quel canale in considerazione degli effetti immediati che esse provocano.

All'inizio del 1962, in presenza di eccedenze nella bilancia dei pagamenti suscettibili di essere riassorbite, sembrò opportuno irradiare liquidità in tutto il sistema bancario attraverso la riduzione delle riserve obbligatorie; ciò anche allo scopo di permettere il completamento dei programmi di investimenti già iniziati sia nel settore pubblico sia nel privato.

All'inizio del 1963 una delle fonti di creazione di liquidità è stata quella del rimborso dei buoni novennali del tesoro in scadenza; i fondi così creati vennero convogliati all'economia attraverso gli istituti speciali di credito, ai quali si facilitò in tal modo il collocamento di obbligazioni presso i possessori dei titoli rimborsati.

Analogo effetto si conseguì collocando titoli obbligazionari presso gli enti che accentrano in Tesoreria le proprie disponibilità. Infine, si accordò alle aziende di credito la facoltà di compensare le perdite di liquidità, che sarebbero derivate dal disavanzo della bilancia dei pagamenti, con debiti contratti verso l'estero; in contropartita di tali debiti, le aziende di credito posero in essere operazioni espressamente collegate con il processo produttivo, perché i crediti in valuta possono essere accordati soltanto per facilitare importazioni, solitamente di materie prime, ed anche esportazioni di prodotti finiti.

Quella facoltà fu concessa anche per la considerazione che l'accentuarsi del fenomeno delle esportazioni di capitali e i suoi riflessi sulle nostre disponibilità ufficiali richiedevano il ricorso ad operazioni compensative. L'esportazione di capitali fu così

fronteggiata con importazioni di fondi a breve termine compiute attraverso la intermediazione del sistema bancario. L'esportazione netta di capitali nel corso del 1963 è stimata in 559 milioni di dollari; nello stesso periodo l'aumento dell'indebitamento delle banche verso l'estero è stato di 650 milioni di dollari.

L'arresto del processo di indebitamento delle banche italiane verso i corrispondenti esteri ha avuto inizio nel corso dell'estate. Nella precedente Relazione prospettammo questa possibilità, affermando che avremmo fatto ricorso a provvedimenti limitativi quando fossero apparsi necessari per integrare le misure che andavamo apprestando al fine di ricondurre la creazione di liquidità nei limiti occorrenti per mantenere l'incremento dei mezzi monetari in relazioni opportune con l'incremento del reddito in termini reali; e ciò allo scopo di contrastare ulteriori sensibili aumenti del livello dei prezzi.

La punta massima dell'indebitamento delle banche italiane verso i corrispondenti esteri è stata toccata nell'agosto 1963; da allora la diminuzione è stata costante e, al 31 marzo 1964, ascendeva alla cifra di 311 milioni di dollari.

Inoltre sono stati predisposti due ordini di misure:

- a) da un lato, abbiamo facilitato la trasformazione di debiti a breve in debiti a medio termine; abbiamo altresì facilitato l'assunzione di debiti a medio e lungo termine da parte di enti e società, dando avvio ad un processo di consolidamento parziale dei debiti a breve termine. Dal luglio 1963 al marzo 1964 il complesso dei debiti a medio e lungo termine verso l'estero contratti sia dalle banche sia da enti e società è stato di 407 milioni di dollari;
- b) dall'altro lato, abbiamo condotto conversazioni con istituti di emissione, in special modo con la Riserva Federale, allo scopo di rafforzare il sistema degli accordi di credito reciproco.

Movimenti di capitali di carattere speculativo sono avvenuti in dimensioni cospicue nell'ottobre 1963; ma essi hanno assunto proporzioni drammatiche nelle prime due settimane del marzo 1964, durante le quali gli interventi effettuati dall'Ufficio italiano dei cambi sono ascisi a 255 milioni di dollari.

Nella seconda settimana del marzo 1964 hanno avuto luogo conversazioni con le autorità monetarie degli Stati Uniti: Tesoro e Riserva Federale. Le conclusioni di quelle conversazioni sono note: è stato definito un complesso di accordi di credito reciproco dell'ammontare di 600 milioni di dollari al quale hanno partecipato anche banche centrali europee. Si è convenuto, cioè, un complesso di facilitazioni di credito che avrebbero contribuito a difendere le disponibilità ufficiali, costituendo l'ammortizzatore inteso ad assorbire gli urti speculativi ai quali la lira venisse assoggettata. Sulle facilitazioni di credito menzionate abbiamo utilizzato 150 milioni di dollari.

Sono state inoltre convenute facilitazioni di credito a medio termine con la Export Import Bank e con la Commodity Credit Corporation. Si sono iniziate conversazioni con la Banca mondiale aventi per oggetto la concessione di prestiti alla Cassa per il Mezzogiorno.

In quella occasione si sono prelevati 225 milioni di dollari dal Fondo monetario internazionale. Il prelievo è stato effettuato nei limiti necessari per reintegrare le disponibilità in lire del Fondo stesso, quasi esaurite in dipendenza delle operazioni effettuate dal Fondo nella nostra moneta; nonché nei limiti della sottoscrizione in oro della nostra quota. È pertanto intatta la possibilità di attingere al credito del Fondo monetario internazionale; ad esso si potrà eventualmente fare ricorso nel quadro di un programma di assistenza finanziaria da concordarsi in primo luogo con la Comunità economica europea, nello spirito di quello sforzo di armonizzazione delle strutture e di coordinamento delle politiche che costituisce l'arduo compito in cui essa è impegnata.

Nel 1962 la creazione netta di liquidità era stata di 801 miliardi di lire; nel 1963 è stata di 861 miliardi. Nel 1962 era affluita direttamente al pubblico sotto forma di aumento della circolazione di biglietti di banca nella misura di 390 miliardi; nel 1963 nella misura di 441 miliardi. La parte restante è affluita alle aziende di credito, ponendole in condizioni di effettuare i versamenti nei conti delle riserve obbligatorie in misura correlata con l'aumento dei depositi. I versamenti delle aziende di credito in questi conti sono stati rispettivamente di 380 e di 432 miliardi. L'effetto ultimo della immissione di liquidità è stato, nel 1962, di accrescere la liquidità delle aziende di credito di 31 miliardi; nel 1963 di diminuirla di 12 miliardi.

Mentre nel 1962 la componente estera aveva concorso positivamente al processo di creazione della liquidità aumentandola di 308 miliardi, nel 1963 ha concorso negativamente diminuendola di 375 miliardi. Il complesso delle operazioni del Tesoro nel 1962 ha creato liquidità nella misura di 12 miliardi; nel 1963 in quella di 777 miliardi.

La componente della liquidità costituita dalle operazioni del Tesoro con la Banca d'Italia e con le aziende di credito attesta che il disavanzo della Tesoreria ha esercitato una pressione eccezionale nel 1963. La constatazione sarebbe scarsamente significativa, se non si aggiungesse che, in realtà, l'aggravamento del disavanzo di Tesoreria appare imputabile, oltre che ai pagamenti e agli incassi che derivano dal bilancio, all'insieme di quelli che riflettono operazioni di Tesoreria, compresi i rapporti con la Cassa depositi e prestiti, presso la quale si sono dovuti effettuare collocamenti di quantitativi ingenti di titoli, in special modo dell'ENEL.

Nel 1962 il complesso dei crediti accordati all'economia dalla Banca d'Italia, dall'Ufficio italiano dei cambi e dalle aziende di credito, ivi compresi gli investimenti in titoli, era stato di 2.779 miliardi; nel 1963 è stato di 3.314 miliardi. I mezzi di pagamento immessi nell'economia attraverso le concessioni di credito, nel 1963, ne hanno accresciuto le disponibilità monetarie di 2.533 miliardi; la differenza di 781 miliardi rispetto al totale delle concessioni di credito è defluita verso l'estero in conseguenza del disavanzo della bilancia dei pagamenti. Tale disavanzo è stato finanziato fino a concorrenza di 375 miliardi mediante prelievi dalle disponibilità ufficiali e per gli altri 406 mediante aumento dell'indebitamento netto delle aziende di credito.

Se l'aumento degli impieghi delle aziende di credito è stato nel 1963 maggiore di quello verificatosi nel 1962, il ritmo di accrescimento si è contratto sensibilmente nel secondo semestre. L'aumento degli impieghi nei dodici mesi terminanti nel luglio 1963 ascendeva al 25,8 per cento; quello nei dodici mesi terminanti nel dicembre 1963 è stato del 21,1 per cento. Mentre nel secondo semestre del 1962 l'incremento degli impieghi era stato del 15,1 per cento, nello stesso periodo del 1963 è stato dell'11,4 per cento (l'aumento dei depositi è stato rispettivamente del 12,5 e del 9,1 per cento).

Anche l'incremento della circolazione dei biglietti di banca dal giugno 1963 è stato progressivamente decelerato; nei dodici mesi fino al giugno 1963 l'aumento ascendeva al 21,0 per cento, in quelli fino al dicembre dello stesso anno è risultato del 14,3 per cento.

Il processo di rallentamento dell'espansione dei mezzi di pagamento iniziato nel luglio 1963 ha manifestato gli effetti maggiori in questi primi mesi del 1964. Nei dodici mesi fino al marzo 1963 la creazione netta di liquidità (969 miliardi) aveva supplito quasi integralmente all'aumento della liquidità del pubblico, detenuta sotto forma di biglietti di banca, nella misura di 509 miliardi, e ai versamenti delle aziende di credito nelle riserve obbligatorie nella misura di 485 miliardi; così la liquidità delle aziende di credito aveva subito una riduzione modesta di circa 25 miliardi. Nei dodici mesi fino al marzo 1964, invece, la creazione netta di liquidità (269 miliardi) è stata insufficiente a finanziare l'aumento della liquidità del pubblico detenuta in biglietti di banca (319 miliardi) ed i versamenti delle aziende di credito nei conti delle riserve obbligatorie (200 miliardi); la differenza di 250 miliardi si è risolta in una contrazione della liquidità delle aziende di credito.

Occorre osservare che, nei dodici mesi fino al marzo 1963, la componente estera era stata positiva per 323 miliardi, nei dodici mesi fino al marzo 1964 è stata negativa per 701 miliardi; conseguentemente, nei dodici mesi fino al marzo 1963 l'effetto congiunto delle operazioni del Tesoro e della Banca d'Italia è stato quello di una creazione di liquidità di 646 miliardi, mentre nei dodici mesi fino al marzo 1964 l'effetto congiunto delle stesse operazioni è stato quello di una creazione di liquidità di 970 miliardi, superiore di 324 miliardi a quella di dodici mesi precedenti. Cioè, le operazioni del Tesoro e della Banca d'Italia non soltanto hanno reintegrato la liquidità assorbita dal disavanzo della bilancia dei pagamenti, ma ne hanno aggiunta nella misura di 269 miliardi.

Sempre considerando le variazioni intervenute in un periodo di dodici mesi con riferimento all'ultimo di essi, si constata che l'aumento degli impieghi al gennaio 1964 è stato del 19,7 per cento, al febbraio del 17,8 e al marzo del 16,0 per cento (l'aumento dei depositi è ammontato all'11,6, al 10,6 e al 9,5 per cento rispettivamente). Il ritmo di incremento della circolazione di biglietti di banca è andato costantemente discendendo,

se si eccettua il marzo, influenzato dalla Pasqua caduta nell'ultima settimana di quel mese; l'aumento era all'aprile 1963 del 18,7 per cento e all'aprile 1964 dell'8,4 per cento; nel corso di questo mese di maggio la tendenza sembra confermata. Considerando insieme l'espansione dei conti correnti bancari e della circolazione dei biglietti e degli altri mezzi di pagamento, risulta che l'aumento dell'offerta di moneta al marzo 1963 era stato del 19,9 per cento, al giugno del 17,9, al settembre del 16,9 e al dicembre del 12,7 per cento. Il processo di decelerazione è seguito nel 1964: al gennaio l'aumento era dell'11,3 per cento, al febbraio del 9,8 e al marzo del 9,0 per cento.

Sebbene decelerata con gradualità, tanto che commentatori stranieri hanno espresso dubbi sull'efficacia dell'azione intrapresa, l'espansione del credito è quindi proseguita: riesce arduo, in queste condizioni, comprendere come la politica delle autorità monetarie possa meritare l'accusa, che si è intesa risuonare in alcuni ambienti, di politica deflazionistica. Anziché dalla misurazione quantitativa dei fenomeni e dalla loro interpretazione meditata in base alle esigenze complessive del paese, queste critiche sembrano trarre origine dalla constatazione dell'inevitabile disagio degli operatori economici. Indubbiamente le occorrenze di credito sono andate dilatandosi a causa dell'ulteriore aumento dei costi di produzione e delle difficoltà di trasferirlo sui prezzi; onde la maggiore dipendenza degli operatori dalle fonti di finanziamento esterne.

Ma l'osservazione spassionata dei fenomeni economici e monetari del 1963, interpretati alla luce di misurazioni statistiche obiettive, permette di rilevare che nel corso dell'anno il saggio di espansione degli impieghi bancari è stato superiore a quello dei depositi perché una parte del potere di acquisto creato dalle aziende di credito, mediante la concessione di finanziamenti, non è riaffluito alle aziende medesime sotto forma di depositi ed è invece defluito verso l'estero sotto forma di eccedenza dei pagamenti per importazioni sulle riscossioni per esportazioni.

Inoltre, nonostante che soltanto una parte del potere di acquisto immesso dal sistema bancario nell'economia sia riaffluito sotto forma di depositi, il saggio di aumento dei conti correnti si è mantenuto superiore a quello di aumento del reddito in termini reali: cioè, l'aumento dei conti correnti e della circolazione monetaria, ossia

dell'offerta di moneta, essendosi mantenuto assai al di sopra dell'aumento del reddito in termini reali, si è riflesso nell'aumento dei prezzi.

Per conseguenza, non sembra possa dubitarsi che se l'espansione creditizia fosse stata più ampia, le imprese premute dai maggiori costi sarebbero riuscite a trasferirne sui prezzi una quota più elevata e il più alto livello dei prezzi avrebbe a sua volta attirato più merci dall'estero, l'aumento della domanda globale essendo provocato anche dal funzionamento dei meccanismi di scala mobile. Non è possibile dunque continuare a servirsi di quei meccanismi per conservare il valore reale dei salari e desiderare nello stesso tempo una politica creditizia facile, perché una simile politica non farebbe altro che esaltare l'aumento dei prezzi.

La diversità del ritmo di espansione degli impieghi e dei depositi si è manifestata con differente intensità nei vari comparti del sistema bancario. Se tuttavia la situazione delle aziende di credito presso le quali si verifica un rapporto tra gli impieghi e i depositi più elevato di quello medio viene esaminata confrontando gli impieghi con la totalità dei mezzi di provvista, la liquidità di queste aziende appare in generale conforme alle regole di una condotta bancaria equilibrata. Le aziende di credito presso le quali si verifica un rapporto tra gli impieghi e i depositi più basso di quello medio mantengono una parte della liquidità presso altre aziende di credito – di solito quelle di dimensioni maggiori – o presso i propri istituti centrali di categoria. Quanto più esse espandono gli impieghi, tanto più attingono alla liquidità depositata presso altre aziende; conseguentemente, la liquidità di queste ultime diminuisce e si accresce la loro pressione sull'istituto di emissione per richieste di sconto.

Presso le aziende di credito di maggiori dimensioni che sono quelle nelle quali si concentra gran parte della tesoreria del sistema bancario, la provvista di fondi non costituita da depositi del pubblico è aumentata. Tale provvista è formata dai depositi interbancari, dai depositi dell'estero, dal ricorso alla Banca d'Italia; essa ammontava al 31 dicembre 1963 a 1.942 miliardi. Poiché la Banca d'Italia ha invitato le aziende di credito a limitare gli impieghi in valuta estera finanziati con valute ricevute in deposito da banche dell'estero, e poiché la clientela ha manifestato la tendenza a sostituire finanziamenti in valuta estera con finanziamenti in lire, alcune aziende, da un lato hanno aumentato la richiesta di depositi di altre aziende di credito, dall'altro hanno

intensificato il ricorso alla Banca d'Italia. Nel 1963, il ricorso delle aziende di credito di maggiori dimensioni è stato di 272 miliardi su un ricorso totale di 431, pari al 63 per cento.

I saggi di interesse sui depositi interbancari, sui depositi dell'estero e sulle operazioni con la Banca d'Italia sono di altezze diverse; ne segue che la diversa proporzione nella quale intervengono tali forme di provvista presso questa o quell'azienda crea situazioni di disparità. D'altra parte, il ricorso delle aziende all'istituto di emissione è da questo amministrato con riferimento prevalente alla situazione di liquidità delle singole aziende. La diversa misura nella quale esso si attua presso questa o quell'azienda crea differenze nel costo medio della provvista. Aggiungasi che il livello dei saggi di interesse sui conti interbancari, più basso di quello sui depositi dell'estero, accresce la tendenza all'accaparramento di quei fondi, ostacolando l'attuazione della politica intesa a mantenere i saggi di interesse sui conti interbancari allineati con quelli dei buoni ordinari del tesoro. Sembra pertanto necessario che la politica monetaria si sforzi di uniformare le condizioni alle quali si scambiano i fondi del mercato monetario interno e internazionale, eliminando o almeno riducendo le cause di disparità di condizioni delle singole aziende di credito.

Un ulteriore ostacolo che si oppone ad un governo efficace della liquidità risiede nell'entità dei fondi degli enti pubblici, i quali, obbedendo si direbbe ad una propensione deambulatoria, vengono spostati dai conti presso il Tesoro alle aziende di credito, o viceversa, e dall'una all'altra azienda di credito. Quando i movimenti con il Tesoro avvengono con la partecipazione attiva di quest'ultimo, la stretta collaborazione fra Tesoro e Banca d'Italia elimina il pericolo di distorsioni nel processo di creazione di liquidità. Non così quando l'iniziativa è degli enti che detengono i fondi. Prelievi presso una azienda di credito e versamenti presso un'altra di somme ingenti in periodi nei quali la liquidità del sistema in generale è limitata, possono provocare la conseguenza di costringere l'istituto di emissione a ricostituire la liquidità dell'azienda di credito presso la quale avvengono i prelevamenti, senza poter impedire l'allargamento di quella dell'azienda alla quale i fondi affluiscono.

Nell'attuale congiuntura è stato opportuno rinnovare l'accordo interbancario, senza apportare modifiche che alterassero i rapporti esistenti tra i saggi di interesse che

possono essere corrisposti sulle diverse categorie di conti. Infatti, le categorie di conti nei quali affluiscono le disponibilità monetarie sono distribuite disugualmente fra i vari comparti del sistema bancario, per modo che variazioni relative dei saggi di interesse, alterando la ripartizione delle disponibilità monetarie fra le varie categorie di conti, possono modificare la distribuzione di esse fra le aziende di credito, con effetti simili a quelli sopra descritti sul ricorso complessivo del sistema all'istituto di emissione.

Nel 1962 l'aumento degli impieghi del sistema bancario è stato di 1.995 miliardi; l'aumento di quelli costituiti da crediti alle grandi imprese è stato di 475 miliardi; cioè i nuovi crediti a queste imprese hanno rappresentato il 24 per cento del totale. Nel 1963 il totale dei crediti concessi dal sistema bancario è stato di 2.268 miliardi; quelli alle grandi imprese sono ammontati a 369 miliardi, pari al 16 per cento del totale dei nuovi crediti. I crediti agli enti pubblici sono stati rispettivamente di 198 e 130 miliardi. I crediti alle imprese medie e piccole nel 1962 sono aumentati di 1.322 miliardi; nel 1963 di 1.769 miliardi. Essi hanno rappresentato rispettivamente il 66 e il 78 per cento dell'aumento dei crediti. Queste cifre comprovano eloquentemente che un volume di crediti fortemente accresciuto nel 1963 rispetto al 1962 si è diretto verso le imprese piccole e medie; non verso le grandi. Ciò in conformità ai suggerimenti spesso rivolti dall'istituto di emissione alle aziende di credito.

GLI ISTITUTI SPECIALI; IL MERCATO FINANZIARIO; LA DISTRIBUZIONE PER SETTORI DELLE RISORSE FINANZIARIE

Come nell'ambito delle aziende di credito, così in quello degli istituti speciali di credito mobiliare si è avuta un'accresciuta partecipazione delle imprese medie e piccole all'aumento dei crediti concessi nel periodo. Nel 1962 l'aumento dei crediti mobiliari era stato di 673 miliardi di lire, di cui 286 affluirono alle imprese piccole e medie; nel 1963 è stato di 623 miliardi, di cui 313 a favore delle imprese piccole e medie; la partecipazione di questa categoria all'aumento dei crediti è passata dal 42 al 50 per cento. L'aumento dei crediti alle imprese con partecipazione statale nel 1962 era stato di 215 miliardi, nel 1963 è stato di 132; l'aumento dei crediti alle grandi imprese non a partecipazione statale è stato rispettivamente di 90 e di 77 miliardi.

I crediti alle medie e piccole industrie, ai sensi della legge 623, nel 1962 sono ammontati a 160 miliardi, nel 1963 a 133; quelli per l'industrializzazione del Mezzogiorno, ai sensi delle leggi 634 e 1462, sono stati rispettivamente 41 e 75 miliardi. Ciò comprova che ha avuto esecuzione la politica intesa a concentrare una maggiore quota di crediti agevolati nell'area di competenza territoriale della Cassa del Mezzogiorno.

L'insieme dei crediti erogati dagli istituti speciali di credito mobiliare ed immobiliare, comprese le operazioni per conto del Tesoro, è stato nel 1962 di 1.310 e nel 1963 di 1.178 miliardi. Nel 1962 le aziende di credito hanno apportato 520 miliardi e, nel 1963, 391 miliardi, pari rispettivamente al 49 e al 32 per cento della provvista destinata alla ordinaria attività di finanziamento. La punta massima degli apporti delle aziende di credito a questa categoria di istituti si era verificata nel terzo trimestre del 1962, quando aveva raggiunto il 56 per cento della provvista, per scendere al 51 nel quarto. Nei corrispondenti trimestri del 1963 gli apporti sono stati, rispettivamente, del 40 e del 25 per cento. Ciò in conformità di una direttiva della quale demmo notizia nella precedente Assemblea: quando avvertimmo che non sarebbe stato possibile che alle occorrenze di credito per finanziare gli investimenti si facesse fronte, anziché con risparmio, con creazione di liquidità.

Il contenimento delle emissioni obbligazionarie degli istituti speciali di credito nei limiti anzidetti ha provocato la conseguenza che presso gli istituti di credito mobiliare si sono accumulati impegni di finanziamento di importo ingente: al 31 dicembre 1963 il totale degli impegni ascendeva a 1.049 miliardi, dei quali 604 concernevano le imprese medie e piccole, 264 le imprese grandi, private e a partecipazione statale, e il residuo gli enti pubblici. Le domande di finanziamento presentate e in attesa di delibera ammontavano a 928 miliardi; 6.080 di esse, per un ammontare di 698 miliardi, concernevano le imprese medie e piccole.

I collocamenti netti di valori mobiliari sono scesi da 1.642 miliardi nel 1962 a 1.340 nel 1963, cifra quest'ultima di poco superiore a quella degli anni 1960 e 1961. I collocamenti presso il pubblico, cioè presso investitori diversi dalle aziende di credito e da enti che detengono le proprie disponibilità in Tesoreria, dopo aver superato i 1.000 miliardi negli anni 1960 e 1961, si sono ancora mantenuti a 971 miliardi nel 1962, per

poi discendere a 677 nell'anno più recente. I collocamenti di titoli azionari sono stati di 608 miliardi nel 1962 e di 267 nel 1963.

In altri termini:

- a) la crisi del mercato finanziario verificatasi nel secondo semestre 1962 ha pienamente manifestato i suoi effetti nel 1963; in questo anno i collocamenti di titoli azionari sono stati quasi la metà di quelli effettuati nell'anno precedente. Ciò è accaduto non perché le domande di emissioni di titoli azionari non siano state accolte, ma perché non sono state presentate, o perché in qualche caso gli stessi richiedenti hanno manifestato perplessità sulla possibilità di effettuare collocamenti sul mercato;
- b) quote considerevoli di titoli obbligazionari nel 1962 e nel 1963 non sono state collocate presso il pubblico, sì invece presso le aziende di credito ed enti che detengono in Tesoreria le loro disponibilità. Mentre tali quote nel 1960 e 1961 sono state rispettivamente il 28 e il 30 per cento del totale dei collocamenti netti, nel 1962 e 1963 sono state il 65 e il 62 per cento del totale. Il sostegno del Tesoro al mercato è stato nell'ultimo anno di 537 miliardi;
- c) sebbene le emissioni obbligazionarie siano state contenute rispetto a quelle richieste e siano state sottoscritte in parte dalle aziende di credito, e nonostante il sostegno fornito dal Tesoro al mercato, gli indici dei corsi delle obbligazioni degli istituti di credito mobiliare hanno presentato una flessione, passando da 117,8 nel dicembre 1962 a 107,3 nel dicembre 1963 e inversamente i rendimenti sono saliti da 6,02 a 6,61.

Nel corso della Relazione presentata nel 1962 esaminammo ampiamente i problemi connessi con le dimensioni del mercato finanziario in Italia, anche comparativamente ad altri paesi, concludendo che non sarebbe stato immaginabile che la dilatazione del mercato seguitasse ad aver luogo nelle proporzioni nelle quali essa si era fino allora verificata. Nella scorsa Relazione avvertimmo della impossibilità di un ripetersi di quanto era accaduto nel 1962, non senza rilevare che il mutamento della composizione qualitativa dei titoli trattati nel mercato non avrebbe mancato di ripercuotersi sulla sua efficienza.

Gli eventi successivi hanno confermato che l'offerta di obbligazioni eccede le dimensioni compatibili con l'esigenza di astenersi dal forzarne il collocamento con mezzi inflazionistici. Negli anni dal 1956 al 1962, escluso il 1959, la provvista di mezzi effettuata nel mercato dei valori mobiliari con emissioni azionarie è stata costantemente superiore al 30 per cento del totale delle emissioni. Nel 1963 questo rapporto è sceso al 20 per cento.

Appare quindi evidente che il finanziamento degli investimenti senza ricorso a mezzi inflazionistici risulterà facilitato se si contribuirà a ristabilire fra le diverse categorie di valori mobiliari proporzioni meglio rispondenti alle propensioni degli investitori. Occorre suscitare l'interessamento delle diverse categorie di investitori, eventualmente con la inclusione di nuovi investitori istituzionali. All'uopo sembrano necessarie due condizioni:

- a) condurre una politica economica che offra alle imprese ragionevoli prospettive di equilibrio fra costi e ricavi, senza escludere che il mutare delle condizioni della congiuntura economica si rifletta sull'elemento residuale costituito dal profitto. Nonostante le imperfezioni del nostro mercato borsistico, in periodo lungo le oscillazioni dei corsi azionari assolvono sostanzialmente all'ufficio di misurare le prospettive di profitto;
- b) inserire elementi stabilizzatori del mercato, quali ad esempio i fondi comuni di investimento. Ciò potrebbe essere fatto senza attendere la riforma della legislazione sulle società per azioni, con provvedimenti di natura tributaria che escludano o limitino l'applicabilità delle norme della legge 29 dicembre 1962 n. 1745 nei riguardi degli utili sulle azioni percepiti da fondi comuni di investimento e stabiliscano che le plusvalenze derivanti dal realizzo dei titoli compresi nei fondi comuni non costituiscono reddito ai fini dell'applicazione delle imposte dirette.

L'ampliamento della facoltà degli investitori istituzionali, quali gli istituti assicurativi e previdenziali, di acquistare azioni, nonché l'istituzione di fondi comuni di investimento o eventualmente di fondi amministrati da lavoratori, esigono che sia le leggi autorizzative sia i regolamenti emanati dal governo disciplinino adeguatamente il frazionamento degli investimenti, escludano comunque le partecipazioni di controllo e

garantiscano sufficiente pubblicità affinché gli interessati possano esercitare la necessaria vigilanza. Aggiungasi che la facoltà di comprendere anche le azioni estere nei fondi comuni consentirà di offrire ai sottoscrittori un titolo composito contenente nel suo interno un ulteriore elemento di stabilizzazione dei corsi.

Nonostante i successi che si possono conseguire con la politica diretta a restituire al mercato azionario una maggiore partecipazione al finanziamento delle imprese, l'offerta di titoli obbligazionari resta sempre considerevole. Ciò in conseguenza delle maggiori dimensioni assunte dai programmi di investimenti pubblici finanziati con il ricavo di emissioni obbligazionarie e della espansione dell'area di gestione pubblicistica di attività economiche conseguente alla nazionalizzazione della industria elettrica. Al 31 marzo, le emissioni obbligazionarie occorrenti per finanziare programmi di investimento stabiliti con leggi e quelle richieste dall'ENEL, dall'ENI e dall'IRI per il 1964 ammontavano a 1.120 miliardi.

Ad esse sarebbero da aggiungere quelle degli istituti speciali ai quali il settore in questione dovrebbe attingere mezzi, nonché il credito a breve termine. Il totale ammonterebbe a 1.640 miliardi. Sono ancora da aggiungere le occorrenze degli istituti speciali di credito mobiliare per finanziare almeno parzialmente le domande del settore privato, nonché le occorrenze degli istituti di credito fondiario. Si verrebbe, cioè, ad un complesso che eccede largamente le possibilità di assorbimento del mercato.

In queste condizioni appare inderogabile che il governo stabilisca ordini prioritari conformi al programma economico, subordinando i tempi di esecuzione alla esigenza del mantenimento dell'equilibrio monetario. Costituisce motivo di soddisfazione il constatare che esso ha iniziato l'esame meditato dei progetti di investimenti settoriali allo scopo di coordinarli opportunamente. Una volta che le decisioni attraverso le quali si concreta l'indirizzo programmatico dell'economia saranno state adottate dal governo, l'istituto di emissione collaborerà a distribuire nel tempo le autorizzazioni al collocamento dei titoli nel mercato in maniera da contribuire nel periodo breve a circoscrivere l'ampiezza delle oscillazioni dei corsi.

Ma l'istituto di emissione non può supplire alla mancata formazione di risparmio con la creazione aggiuntiva di mezzi di pagamento, oltre il limite corrispondente al mantenimento della stabilità dei prezzi e al ripristino dell'equilibrio della bilancia dei

pagamenti; né può forzare collocamenti di titoli obbligazionari presso aziende di credito, costringendole in tal modo a restringere il credito alle imprese. Si consideri in proposito che la quota dei titoli a reddito fisso in portafoglio delle aziende di credito rispetto ai depositi delle stesse ascende al 15,6 per cento.

Entro i limiti del controllo globale della creazione di liquidità, l'istituto di emissione può contribuire ad orientarla in questa o in quella direzione considerando gli effetti immediati che ne deriverebbero, come abbiamo avuto occasione di ricordare. All'uopo sono stati effettuati acquisti di titoli di stato affinché gli enti cessionari destinassero il ricavo di queste operazioni alla sottoscrizione di cartelle fondiari. Ciò è stato fatto in considerazione della speciale importanza dei mutui fondiari nel finanziamento dell'edilizia in alcune grandi città.

Il mercato finanziario nel suo complesso, direttamente attraverso il collocamento di valori mobiliari e indirettamente attraverso le operazioni degli istituti speciali, ha fornito 1.940 miliardi nel 1962 e 1.608 nel 1963. Il complesso dei capitali così raccolti è affluito rispettivamente nella misura del 19 e del 22 per cento al finanziamento dell'edilizia; nella misura del 5 e del 6 al finanziamento delle opere pubbliche. Del residuo una quota importante si è concentrata nel finanziamento dell'industria manifatturiera e massimamente della metallurgia, della meccanica e della chimica, settori che hanno assorbito in entrambi gli anni il 29 per cento dei mezzi.

Nel 1963 la partecipazione della metallurgia è aumentata in connessione con le occorrenze relative al completamento degli impianti siderurgici in corso di allestimento.

L'azione di accompagnamento svolta dal credito bancario si è manifestata in una distribuzione dei mezzi complementare a quella dianzi descritta: il credito all'edilizia è diminuito dal 14 all'11 per cento; è invece aumentato quello alle industrie manifatturiere e in special modo quello alla metallurgia, alla meccanica e alla chimica, passato dal 25 al 28 per cento. È diminuita dal 7 allo 0,5 per cento la partecipazione degli oli minerali in dipendenza del credito concesso alle imprese petrolifere sotto forma di dilazione di pagamento dell'imposta di fabbricazione ammontante a 122 miliardi di lire; il totale dei crediti concessi dalle aziende di credito a questo settore nel 1962 era stato di 139 miliardi.

La diminuita formazione di risparmio da parte delle imprese in una situazione di prezzi non crescenti in proporzione degli aumentati costi di produzione, anche in presenza della concorrenza internazionale, accresce il ricorso delle imprese stesse alle fonti esterne di finanziamento, cioè al mercato monetario e al mercato finanziario.

Si genera così un contrasto tra la domanda e l'offerta di capitali che caratterizza quella che viene denominata la stretta creditizia, la quale, come i dati statistici ampiamente comprovano, non è stata determinata in Italia in questi due ultimi anni e nei mesi più recenti da una offerta di credito bancario ridotta in assoluto o aumentata soltanto nella stessa proporzione nella quale è aumentato il reddito reale del Paese, bensì da un aumento della domanda che ha largamente ecceduto l'offerta.

In questa condizione di cose e risultando evidente, dato il rialzo dei prezzi e il crescente disavanzo della bilancia dei pagamenti, l'inopportunità di immettere nel mercato quote aggiuntive di liquidità ancora più elevate di quelle che pur vi si sono dovute immettere per evitare gravi arresti nel sistema produttivo, molte voci si sono levate per invocare una condotta del credito bancario più selettiva di quanto in realtà essa non sia.

Ovviamente non ci riferiamo alle opinioni delle singole imprese che domandavano una maggiore assistenza da parte del mercato finanziario o del sistema bancario; è chiaro infatti che per ciascuna di esse la propria domanda ha tutte le caratteristiche per essere accolta con assoluta priorità. Ma ci riferiamo ad una opinione diffusa anche fra studiosi che un sollievo notevole a quella che si denomina la stretta creditizia possa derivare da una più penetrante pratica di selezione del credito bancario.

Il problema di individuare entro quali limiti occorra integrare il controllo selettivo sul credito a medio e lungo termine amministrato dagli istituti speciali di credito, che attualmente viene esercitato dalle autorità monetarie al momento delle autorizzazioni ad effettuare emissioni obbligazionarie da parte di quegli istituti, nonché di integrare il controllo selettivo sulla provvista di capitali effettuata mediante emissioni di valori mobiliari, notoriamente assoggettate al regime dell'autorizzazione amministrativa, con una pratica più selettiva del credito a breve termine erogato dalle aziende di credito, è dunque di non lieve momento e su di esso non sembra inopportuno soffermarsi alquanto in questa sede.

Nel decennio 1950-1959, l'espansione degli impieghi delle aziende di credito è stata pari a circa un sesto del volume degli investimenti lordi realizzati dal Paese nello stesso periodo; negli anni dal 1960 al 1963 la proporzione è salita ad un terzo. Ma gli impieghi bancari sono in parte destinati a finanziare il settore pubblico e i consumi del settore famiglie; inoltre essi corrispondono in parte a depositi affluiti al sistema bancario dalle stesse imprese. L'apporto netto del canale bancario, tra quelli che arrecano al settore delle imprese mezzi destinabili al finanziamento degli investimenti, è dunque di un ordine di grandezza assai inferiore alla cifra degli impieghi bancari.

Si aggiunga, nei confronti del peso che le decisioni finanziarie assumono nell'orientare le attività di investimento, che una lira attinta alle aziende di credito conta meno di una lira attinta all'autofinanziamento o al mercato finanziario, perché il vaglio più approfondito delle prospettive di profitto viene compiuto dalle imprese investitrici e dagli istituti speciali di credito quando assumono le decisioni relative al finanziamento dei nuovi impianti con fondi che, in un ordinato assetto di mercato, devono essere in parte di proprietà dell'impresa, in parte attinti al credito a lungo termine. Il credito bancario a breve interverrà in funzione integrativa, di accompagnamento o di anticipazione, quando quella base finanziaria stabile sia assicurata o acquisibile.

L'esigenza di un controllo qualitativo del credito bancario in funzione di orientamento degli investimenti si può dunque razionalmente porre, nel pur sempre limitato ambito in cui esso interviene, soltanto quando l'azione condizionante dei pubblici poteri sia stata prioritariamente applicata al finanziamento a lungo termine, e quando emerga, ciò nonostante, una distribuzione di investimenti non soddisfacente.

In proposito conviene ricordare che, nel volume complessivo degli investimenti lordi del Paese, un quarto circa è compiuto dagli enti pubblici in qualità di investitori o è deciso da essi in qualità di finanziatori; da questa proporzione restando esclusi gli investimenti degli enti di produzione e delle società con partecipazione statale, nonché gli investimenti privati incentivati dai pubblici poteri.

Conviene ricordare ancora che nell'ultimo quadriennio il ricorso degli investitori privati al mercato finanziario, sia diretto sia attraverso gli istituti speciali di credito, ha concorso per circa un quarto al finanziamento degli investimenti complessivi e per quasi un terzo a quello dei soli investimenti privati, e che tale ricorso è subordinato al

consenso delle autorità monetarie, che lo accordano secondo le direttive fissate dal Comitato interministeriale per il credito.

Quando rileviamo che una parte notevole delle decisioni di investimento è assunta direttamente dai pubblici poteri e che un'altra parte importante è governata dai criteri stabiliti da un Comitato di ministri nell'esercizio dei suoi poteri di legge, restiamo sul terreno delle constatazioni circa l'operare degli organi di governo in un assetto legislativo che si traduce in risultati statisticamente accertati.

Ma nell'orientare gli investimenti esplica i suoi effetti anche l'azione condizionante dello Stato sull'autofinanziamento, che non sappiamo apprezzare quantitativamente, anche se sappiamo che, in una economia mista come la nostra, essa deve articolarsi in un'azione indiretta, di cornice, sulle condizioni della concorrenza; in una azione fiscale; infine, come in altra parte auspichiamo, in una politica dei redditi. Non compete a noi di suggerire a quale saggio od a quale distribuzione di profitti tale azione complessiva debba tendere. Ci proponiamo soltanto di prendere coscienza del quadro entro cui vengono a collocarsi le decisioni delle aziende di credito nell'erogazione dei finanziamenti, e di concorrere alla definizione di quel quadro lungo linee che assegnino alle aziende di credito criteri operativi non contraddittori.

A questo limitato fine, osserviamo dunque che tra gli obiettivi intermedi della politica economica di uno Stato moderno si pongono quello di realizzare, nell'insieme del sistema produttivo, un grado di concorrenza giudicato ottimo al fine di conciliare la giustizia sociale con lo sviluppo del reddito; quello di adattare con l'azione fiscale, ossia con le imposte, con le esenzioni e con i contributi, la situazione generale di concorrenza a fini particolari, localmente prevalenti, di protezione di certi assetti sociali, di incentivazione all'iniziativa in certe regioni o all'accumulazione in certe classi; infine, quello di regolare il volume della domanda monetaria complessiva e delle sue grandi componenti attraverso la politica dei redditi. Nella misura in cui vengono posti in atto con successo assetti appropriati a questi obiettivi intermedi, si dovranno accettare i risultati che ne discendono, se non si vogliono creare conflitti interni allo stesso sistema degli interventi. In altri termini, si dovrà accettare quella certa struttura della domanda che emergerà dagli interventi fondamentali, e a questo punto non avverrà che gli obiettivi ultimi della azione statale siano frustrati se si lascerà che l'apparato

produttivo assuma la conformazione atta a soddisfare quella domanda, e che il meccanismo del credito bancario lo accompagni e lo condizioni in tale processo secondo i suoi normali principi operativi fondati sull'apprezzamento della qualità del rischio assunto, in termini di prospettive di profitto della impresa e di garanzie reali e personali offerte dal cliente.

Occorre altresì considerare che, anche se possibili, ulteriori selezionamenti nei rispetti del credito bancario rischierebbero di sconfinare nell'arbitrio di fronte alla complessità e alla varietà del settore delle medie e piccole imprese che si appoggiano al credito bancario e soprattutto di fronte all'esistenza di numerose medie e piccole aziende di credito ad azione territorialmente ristretta le quali, in presenza di disposizioni intese ad imporre scelte di settori di attività considerati dall'alto prioritari, potrebbero addirittura risultarne paralizzate nell'azione concreta o potrebbero essere costrette ad una concentrazione di rischi in contrasto con la efficiente difesa del ceto dei depositanti che esse devono tutelare.

Per le considerazioni ora svolte riteniamo che, nella strategia economica di uno Stato moderno, il controllo qualitativo del credito bancario debba classificarsi tra i dispositivi di riserva e che esso debba essere usato moderatamente in talune situazioni congiunturali, piuttosto che costituire una componente permanente della politica del credito. Si danno in effetti fasi congiunturali nelle quali talune applicazioni del credito devono essere postergate alle altre e, nell'azione complessiva di controllo e di indirizzo esercitata dall'istituto di emissione, volta a volta lo sono state e potranno tornare ad esserlo. Ma come l'esperienza di questi ultimi tempi nuovamente dimostra, le situazioni congiunturali mutano con rapida successione nel tempo, per modo che ogni azione di indirizzo dei flussi del credito deve essere sorvegliata e flessibile, e comporta una tale somma di effetti generali e specifici di opposto senso e di incerta valutazione, da far ritenere che i molteplici aggiustamenti richiesti dall'evolversi delle situazioni congiunturali debbano in gran parte essere lasciati ai processi di mercato, entro la cornice fissata dalla regolazione del volume della liquidità, piuttosto che assunti nella sfera di responsabilità degli organi di direzione monetaria.

ALCUNI PROBLEMI DEL MOMENTO PRESENTE

L'esperienza delle relazioni monetarie fra l'Italia e gli Stati Uniti ha dimostrato che gli accordi di credito reciproco e le emissioni in valuta estera da parte del Tesoro degli Stati Uniti sono procedure realistiche, suscettibili di fruttuose evoluzioni, atte a contribuire con la necessaria elasticità al soddisfacimento di un eventuale accrescimento del fabbisogno di liquidità e di crediti nel mondo. Prontamente reversibili in caso di rapido mutamento nei flussi di fondi e nelle posizioni rispettive di bilancia dei pagamenti, come ha ampiamente dimostrato l'esperienza del mese di marzo, questi accordi servono validamente gli interessi di entrambe le parti contraenti e non soltanto di una di esse; pertanto, sono meritevoli di diventare, più di talune formule astratte recentemente suggerite, una caratteristica permanente del sistema monetario internazionale. L'esperienza sopra ricordata e gli studi condotti nel quadro del «gruppo dei dieci» ci hanno rafforzato nel convincimento che questo sistema è sufficientemente solido ed elastico per far fronte, sia pure con taluni adattamenti, alle prevedibili esigenze dei prossimi anni e che eventuali innovazioni, anche se pienamente coerenti sul piano logico, sono accettabili soltanto alla condizione che vengano convalidate da un lungo periodo di libera acclimatazione.

Pienamente consenzienti ci trovano gli sforzi rivolti ad accelerare il processo di coordinazione delle politiche di bilancio e monetarie, nell'intento di correggere rapidamente gli insorgenti squilibri nei pagamenti internazionali o di evitarne la formazione.

La progressiva intensificazione della collaborazione in sede OCSE e le recenti decisioni del Consiglio dei ministri della Comunità economica europea, tendenti a subordinare a consultazioni sistematiche le più importanti decisioni di politica monetaria interna ed estera, sono un passo avanti nella giusta direzione.

Sempre in sede di collaborazione comunitaria, il Consiglio dei ministri della CEE ha formulato nello scorso aprile una serie di raccomandazioni intese a ripristinare o a consolidare la stabilità dei prezzi e dei costi di produzione negli Stati membri, questo obiettivo dovendo essere considerato prioritario rispetto agli altri nell'attuale fase della congiuntura. All'Italia è stato in particolare raccomandato di ripartire

l'aumento delle imposte in maniera da rallentare l'espansione dei consumi privati e influire il meno possibile sugli investimenti delle imprese; di completare il programma di misure antinflazionistiche già adottate, destinate a stabilizzare rapidamente i prezzi e i costi interni e a migliorare la posizione concorrenziale e la bilancia dei pagamenti; nonché, su un piano più generale, di perseguire, per mezzo di misure fiscali, una politica volta a moderare lo sviluppo della domanda privata, di continuare la politica di contenimento dell'espansione del credito e di porre in opera una politica equilibrata dei redditi che garantisca per quanto possibile un parallelismo fra l'espansione del reddito nominale e di quello reale.

Inoltre, in pieno accordo con le autorità italiane e in uno spirito di costruttiva collaborazione, gli organi della Comunità economica europea procedono all'esame della nostra situazione economica nel quadro dell'art. 108 del Trattato. In tale sede, come è emerso dalle discussioni, essi saranno condotti a formulare in termini più precisi le anzidette raccomandazioni e ad aggiungere quelle altre che l'evoluzione della situazione dovesse loro ispirare in materia di politica commerciale, di finanze pubbliche, di politica del credito e, infine, di modalità di avviamento di una politica dei redditi.

L'opera di risanamento in corso nel nostro paese, perseguita attraverso l'adozione di un complesso di misure che vanno nella direzione indicata dalle raccomandazioni anzidette e che le hanno talvolta anticipate, viene attentamente seguita non soltanto dagli organi comunitari ma anche dalle altre organizzazioni internazionali cui l'Italia partecipa, perché il suo successo rappresenta ormai un problema di interesse comune. Invero, l'evoluzione dei rapporti economici internazionali restringe il grado di autonomia dei paesi nella formulazione e nel perseguimento delle loro politiche economiche, ma diminuisce anche il margine dei possibili errori. Ne consegue che, in avvenire molto più che in passato, dovremo essere pronti ad affrontare nelle diverse sedi internazionali una costante critica costruttiva di ogni nostra azione o inazione e a rendere conto di ogni ritardo nella adozione di eventuali misure correttive di squilibri interni ed esterni. Ed è giusto che sia così, perché, in regime di cambi fissi e di frontiere economiche aperte, gli anzidetti squilibri tendono a propagarsi rapidamente alle altre economie, senza che queste abbiano ampie possibilità di difesa.

La ricostituzione di relazioni tra grandezze reali e grandezze monetarie corrispondenti a quelle necessarie per eliminare le tensioni determinatesi nel nostro sistema economico e ricondurlo verso una equilibrata espansione è problema del quale solo l'azione congiunta degli organi dello Stato, dei ceti imprenditoriali e dei sindacati può assicurare la soluzione. Dei complessi aspetti di questo problema abbiamo considerato soltanto quelli che attengono alla creazione dei mezzi monetari, in rapporto al processo di espansione del reddito. La delimitazione risponde all'ambito delle nostre responsabilità e non a un minor peso dei molti altri aspetti sui quali non ci siamo soffermati. Nell'intento di sottoporre a verifica le conclusioni della nostra analisi, abbiamo compiuto una indagine sulle esperienze di un gran numero di paesi circa l'andamento comparato dei salari, della produzione, della liquidità e dei prezzi.

L'indagine ha riguardato i paesi del Mercato comune, i paesi scandinavi, l'Austria, gli Stati Uniti, il Regno Unito, il Canada, il Giappone, l'Argentina. Per ognuno di questi paesi sono stati calcolati due rapporti tra indici, le cui variazioni nel tempo agevolano l'interpretazione della dinamica comparata dei fenomeni considerati. Le variazioni del primo rapporto – istituito tra l'indice dei salari e l'indice della produzione – possono essere assunte, con le qualificazioni precisate nella parte della Relazione nella quale sono specificati i criteri seguiti nell'indagine, come indicative delle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto nelle diverse fasi congiunturali. Le variazioni del secondo rapporto – posto tra l'indice della liquidità primaria e l'indice dei salari – consentono, congiuntamente alle variazioni del primo, di orientarsi sul significato delle variazioni della liquidità, nel senso cioè che esse siano o meno da collegare a variazioni dei costi.

In sintesi, i risultati dell'indagine pongono in evidenza che le fasi di espansione economica in regime di prezzi sostanzialmente stabili hanno coinciso con costi del lavoro per unità di prodotto stabili o decrescenti, cioè con una situazione in cui la regolazione del sistema economico mediante la politica monetaria e creditizia poteva essere effettuata in vista delle esigenze dello sviluppo della produzione e degli scambi, senza che tale manovra fosse limitata dai vincoli posti da un processo di inflazione dei costi. In presenza, invece, di una fase di ascesa dei costi per unità di prodotto, il ritmo della produzione è stato talvolta e per qualche tempo mantenuto solo mediante un

incremento della liquidità del sistema economico che rendesse possibile l'aumento dei prezzi; a più lungo andare, per altro, l'uso inevitabile di una politica monetaria più restrittiva ha consentito di ristabilire l'equilibrio solo attraverso un periodo di rallentamento dello sviluppo produttivo.

In Italia negli anni 1962-63 l'aumento della liquidità della economia, in presenza di un considerevole rialzo del costo del lavoro per unità di prodotto, ha ricostituito solo parzialmente la liquidità delle imprese attraverso l'aumento dei prezzi, essendosi associato col disavanzo della bilancia dei pagamenti, e non ha potuto evitare il rallentamento dello sviluppo.

Da queste constatazioni si deduce che sarebbe stato e continuerebbe ad essere erroneo ritenere di promuovere la ricostituzione delle condizioni di equilibrio nelle quali le imprese possono aumentare la produzione, mediante una espansione creditizia di dimensioni maggiori rispetto a quelle in atto, perché la conseguenza sarebbe un maggiore aumento dei prezzi, e, quando esso avesse spinto i prezzi interni al disopra del livello di quelli esterni, l'effetto ultimo sarebbe l'aggravamento del disavanzo della bilancia dei pagamenti e l'abbassamento dell'occupazione. In queste condizioni appare inderogabile accettare politiche che abbiano l'effetto di promuovere la stabilizzazione dei costi di lavoro per unità di prodotto. Ciò può ottenersi prorogando contratti di lavoro di prossima scadenza e attenuando la sensibilità della scala mobile, anche mediante l'allungamento degli intervalli fra un aggiustamento e l'altro.

In assenza di provvedimenti volti allo scopo di ristabilire quelle relazioni interne al sistema economico che condizionano il mantenimento dell'espansione, è stato ed è necessario fare assegnamento principalmente sul contenimento del processo di ampliamento della liquidità, per ricondurre lo sviluppo della domanda monetaria entro limiti collegati con la formazione di risorse reali all'interno. Ciò è stato fatto senza ignorare i pericoli insiti nell'operare di questo meccanismo di aggiustamento, i quali risiedono nella possibilità che l'azione di contenimento della domanda monetaria incida negativamente essa stessa sulla formazione delle risorse reali.

I pericoli sono tanto più gravi quanto più la struttura dei costi sia rigida e i margini di profitto siano ristretti. In tali condizioni un incipiente movimento al ribasso dei prezzi incontrerebbe subito la barriera dei costi consolidati e costringerebbe a questo

punto una parte delle imprese a ridurre le lavorazioni o a uscire dal mercato, cosicché l'aggiustamento successivo al livello voluto della domanda monetaria si farebbe dal lato dell'occupazione, ossia attraverso una riduzione non voluta del flusso reale del reddito.

Se passiamo ad esaminare le condizioni esistenti nella realtà economica italiana nel momento presente se ne possono dedurre conclusioni in apparenza contrastanti.

Molte considerazioni portano infatti a rappresentarci la barriera dei costi come rigida e prossima. La redistribuzione dei redditi a favore del lavoro dipendente avvenuta negli ultimi anni ha ridotto i margini di profitto delle imprese; i livelli salariali sono sanciti nei contratti collettivi di lavoro e l'area entro la quale i minimi contrattuali erano talvolta non rispettati si è ristretta. Gli oneri della previdenza sociale sulle imprese si sono aggravati. Il settore pubblico preleva imposte in parte riferite ai volumi di produzione e le condizioni delle imprese di pubblica utilità sono tali da rendere incompressibili le loro tariffe.

Ma altre considerazioni di opposto senso lasciano apparire che nella struttura dei costi sussistono non trascurabili coefficienti di flessibilità. Nelle aree di maggiore congestione industriale e nei settori dell'attività economica nei quali si sono manifestate tensioni congiunturali i salari di fatto, come abbiamo avuto occasione di ricordare, hanno avuto tendenza ad elevarsi più di quelli contrattuali. Il surriscaldamento ha fatto sorgere specialmente nell'edilizia piccole imprese di forniture e servizi in cui si formano redditi misti di capitale e di lavoro assai sensibili alle condizioni della domanda. Di questa medesima natura sono in buona parte i redditi che si formano nell'attività di intermediazione commerciale, nei trasporti e nell'agricoltura.

Un altro coefficiente di elasticità è rappresentato dalla larga integrazione dell'economia italiana in quella internazionale, in particolare europea, sia per l'alto volume di scambi di merci e servizi, sia per la stessa mobilità dei fattori di produzione e in particolare del lavoro. In una situazione di pieno impiego e di elevata congiuntura, quale è attualmente quella di parecchi tra i paesi a noi più strettamente legati, le possibilità di sostituzione della domanda estera a quella interna per le merci e i servizi di nostra produzione sono più ampie di quanto sia mai avvenuto in passato.

Tuttavia, soppesando i contrapposti elementi, quelli di rigidità e quelli di flessibilità, si trae la fondata presunzione che l'adattamento ad una riduzione assoluta della domanda monetaria avrebbe incidenze rilevanti sull'occupazione. Ma il problema italiano non è questo, bensì l'altro, più limitato, di realizzare un temporaneo rallentamento nel saggio di sviluppo della domanda. In altri termini, l'esigenza che a noi si pone non è quella di far scendere i prezzi fino alla barriera dei costi od oltre, bensì l'altra di non comunicare al sistema dei costi, attraverso gli oneri di lavoro ed i trasferimenti di reddito a carico dell'apparato produttivo, un moto di avanzamento verso ed oltre il livello dei prezzi in atto. Evitando questa spinta si riuscirà a salvaguardare la competitività internazionale della nostra economia senza grave pregiudizio per il livello di occupazione.

Uno sforzo di accertamento quantitativo compiuto nella parte della Relazione che si occupa del nostro interscambio con l'estero consente di affermare che l'erosione della nostra competitività verificatasi nell'ultimo biennio, pur non avendo annullato i vantaggi gradualmente conseguiti nel corso del decennio precedente, ha ricondotto il nostro paese ad una situazione grosso modo pari a quella esistente nel 1958. Nel frattempo, per altro, si sono verificati incrementi di reddito maggiori che all'estero e il rapporto tra l'accrescimento delle importazioni e quello del reddito è venuto via via elevandosi, specialmente nell'ultimo biennio nel quale l'incremento delle importazioni è stato inconsuetamente più rapido.

Alla necessità di eliminare questo fattore anomalo di gonfiamento del nostro disavanzo verso l'estero, si aggiunge pertanto l'esigenza di fondo di ampliare l'inserimento del nostro paese nel commercio internazionale, per poter continuare a realizzare incrementi di reddito maggiori di quelli di altri paesi che già dispongono di un più elevato reddito pro-capite. Nondimeno ciò non vorrà dire riportarsi su posizioni di competitività quali furono toccate negli anni nei quali la nostra bilancia dei pagamenti risultò sensibilmente eccedentaria. Basterà, nell'immediato futuro, ricondurre il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti entro limiti finanziabili con movimenti di capitali di carattere ordinario.

Il processo di formazione dei mezzi di pagamento, definiti come somma della circolazione dei biglietti di banca e dei conti correnti, nel primo trimestre di quest'anno

appare sotto controllo. In tale periodo, il loro aumento è stato del 4,4 per cento in ragione d'anno. Ammesso che nel 1964 l'aumento del prodotto nazionale lordo in termini reali risulti un poco minore di quello del 1963, ed anche ammesso che l'indice presenti qualche margine di incertezza inerente alla depurazione della stagionalità, ciò dimostrerebbe che il processo di formazione dei mezzi di pagamento è stato ricondotto in proporzioni corrispondenti al mantenimento di una relativa stabilità dei prezzi. La riduzione dello sviluppo dei mezzi di pagamento è stata ottenuta mediante il contenimento dell'aumento dei crediti concessi dal sistema bancario, che nel primo trimestre di quest'anno è stato del 6,4 per cento in ragione d'anno.

L'indice generale dei prezzi ingrosso, salito del 5,5 per cento nel 1963, ha presentato un incremento dello 0,3 per cento nel primo quadrimestre del corrente anno. Questo andamento è la risultante di una riduzione dei prezzi nel settore dei prodotti agricoli e di una attenuazione del rialzo dei prezzi degli altri prodotti, mantenutosi sul ritmo relativamente moderato degli ultimi mesi del 1963.

L'insieme delle partite correnti della bilancia dei pagamenti si è chiuso nello scorso anno con un disavanzo di 657 milioni di dollari, mentre ancora nel 1962 aveva presentato un avanzo di 276 milioni. I saldi trimestrali, depurati dalla stagionalità, dopo aver toccato un massimo positivo intorno ai 225 milioni di dollari alla fine del 1961, sono andati peggiorando, tanto che il saldo è diventato negativo per 275 milioni di dollari nel terzo trimestre del 1963, stabilizzandosi però su tale livello nel quarto trimestre.

Nel primo trimestre del corrente anno il saldo negativo delle partite correnti, depurato dalla stagionalità, sembra indicare qualche tendenza al miglioramento, per effetto di un incremento delle esportazioni di merci e servizi e di una stazionarietà delle importazioni.

Nel corso del mese di aprile il saldo dei pagamenti e delle riscossioni commerciali, che nell'aprile dello scorso anno aveva presentato un disavanzo di 221 milioni di dollari, ha presentato un disavanzo di 138 milioni. Le altre partite correnti hanno presentato una eccedenza attiva che ha compensato quella passiva delle partite commerciali. Anche i movimenti di capitali sono stati in equilibrio. Nel mese di maggio l'andamento della bilancia dei pagamenti globale sembra equilibrato; in special modo il

riacquisto di biglietti di banca è risultato pari a circa un decimo di quello del maggio dell'anno precedente.

Abbiamo l'obbligo di avvertire che commetteremmo un errore che provocherebbe conseguenze irreparabili se interpretassimo questi elementi come sintomo di un avvenuto mutamento di tendenza della nostra economia, anche perché le oscillazioni stagionali ed occasionali influenzano in così larga misura i dati mensili dei nostri conti con l'estero da limitarne fortemente il significato. Vi dobbiamo piuttosto scorgere la conferma della necessità di perseverare in una politica che non può non costringerci ad accettare sacrifici. Proprio perché l'esperienza attesta che le nostre difficoltà non sono incontrollabili, se dimostrassimo di essere incapaci di mantenerne il controllo assumeremmo responsabilità troppo gravi di fronte al Paese.

Anche quest'anno la cordiale collaborazione con gli istituti di credito ha facilitato l'assolvimento dei nostri compiti. Dal continuo contatto con un grande numero di voi abbiamo tratto il convincimento dell'impegno con il quale esplicate una funzione che in periodi ardui come quelli attuali non può non incontrare manifestazioni di impazienza.

Difficoltà analoghe a quelle del momento presente hanno contrassegnato l'ascesa di paesi che hanno già compiuto le trasformazioni in atto nel nostro. Le forze delle quali il Paese dispone sospingono lungo il cammino del progresso imprenditori e lavoratori che, pur nell'aperto dibattito proprio di un sistema basato sulla democrazia politica, sapranno congiungere gli sforzi perché non abbia soste l'elevazione civile del Paese.

Signori Partecipanti,

in occasione dell'Assemblea dello scorso anno avvertimmo che una politica del credito intesa a mantenere attivo il processo di formazione del capitale e dei nuovi posti di lavoro, anche quando fosse stata condizionata dall'accettazione di un parziale trasferimento sui prezzi degli aumenti dei costi, se avrebbe potuto essere proposta in una situazione di bilancia di pagamenti eccedentaria, male si sarebbe adattata a quei fini

in una situazione di bilancia di pagamenti deficitaria come l'attuale, perché il potere di acquisto addizionale verrebbe in larga parte captato dall'estero e, non agendo quindi da sostegno dell'equilibrio delle imprese, differirebbe soltanto il momento di decisioni che risulterebbero ancor più penose per l'economia nazionale.

Nell'assolvere alle nostre responsabilità, in questa nuova e complessa situazione siamo sorretti dalla fiducia che le forze sociali e politiche del paese vadano prendendo pienamente coscienza del problema, valutandone ad un tempo la gravità e la natura controllabile.

Nelle situazioni concrete che si verranno via via configurando, seguiranno a commisurare la creazione globale di liquidità all'esigenza di mantenere la stabilità dei prezzi ripristinando l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, nel rispetto dei tempi consentiti dalle riserve valutarie e dagli apporti dell'estero; e ci adopereremo nei limiti appropriati ai nostri ordinamenti per incanalare il credito secondo le preminenti esigenze congiunturali che condizionano il raggiungimento degli obiettivi fondamentali di politica economica che saranno indicati dalle competenti autorità di governo nell'intento ultimo di sostenere la formazione del reddito e l'occupazione complessiva.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1964

Signori Partecipanti,

durante la scorsa annata, l'andamento del lavoro svolto dai Servizi dell'amministrazione centrale e dalle Filiali nell'adempimento dei compiti di istituto si è differenziato sostanzialmente da quello del 1963 per effetto dell'evoluzione nella situazione esterna e nelle forme di intervento della Banca.

Mentre si è molto ridotto, infatti, il volume delle operazioni di sconto e anticipazione, si sono accresciute quelle di mercato finanziario connesse allo sviluppo del nostro portafoglio titoli.

La struttura assai frazionata del nostro sistema creditizio, in una congiuntura bancaria e produttiva non facile, ha moltiplicato le occasioni in cui la Vigilanza è stata chiamata ad intervenire, non soltanto intensificando le ispezioni – delle quali 58, su un totale di 147, disposte in via straordinaria – ma con l'instaurazione di numerose procedure di gestione straordinaria e di liquidazione coatta e con azioni dirette a promuovere rilievi e incorporazioni di aziende di credito in difficoltà.

Le officine della Banca hanno elevato la produzione ad oltre 200 milioni di biglietti, ossia ad un livello che assicura un soddisfacente ritmo di rinnovo dei biglietti in circolazione.

Di particolare rilievo è stato l'ulteriore sviluppo nell'attività del Centro elettronico: il numero dei fatti amministrativi elaborati presso il Centro si accresce in ragione di un 20 per cento all'anno, e la gamma delle elaborazioni si va estendendo, in particolare verso l'analisi dei dati statistici ai fini di controllo del credito e di studio.

L'attività del Centro e degli uffici di statistica bancaria presso la Vigilanza è in parte strumentale rispetto a quella dei Servizi studi, che nella Relazione si offre ogni anno al vostro vaglio, questa volta in specie con nuove ricerche sui flussi monetari e sulla situazione di reddito delle imprese produttive. Per queste indagini originali, come per l'insieme della Relazione, esprimiamo il nostro grato apprezzamento ai Servizi studi, e lo estendiamo ai Direttori delle filiali e agli altri Servizi dell'amministrazione

centrale per i contributi di informazione e di analisi da essi forniti e confluiti nella Relazione.

Il problema di assicurare senza soluzioni di continuità le competenze tecniche richieste per l'espletamento dei compiti molteplici della Banca, in una situazione giuridica e sindacale che specialmente nel settore pubblico, al fine di tutelare i prestatori d'opera, limita in modo sensibile le possibilità di ricambio, congiunta ad una situazione di mercato la quale offre ai giovani dotati numerose possibilità alternative di carriera, non è dei più facili. La direzione della Banca cura dunque con la dovuta attenzione il reclutamento, l'avviamento alle carriere e la selezione nel corso di esse, l'addestramento e l'aggiornamento professionale degli impiegati. È motivo di soddisfazione constatare che grazie a questi sforzi, all'assiduità dei dipendenti, alla qualità e alla devozione dei dirigenti, da vari anni non si rende necessario di aumentare la consistenza del personale in servizio, che si è ridotta di circa un quinto rispetto alla punta massima toccata nel 1948.

**L'ORDINAMENTO MONETARIO INTERNAZIONALE. IL
RISTABILIMENTO DELL'EQUILIBRIO DELLA BILANCIA DEI
PAGAMENTI ITALIANA**

Nell'esercizio della mia funzione, sono chiamato per la quinta volta a riferirvi sull'evoluzione monetaria nel nostro Paese. È stata mia sorte di dovervi presentare ogni anno una situazione congiunturale nuova, e nell'insieme del quinquennio una catena di eventi che, movendo da un inizio ricco di notazioni positive – espansione produttiva, stabilità dei prezzi, avanzo di bilancia dei pagamenti – volge verso situazioni prima di crisi esterna poi di ristagno produttivo, per accennare infine a risollevarsi, aprendoci alla speranza di poter ricomporre, nel prossimo avvenire, gli elementi positivi della costellazione iniziale, lungo una linea di sviluppo forse meno rapida ma più ordinata.

Se vogliamo conseguire questo risultato, dobbiamo pure trarre profitto dalla lezione appresa e sofferta nelle alternanze degli anni recenti; ed è perciò, e per averle vissute in posizione di responsabilità, che in queste considerazioni finali prenderò argomento, oltreché dalle vicende dell'ultima annata, dalle connessioni di cause e di

effetti, di interventi e di reazioni, che hanno generato il moto di flusso e riflusso dell'onda economica nell'intero ciclo quinquennale.

Nella scelta di tale impostazione, abbiamo avuto presente che i mezzi d'informazione dell'opinione pubblica si sono venuti arricchendo e moltiplicando. Ma è anche vero che la drammaticità stessa dei mutamenti congiunturali recenti, la loro incidenza sulla situazione dei singoli e dei settori, l'ampiezza degli interventi di governo, l'incertezza delle prospettive per l'avvenire, hanno accresciuto l'interesse di un grande numero di cittadini intorno ai problemi dell'economia. Produzione, investimenti, consumi, costi, prezzi, profitti, bilancia dei pagamenti e le relazioni che legano queste grandezze hanno cessato di essere categorie logiche accessibili ad una esigua schiera di esperti, ma sono divenuti oggetto di dibattiti nei quali intervengono, sempre più frequentemente, partiti, sindacati, Parlamento. Ciò costituisce senza dubbio un progresso notevole verso quell'assetto democratico nel quale i membri della comunità nazionale assumono la consapevolezza degli affari del Paese e condividono le responsabilità della loro condotta.

Alla complessa vicenda degli ultimi anni, ai nostri successi e insuccessi, aggiunge interesse, sotto il profilo della politica economica come sotto quello dell'analisi economica, la ricchezza di elementi nuovi e inaspettati. Essa ha posto dapprima in luce l'importanza assunta, nell'evoluzione di un'economia moderna, da forze non facilmente dominabili dalle autorità monetarie; ma successivamente, nella fase di aggiustamento, essa ha anche palesato l'intatta capacità dell'economia italiana di trasferire risorse dagli usi interni a quelli esterni attraverso processi riequilibratori di tipo monetario, che non hanno perciò comportato interruzioni o ritorni nel cammino verso l'integrazione economica del nostro Paese nel mercato internazionale.

Circoscrivendo le nostre considerazioni nei limiti delle competenze dell'istituto di emissione, ci proponiamo di recare un contributo alla conoscenza dei fenomeni oggetto di discussione, mercé l'approfondimento degli aspetti della politica monetaria, che più immediatamente rientrano nelle nostre responsabilità. Non ci soffermeremo invece, se non brevemente, sugli aspetti di carattere più strettamente congiunturale, attinenti all'andamento della produzione, dei prezzi e della stessa bilancia dei pagamenti, sia perché essi, come si è detto, sono dibattuti con notevole frequenza in

varie sedi, anche per l'ansia di cogliervi con immediatezza i sintomi positivi che l'evoluzione economica palesi, sia per l'ampio esame che di questi fenomeni viene fatto nelle singole parti della Relazione.

Prima di passare, per altro, all'esame dei problemi dell'economia italiana, non potremo trascurare di occuparci, sia pure in misura inadeguata alla complessità dell'argomento, dei problemi che tanto vivacemente sono stati sollevati e dibattuti di recente circa l'odierno ordinamento monetario internazionale.

Gli interventi possibili nell'attuale ordinamento consentono di concentrare con immediatezza mezzi finanziari tali da infrangere gli assalti speculativi ai quali possa essere assoggettata una moneta durante il periodo in cui il paese interessato procede al ristabilimento dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Se ne è avuta conferma in occasione delle pressioni alle quali è stata di recente sottoposta la lira sterlina, allorquando un'assistenza finanziaria senza precedenti è stata fornita, dapprima nel quadro di operazioni di sostegno da parte di banche centrali e, successivamente, attraverso la mobilitazione di risorse ordinarie del Fondo monetario internazionale e di risorse speciali da quest'ultimo prelevate sugli Accordi generali di prestito.

Ma il riconoscimento obiettivo di questi aspetti positivi non ci esime dall'obbligo di ricercare i difetti dell'attuale ordinamento ed i mezzi atti alla loro eliminazione.

Com'è noto, il più grave inconveniente dell'ordinamento esistente suole ravvisarsi nella circostanza che la creazione di liquidità internazionale deriva in linea principale dal disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Dal 1958 in poi esso è ammontato a 21 miliardi di dollari ed è stato finanziato soltanto nella misura di 7 miliardi mediante cessioni di oro da parte della Tesoreria degli Stati Uniti agli istituti di emissione dei paesi con bilancia dei pagamenti eccedentaria, principalmente quelli dell'Europa continentale; per i rimanenti 14 miliardi, in gran parte mediante l'accumulazione di dollari presso le banche commerciali e centrali dei paesi esteri, le quali ultime li hanno inclusi nelle loro riserve; più di un terzo di tali dollari sono affluiti ai paesi dell'Europa continentale.

Si asserisce, da parte dei critici dell'attuale ordinamento monetario, che, in assenza della concessione di quei crediti, il governo degli Stati Uniti sarebbe stato costretto a ristabilire prontamente l'equilibrio della bilancia dei pagamenti; si asserisce inoltre che l'entità dell'anzidetto disavanzo e il suo parziale finanziamento mediante acquisti di dollari contro cessione di monete nazionali da parte degli istituti di emissione dei paesi europei è stata una delle cause, forse la principale, dei fenomeni inflazionistici che in essi si sono manifestati. Gli aumenti dei prezzi, vale a dire, sarebbero provocati dal potere di acquisto sovrabbondante immesso sul mercato attraverso gli acquisti di dollari da parte degli istituti di emissione, che sarebbe a sua volta la causa degli aumenti salariali. Si soggiunge che pretendere di commisurare gli aumenti salariali a quelli della produttività, senza preoccuparsi di questa eccedente immissione di mezzi monetari nel mercato, equivarrebbe a voler rimuovere gli effetti senza eliminare le cause.

L'argine contro il dilagare del potere di acquisto che movendo dagli Stati Uniti minaccia di sommergere l'Europa, si continua a sostenere, potrebbe essere innalzato esclusivamente mediante il ripristino del *gold standard*.

In realtà, concezioni del genere incontravano, un tempo, un coerente completamento nelle enunciazioni che attribuivano al meccanismo concorrenziale il compito di realizzare, mediante congrui adattamenti dei livelli salariali, il riequilibrio dei conti con l'estero.

Nelle evocazioni più recenti del tipo aureo questa connessione con altri paralleli processi di adattamento spontaneo è stata lasciata in ombra. Verosimilmente, non si è considerato possibile riproporre uno schema di funzionamento del mercato del lavoro che appare ormai remoto dalle condizioni odierne, nelle quali la presenza istituzionalizzata delle organizzazioni sindacali è talmente decisiva da aver indotto ad affermare che è la loro condotta ad essere arbitra, in definitiva, della stabilità monetaria. Resta tuttavia da chiedersi se, privato degli altri elementi che con esso facevano sistema, il tipo aureo presenti possibilità di reviviscenza e se debbano considerarsi valide quelle che presuppongono non di certo il ripristino di condizioni concorrenziali sul mercato del lavoro, ma piuttosto un adattamento realizzato a prezzo di livelli non tollerabili di disoccupazione.

La possibilità di queste ripercussioni induce a dichiarare il nostro scetticismo nei confronti di un integrale ritorno al tipo aureo. Desideriamo per altro aggiungere che, se nella corresponsabilità attribuita in dottrina alle organizzazioni sindacali, ai fini della stabilità monetaria, vediamo un elemento di desiderabile progresso e di auspicabile maturità, non riteniamo affatto che le autorità monetarie possano sottrarsi al risoluto impiego dei mezzi di cui dispongono quando le circostanze lo richiedano a salvaguardia della fiducia nella moneta.

Su un piano diverso, ma non senza ispirazioni riconducibili allo schema del libero operare delle forze di mercato, si pone la proposta tendente all'adozione di un regime di cambi oscillanti o flessibili, in luogo di quello dei cambi fissi, che è a base dell'odierno sistema monetario internazionale. Occorre, tuttavia, non perdere di vista che solo apparentemente la flessibilità dei cambi è espressione delle forze di mercato. In pratica, mediante le possibilità di intervento sulle quotazioni dei cambi a pronti ed a termine, come pure con la disciplina dei movimenti dei capitali a breve, i cambi flessibili costituirebbero una alternativa suscettibile di ampio assoggettamento ad obiettivi di politica che non si conciliano con quelli di un ordinato sviluppo del commercio internazionale e ai quali inerisce il rischio che un paese tenda a trasferire sugli altri paesi le difficoltà proprie. Verrebbe, in altri termini, eliminato ciò che oggi rappresenta un punto fermo del sistema economico, per sostituirvi una barriera mobile, che ben difficilmente sarebbe al riparo dalle pressioni di interessi particolaristici.

In realtà, il funzionamento del tipo aureo – nella misura in cui rispondeva alla logica del sistema stesso ed indipendentemente dai correttivi discrezionali che si sovrapposero al suo operare puramente meccanicistico – presupponeva un ambiente economico nel quale le dimensioni del settore pubblico, il grado di organizzazione sezionale delle forze economiche e le rigidità tecnologiche erano ben diversi da quelli oggi sperimentati. Limitarsi a porre l'accento su alcune regole di condotta monetaria, prescindendo dalle condizioni strutturali di base che erano anche esse parte integrante del sistema, non contribuisce alla comprensione sia dei problemi che furono propri del passato, sia di quelli che sono oggi innanzi a noi. Anche allora, infatti, ed una serie ormai cospicua di documentate indagini ha provveduto a chiarirlo, l'azione discrezionale delle autorità monetarie, il ricorso a vari mezzi tecnici di intervento, le

forme di reciproca assistenza poste in essere contribuivano in modo ragguardevole ad una più flessibile armonizzazione delle esigenze interne della politica monetaria con quelle derivanti dal carattere intrinsecamente internazionale del tipo aureo.

La riconsiderazione critica delle passate esperienze non intacca il principio che nessun paese può durevolmente accumulare o perdere riserve e che, di fronte a situazioni del genere, si rendono inderogabili adeguate politiche correttive. Ma il riconoscimento di questa fondamentale esigenza non significa, né richiede, il ripudio di quegli elementi di discrezionalità, di gradualità nei pur necessari adattamenti e di istituzionalizzata cooperazione, che sono ormai parte essenziale ed irrinunciabile dello odierno sistema monetario internazionale. Queste stesse ragioni portano a confermare l'apprezzamento favorevole espresso in più occasioni nei confronti delle varie forme in cui si è venuta concretando, negli scorsi anni ed anche recentemente, la cooperazione monetaria tra governi e tra banche centrali: cooperazione che non ha costituito un fortunoso ed occasionale sostegno, quasi indice di debolezza dell'attuale sistema, bensì uno degli elementi che, collegandone il funzionamento alle responsabili decisioni umane, ne attestano le capacità di adattamento e le possibilità evolutive.

Alle forme nelle quali siffatta cooperazione si è venuta concretando, sul piano multilaterale come su quello bilaterale, l'Italia ha dato una convinta adesione, in quanto la via in tal modo seguita risultava chiaramente preferibile alle possibili alternative del momento: dal mutamento della parità monetaria, da parte dei paesi le cui valute sono soggette a pressione, all'adozione dei cambi oscillanti. Queste alternative infatti, non potendo essere altrimenti calcolate nelle loro conseguenze che per ipotesi e congetture, lasciavano larghi margini di incertezza circa le ripercussioni effettive, e verosimilmente imitative, che avrebbero potuto manifestarsi. La via dell'assistenza reciproca era invece, al tempo stesso, frutto di provate capacità operative e mezzo per valutare e adeguare, al vaglio dell'esperienza, le procedure adottate.

In verità, si deve appunto a questo orientamento concreto e sperimentale se può in definitiva considerarsi acquisito in sede tecnica che la componente fiduciaria della liquidità esterna costituisce parte ineliminabile del sistema monetario internazionale, quali che siano gli adattamenti a cui esso venga sottoposto. Questa componente fiduciaria, appunto per essere tale, richiede che gli strumenti di riserva utilizzati in

aggiunta all'oro rispondano alle preferenze delle autorità detentrici delle riserve stesse. Ciò va detto con riguardo agli strumenti che hanno assolto questa funzione in passato e l'esercitano attualmente: dollaro, sterlina e franco francese, la cui accettabilità si è consolidata attraverso un processo di libera acclimatazione che è dipeso sostanzialmente dalla loro convertibilità, diretta o indiretta, in oro e, in definitiva, in merci e servizi. Viceversa, l'accettabilità di eventuali nuovi mezzi di riserva, la cui creazione, in rapporto alle esigenze dei traffici mondiali, formi oggetto di decisioni concordate nell'ambito del Fondo monetario internazionale o, più convenientemente, nell'ambito del Gruppo dei dieci in associazione con il Fondo stesso, dovrà essere regolata da convenzioni nelle quali vengano precisati gli obblighi dei creditori e dei debitori.

Per le ragioni esposte, siamo del parere che gli studi meditatamente intrapresi sul funzionamento del sistema monetario internazionale e sulle future esigenze di liquidità meritino di essere proseguiti nello spirito di costruttiva collaborazione che ha suggerito questo metodo: inteso non già a porre i problemi in esame al riparo dalla pubblica discussione, ma a ricercare le basi delle possibili soluzioni senza indulgere a prospettive mitiche o a predilezioni semplicistiche, che non sembrano conciliabili con la complessità funzionale delle economie moderne.

L'appoggio dato dal nostro Paese a questo indirizzo ha trovato espressione, tra l'altro, nel compito affidato ad un esperto italiano di presiedere il gruppo di studio incaricato di esaminare le varie proposte per la creazione di nuovi strumenti di riserva che, in relazione a constatate esigenze di periodo lungo, possano assumere una funzione integratrice dell'oro.

Sempre nel quadro del riesame del funzionamento del sistema monetario internazionale si è altresì affermata la necessità di una «sorveglianza multilaterale» dei mezzi di finanziamento degli squilibri di bilancia dei pagamenti.

Riteniamo che tali procedure potranno dimostrarsi proficue nell'adeguare il volume e le forme di finanziamento alla natura degli squilibri e consentire, dopo la migliore conoscenza che non si mancherà di avere di questi fenomeni a seguito degli studi in corso, di promuovere con tempestività l'adozione delle misure correttive che si riconoscessero opportune nei singoli casi concreti.

Esistono, in definitiva, possibilità evolutive dell'odierno sistema monetario internazionale, le quali richiedono, come abbiamo già rilevato, che gli strumenti di riserva continuino a comprendere, ad integrazione dell'oro, una componente fiduciaria, il cui ammontare non sia per altro legato alle vicende della bilancia dei pagamenti di particolari paesi, ma sia regolato in rapporto alle esigenze dei traffici mondiali e nel quadro appunto di una sorveglianza multilaterale della sua creazione. A questa potrà altresì essere affidata la realizzazione di accordi circa le proporzioni da osservarsi nella composizione qualitativa delle riserve, nelle sue componenti tradizionali e negli eventuali nuovi strumenti che ad esse venissero ad affiancarsi.

Una politica comune di amministrazione delle riserve valutarie consente di conciliare diversi obiettivi:

- a) l'impegno degli istituti di emissione di finanziare gli avanzi e i disavanzi della bilancia dei pagamenti, osservando una proporzione concordata tra oro e dollari o altre monete di riserva, sottrarrebbe il processo di creazione della componente fiduciaria della liquidità internazionale alla discrezionalità dei paesi che emettono le monete di riserva;
- b) nello stesso tempo, mutamenti dell'anzidetta proporzione tra l'oro e gli altri strumenti di riserva consentirebbero di adeguare di volta in volta la entità della componente fiduciaria alle occorrenze di liquidità internazionale, senza legare la creazione di essa all'offerta di oro di nuova produzione.

Le soluzioni indicate equivalgono, negli effetti sul volume della liquidità internazionale, a una variazione del prezzo dell'oro; ma a differenza di quest'ultimo provvedimento, che avrebbe conseguenze palesemente indesiderabili, consentono aggiustamenti elastici in funzione del mutare delle condizioni del mercato internazionale. Esse ci appaiono la premessa indispensabile a qualsiasi progresso sulla via di una maggiore integrazione monetaria fra i paesi industriali e di un'eventuale riforma del sistema monetario internazionale. Quest'ultima non potrà ignorare la necessità di un meccanismo atto a provvedere l'economia mondiale, ove se ne manifestasse il bisogno, di riserve aggiuntive in proprietà ed eventualmente di crediti automatici; non dovrà pretendere di eliminare le monete di riserva ma dovrà tener conto della necessità di assicurare parità di trattamento alle monete dei principali paesi

industriali; non potrà disconoscere che l'indebitamento in sterline del Regno Unito è, almeno in parte, un problema di interesse comune. Se queste condizioni saranno rispettate, le divergenze circa la natura dei nuovi strumenti di riserva ed i metodi di creazione e di distribuzione di essi non dovrebbero apparire inconciliabili.

Infine un più largo ricorso al Fondo monetario internazionale presenterebbe il vantaggio di far confluire in esso una parte dei debiti e dei crediti degli istituti di emissione che sono elementi costitutivi della liquidità internazionale. In questo modo il finanziamento con il ricorso al credito dei disavanzi della bilancia dei pagamenti sarebbe contenuto nei limiti delle quote di ciascun membro del Fondo monetario internazionale.

Passando ora ai problemi dell'economia italiana, la mia esposizione farà perno sulle due responsabilità che considero primarie nel governo della moneta: quella di mantenere l'equilibrio dei pagamenti con l'estero e l'altra di sollecitare la formazione del risparmio e di regolare il flusso del credito verso gli investimenti.

Abbiamo soddisfatto la responsabilità dell'equilibrio esterno giovandoci degli elementi di flessibilità offerti dalle riserve valutarie e dalla collaborazione monetaria internazionale, ma osservando insieme la condizione della stabilità del cambio. Da questa condizione stessa discende che nell'esercizio della seconda responsabilità occorre rispettare, nello stabilire il volume del credito e il suo indirizzo, l'esigenza di una certa stabilità dei prezzi interni.

Il passaggio da un periodo nel quale la bilancia dei pagamenti è stata deficitaria a un periodo nel quale è eccedentaria deve attribuirsi in larga misura all'azione combinata di forze interne al sistema economico e della politica di contenimento della espansione creditizia. L'ampliarsi della domanda estera contemporaneamente al restringersi di quella interna è stato possibile perché l'economia italiana è stata difesa da uno schieramento profondo costituito da imprese che avevano effettuato investimenti accrescitivi dell'efficienza. Il confronto fra le quantità prodotte da diversi settori industriali e le quantità esportate dagli stessi, fra le disponibilità per il consumo interno e le quantità importate conferma che la sostituzione della domanda estera alla domanda interna e la sostituzione dell'offerta interna a quella estera hanno assunto dimensioni cospicue nei settori più dinamici dell'economia, ossia quelli nei quali l'ampliamento e

l'ammodernamento degli impianti hanno potuto essere completati grazie alla espansione creditizia verificatasi nel 1962 e continuata nel 1963.

Una graduale azione di contenimento dell'espansione creditizia doveva però essere esercitata dalle autorità monetarie anche per impedire che una offerta eccedentaria di mezzi di pagamento all'interno propagasse effetti inflazionistici all'estero attraverso persistenti disavanzi della bilancia dei pagamenti. Disavanzi dell'ordine di grandezza di quelli manifestatisi nel periodo compreso fra il quarto trimestre del 1962 e il primo trimestre del 1964 non sono compatibili infatti con la condotta richiesta da una partecipazione responsabile alla comunità internazionale; essi impongono le più energiche misure anche quando i loro effetti siano leniti, come accadde nel caso nostro, dal concorso di crediti internazionali. Il disavanzo manifestatosi in quel periodo è stato di 1.855 milioni di dollari; abbiamo provveduto a finanziarlo mobilitando una dopo l'altra le fonti di liquidità esterna: la quota maggiore è stata tratta dai crediti a breve termine che le banche italiane hanno ottenuto da banche dell'estero per 955 milioni di dollari; abbiamo liquidato attività a breve e medio termine per 115 milioni; abbiamo assunto passività a breve per 110 milioni; abbiamo impiegato le valute convertibili nella misura di 375 milioni e le abbiamo integrate con un prelievo dal Fondo monetario internazionale nella misura di 202 milioni; soltanto per la differenza abbiamo proceduto alla liquidazione di una partita di oro.

In questo modo, abbiamo collocato, al di sopra delle riserve in oro, una fascia protettiva che ha assorbito la parte più cospicua del disavanzo, gli effetti del quale sono tuttora visibili nella posizione debitoria netta delle aziende di credito. Nel corso del tempo procederemo alla sua estinzione; anche in considerazione di ciò, crediamo che al fine di impostare la politica di impiego delle riserve convenga riferire la proporzione dell'oro non alle riserve lorde, sì invece a quelle nette.

Qualcuno ha affermato che le misure attuate in Italia per ricondurre all'equilibrio la nostra bilancia dei pagamenti sarebbero state eccessivamente severe: la gravità della nostra crisi sarebbe stata minore di quanto l'avessero giudicata le autorità monetarie ed avrebbe potuto essere risolta con misure più blande. In realtà, un disavanzo di 1.855 milioni di dollari, nello spazio di diciotto mesi, internazionalmente non è considerato tenue; la persistenza nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti di

disavanzi di un ordine di grandezza non dissimile ha indotto anzi a sollecitare misure ispirate al principio di non consentire che alcuno Stato esporti la propria inflazione attraverso il disavanzo della bilancia dei pagamenti; quando esso si verifici, il paese deficitario dovrebbe regolarlo in oro e soltanto in oro e restringere i mezzi di pagamento in misura corrispondente alle perdite di riserve auree. Si immagini quali sarebbero state le conseguenze in Italia, ove l'economia avvertì una stretta creditizia giudicata di eccezionale durezza, sebbene le autorità monetarie ricostituissero interamente la liquidità perduta attraverso il disavanzo della bilancia dei pagamenti e ne aggiungessero altra. Se l'evidenza delle cifre attesta la gravità della crisi attraversata dal nostro Paese, tanto più doveroso appare dar atto dello sforzo compiuto dall'economia italiana per superarla; sforzo che può apprezzarsi in pieno, pur tenuto presente che ne è risultato alquanto sacrificato il livello degli investimenti, ove si consideri che, in sostanza, le risorse reali aggiuntive prodotte all'interno nel 1964 sono state destinate integralmente al miglioramento della bilancia degli scambi con l'estero di merci e servizi.

Nei 12 mesi compresi fra l'aprile 1964 e il marzo 1965 la bilancia dei pagamenti globale ha presentato un saldo attivo di 1.282 milioni di dollari. Esso è stato impiegato fino a concorrenza di 297 milioni per ridurre l'indebitamento netto delle aziende di credito verso l'estero. La differenza ha dato luogo ad un aumento di 736 milioni nelle riserve in oro e valute convertibili, alla ricostituzione di una posizione creditoria presso il Fondo monetario internazionale per 173 milioni, e per il resto ad una variazione positiva nelle partite minori.

Nel corso del mese di aprile abbiamo proceduto al trasferimento nei conti dell'Ufficio italiano dei cambi di partite di oro precedentemente comprese nei conti di aziende di credito e all'acquisto di una partita di oro dalla Tesoreria degli Stati Uniti. In questo modo abbiamo ricostituito la posizione in oro esistente al 28 febbraio 1964, cioè quella anteriore al mese nel quale la crisi della bilancia dei pagamenti esplose con maggiore violenza. Così, le ferite inflittecì dal succedersi di disavanzi nella bilancia dei pagamenti per 18 mesi consecutivi sono state rimarginate.

A questa constatazione desideriamo aggiungere il nostro rinnovato apprezzamento per le autorità monetarie di altri paesi che con prontezza e in modo adeguato ci hanno dato la loro cooperazione nei momenti di maggiore difficoltà. E

desideriamo altresì dar atto delle prove di confermata fiducia offerteci dagli enti internazionali prestatori a lunga scadenza: come la Banca mondiale, che ha concesso di recente un nuovo prestito di 100 milioni di dollari alla Cassa per il Mezzogiorno, o come la Banca europea per gli investimenti, che ha elevato a 341 milioni di dollari l'ammontare complessivo dei suoi finanziamenti all'Italia.

IL GOVERNO DELLA LIQUIDITÀ DEL SISTEMA BANCARIO. L'UTILIZZO DEL CREDITO DA PARTE DELLE IMPRESE DEL SETTORE PUBBLICO E DEL SETTORE PRIVATO

Circa i problemi attinenti al governo della moneta, dobbiamo rilevare che, secondo diffuse opinioni, il succedere di un periodo di contrazione produttiva a un periodo di espansione sarebbe stato conseguenza di una restrizione creditizia determinata da decisioni delle autorità monetarie. L'affermazione riguarda comportamenti che possono essere verificati con le statistiche. Risponderemo dunque procedendo ad una verifica statistica intorno agli accadimenti dei quali si discute.

Le politiche della spesa pubblica e monetaria non sono andate esenti da critiche in sedi internazionali, dove ripetutamente sono stati mossi addebiti di eccessiva audacia. Ancora nel maggio 1964, in alcune di quelle sedi, si sollecitavano non soltanto il contenimento dell'aumento della spesa pubblica nei limiti della espansione prevedibile del prodotto nazionale in termini reali, ma anche la diluizione nel tempo delle spese di investimento, nonché l'inasprimento delle imposte sui redditi ed un'eventuale immediata maggiorazione dell'imposta generale sull'entrata. Secondo quelle proposte, avrebbe dovuto essere conseguito nell'anno finanziario un aumento delle entrate tributarie di 400-500 miliardi da destinarsi alla riduzione del disavanzo del bilancio; la politica di contenimento del credito iniziata nel corso del 1963 avrebbe dovuto essere rafforzata mediante la imposizione di massimali all'espansione creditizia.

Il governo italiano non condivise interamente quella diagnosi e quindi la terapia che ne sarebbe derivata; né in quella occasione né precedentemente esso ha attuato provvedimenti comportanti restrizioni della domanda globale, se si eccettuano quelli concernenti alcune vendite rateali; ma ha attuato provvedimenti con i quali si è proposto

di ristrutturare la domanda: di trasferire, cioè, al finanziamento dei pubblici e privati investimenti il potere di acquisto sottratto ai consumi.

La spesa pubblica (comprensiva di quella dello Stato, delle aziende autonome e degli enti locali), giudicata sotto il profilo della entità, dei modi nei quali è stata finanziata e della sua destinazione, in nessun momento ha esercitato effetti deflazionistici, come invece alcuni hanno sostenuto. Al contrario, essa ha esercitato effetti inflazionistici: la dilatazione della spesa pubblica è proseguita senza soluzione di continuità ed è stata provocata prevalentemente dall'aumento diretto o indiretto delle retribuzioni del personale, cosicché non ha contribuito in modo importante ad attivare nuovi flussi di risorse reali; anche per ciò, nella misura in cui è stata finanziata mediante l'imposta, ha esercitato effetti che hanno concorso all'aumento dei costi; nella misura in cui è stata finanziata mediante indebitamento, ha esercitato un effetto accrescitivo dell'offerta di moneta, di quasi moneta e di valori mobiliari. Nel corso del 1964 l'indebitamento dello Stato, delle aziende autonome e degli enti locali ha assorbito un terzo del risparmio, compreso quello degli enti previdenziali, creatosi nell'anno e conservato sotto forma di biglietti di banca e di depositi presso il sistema creditizio, o impiegato in sottoscrizioni di titoli.

Nella Relazione presentata all'Assemblea dei partecipanti del 30 maggio 1962 attirammo l'attenzione sulla circostanza che nella nostra economia il costo del lavoro registrava aumenti superiori a quelli della produttività e che, nella misura in cui il maggior costo del lavoro non fosse stato trasferito in aumenti dei prezzi, ne sarebbe seguita una minore possibilità di autofinanziamento delle imprese e in definitiva un accrescimento della loro dipendenza da fonti esterne di finanziamento. Mentre questi fenomeni accadono, soggiungeremo, la quantità di investimenti programmati dal settore pubblico, eccedente le sue possibilità di risparmio, tende ad aumentare; quindi anche il finanziamento degli investimenti pubblici diviene più dipendente dall'indebitamento. Ma anch'esso in larga misura si concentra presso gli istituti speciali; i quali a loro volta si procurano la parte preponderante delle risorse con emissioni obbligazionarie.

Di fronte alla situazione descritta e in previsione di quella che sarebbe derivata dal trasferimento all'ENEL delle imprese elettriche, annunciammo provvedimenti destinati ad estendere le dimensioni del mercato dei capitali; l'istituto di emissione

avrebbe collaborato al fine di mettere a disposizione dell'economia un ordinamento nel quale fosse riuscito agevole trasferire fondi dall'una all'altra categoria di impieghi e convogliarli verso quelli reputati più conformi agli interessi generali. Mediante quei provvedimenti si sarebbe affinato il sistema attraverso il quale si collegano i mercati del breve con quelli del lungo termine e si accresce l'interdipendenza tra i rispettivi saggi di interesse. Avvertimmo tuttavia che il processo di finanziamento avrebbe continuato ad essere condizionato dai fattori reali attinenti alle fonti originarie di formazione del risparmio.

Il complesso dei finanziamenti a breve, a medio e a lungo termine in favore dell'economia, in essa comprendendo il settore pubblico e il privato ma escludendo il Tesoro, nel triennio 1961-63 è aumentato senza soluzione di continuità: essi sono stati, rispettivamente, di 3.334, 4.325 e 4.527 miliardi. Nel 1964 sono aumentati i finanziamenti a lungo termine, ma sono fortemente diminuiti quelli a breve nonostante l'accrescersi della liquidità del sistema bancario.

L'insieme dei finanziamenti a lungo termine affluiti all'economia in un periodo di tempo determinato, compresi quelli costituiti dalla provvista dei capitali che le imprese effettuano con il collocamento di azioni, misura la dimensione del mercato dei capitali. In forte progresso tra il 1961 e il 1962, tali finanziamenti sono lievemente regrediti nel 1963 per poi riprendere ad aumentare, fino a toccare nel 1964 l'importo mai prima registrato di 2.844 miliardi.

L'ampliamento del mercato dei capitali è stato ottenuto mediante il trasferimento in esso di disponibilità monetarie. Ciò è stato fatto:

- a) attraverso l'acquisto di obbligazioni da parte della Banca d'Italia e di enti che ottengono da essa i mezzi liquidi che investono; mediante l'acquisto di obbligazioni da parte di aziende di credito, eseguito, oltre che con mezzi propri, con quelli tratti dalla cessione di buoni ordinari del Tesoro alla Banca d'Italia in occasione del mutamento della composizione delle riserve obbligatorie. Il complesso delle obbligazioni sottoscritte dal sistema creditizio è stato di 663 miliardi nel 1963 e di 845 miliardi nel 1964;
- b) attraverso finanziamenti netti di aziende di credito a proprie sezioni, che esercitano il credito a lungo termine, e a istituti speciali dei quali sono

partecipanti; attraverso la concessione di mutui, specialmente da parte delle casse di risparmio e del loro istituto centrale di categoria, nonché da parte della Cassa depositi e prestiti. Il totale di queste operazioni è stato di 575 miliardi nel 1963 e di 767 miliardi nel 1964.

Poiché le variazioni della liquidità bancaria in parte dipendono dagli interventi delle autorità monetarie mentre in altra parte ne risentono solo a distanza di tempo, o derivano dall'azione di altri fattori, gli schemi adottati nella Relazione distinguono le variazioni dipendenti dalle decisioni delle autorità monetarie da quelle indipendenti. A loro volta, le variazioni dipendenti sono ripartite secondo che risultino da operazioni dirette delle autorità monetarie o da operazioni da esse consentite.

Se si istituisce il confronto fra i due periodi di nove mesi che vanno dall'aprile al dicembre 1962 e dall'aprile al dicembre 1963, ossia fra un periodo solitamente descritto come quello nel quale vi fu abbondanza di credito e uno solitamente descritto come quello nel quale ve ne fu scarsità, si osserva che le variazioni della liquidità bancaria determinate da operazioni dirette delle autorità monetarie sono state rispettivamente di 367 e di 737 miliardi di lire. Cioè, la creazione di nuove disponibilità liquide determinata da tali operazioni è stata doppia nel periodo di credito reputato scarso rispetto a quello di credito reputato abbondante; nella fase di credito ritenuto scarso, essa ha superato la perdita di liquidità derivante dal disavanzo della bilancia dei pagamenti. Inoltre le autorità hanno consentito che la liquidità del sistema bancario si accrescesse ulteriormente mediante l'ampliamento di 268 miliardi nell'indebitamento delle banche verso l'estero.

Se il confronto si istituisce sul complesso delle disponibilità monetarie immesse nell'economia, sia attraverso concessioni di credito sia attraverso acquisti di titoli, dal sistema bancario preso nel suo insieme, incluse le operazioni della Cassa depositi e prestiti, si rileva ancora che nel periodo in cui fu attuata la politica di contenimento della espansione creditizia la creazione di credito superò quella verificatasi nel corrispondente periodo dell'anno precedente. Nel periodo aprile-dicembre 1963 essa fu di 2.736 miliardi, mentre in quello corrispondente del 1962 era stata di 2.433. I crediti al Tesoro, dedotti quelli di questo ultimo verso l'economia, furono rispettivamente di 154

e di 190 miliardi. Il totale dei due settori fu di 2.890 miliardi, mentre nello stesso periodo del 1962 era stato di 2.623 miliardi.

Nel periodo aprile-dicembre 1963 una parte delle disponibilità monetarie mutate dal sistema bancario all'economia e al Tesoro fu spesa per finanziare il disavanzo esterno di 614 miliardi, in gran parte attribuibile all'eccedenza di importazioni di beni e servizi; quindi non rifluì al sistema bancario. Conseguentemente, di fronte ad un aumento di crediti di 2.890 miliardi, l'incremento delle disponibilità monetarie del pubblico, comprensive della liquidità primaria e di quella secondaria, fu di 2.276 miliardi.

Nello stesso tempo l'indice della produzione industriale manifestò sintomi di arresto del processo espansivo. In verità, una espansione creditizia di eccezionale ampiezza quale quella continuata nella seconda metà del 1963 non poté compensare la carenza di capitali della quale soffrivano le imprese in conseguenza degli aumenti dei costi non trasferiti sui prezzi. La riduzione degli investimenti che ne seguì avviò il processo recessivo; l'espansione del credito valse ad attenuarne l'asprezza, ma andò oltre la disposizione del pubblico a detenere attività liquide.

Nel periodo aprile-dicembre 1964 la politica monetaria è stata orientata nel senso di permettere che l'eccedenza degli acquisti sulle vendite di valute estere derivante dall'avanzo della bilancia dei pagamenti esercitasse l'effetto di aumentare la liquidità del sistema bancario; inoltre quella politica è stata integrata con operazioni che hanno prodotto l'effetto di sovrapporre a quella derivante dalla bilancia dei pagamenti la creazione di ulteriore liquidità. Ne è seguito un apporto di liquidità al sistema bancario doppio di quello verificatosi nel corrispondente periodo dell'anno precedente, che non ha esercitato, per altro, effetti moltiplicativi sul processo di creazione di credito: nel periodo aprile-dicembre 1964 l'espansione del credito, compresa quella attuata mediante acquisti di titoli, è stata, infatti, di 1.626 miliardi e ad essa si è contrapposto un aumento delle disponibilità monetarie del pubblico di 2.383 miliardi, che eccede il primo ammontare per un importo pari al saldo attivo della bilancia dei pagamenti.

La maggiore disponibilità di mezzi liquidi ha indotto il sistema bancario ad accrescere il volume dei crediti accordati, in special modo ai settori delle opere

pubbliche e di bonifica, degli oli minerali e della chimica, della metallurgia e della meccanica; ma non ha indotto le imprese ad aumentare gli utilizzi in misura corrispondente. Il sistema economico è apparso debilitato dal susseguirsi degli eventi sui quali attirammo l'attenzione in special modo nell'Assemblea del 31 maggio 1963; si è diffuso uno stato di incertezza, soltanto in parte dissipato dalla approvazione dei recenti provvedimenti anticongiunturali.

Da quanto esposto si deduce:

- a) l'affermazione che ad un periodo di eccezionale espansione del credito sarebbe succeduto un periodo di eccezionale contrazione non risulta confermata dalle statistiche. Gli interventi delle autorità monetarie provocarono creazione di disponibilità liquide di importo maggiore nel periodo giudicato di credito scarso rispetto al periodo giudicato di credito abbondante;
- b) il credito a lungo termine affluito all'economia in ciascuno degli anni 1962 e 1964 aumentò fortemente rispetto all'anno precedente e nel 1963 si mantenne ad un livello eccezionalmente elevato. Il credito a breve termine seguì ad espandersi nella seconda metà del 1963 in misura uguale a quella dell'anno precedente; l'espansione si è arrestata nel 1964 pur di fronte a un'accresciuta liquidità del sistema bancario;
- c) in presenza di disavanzi della bilancia dei pagamenti di eccezionale ampiezza, l'offerta di credito, contenuta al di sotto della domanda, ha prodotto l'effetto di ricondurre gradualmente la formazione di disponibilità monetarie addizionali entro limiti più prossimi alla propensione del pubblico a detenerle, creando le condizioni nelle quali è divenuto possibile eliminare i disavanzi stessi.

Le considerazioni esposte e le conclusioni che ne sono state dedotte si fondano sull'esame di grandezze aggregate. Scrutando i fenomeni singoli che stanno alla base, constatiamo diversità anche profonde nel comportamento delle grandi e delle piccole aziende di credito, delle imprese del settore pubblico, di quelle del settore privato, delle grandi e delle piccole.

Di fronte all'aumento improvviso delle richieste di crediti nuovi e di fronte all'utilizzo più intenso di quelli in essere, il sistema bancario ha reagito ridimensionando le singole concessioni; ne è derivata la riduzione degli affidamenti a

questa o a quella impresa, pur risultando la somma degli utilizzi accresciuta nella misura indicata.

Il comportamento del sistema non è stato esente da critiche; si è affermato che esso avrebbe proceduto a restrizioni dei crediti proprio nel momento nel quale le imprese anelavano ad una maggiore quantità di finanziamenti. Ma si dimentica che i crediti erano stati concessi valutando le occorrenze dei singoli richiedenti in condizioni di normalità, quando cioè esse tendono a variare entro limiti che l'esperienza permette di considerare probabili e con opposto segno fra settore e settore e fra impresa e impresa. Improvvisamente private di gran parte dei redditi dai quali in precedenza avevano tratto i mezzi per finanziare il processo produttivo, le imprese fecero ressa presso le banche insistendo per ampliare i crediti ed utilizzare quelli precedentemente ottenuti anche al disopra del limite delle concessioni. Una modificazione nella distribuzione del reddito di dimensioni imponenti, concentrata in un breve periodo di tempo e accompagnata da un sensibile rialzo dei prezzi, trasferì l'urto sul sistema bancario; di qui la necessità di un'azione di arginamento della pressione che convergeva sulle aziende di credito.

Questa esperienza ci avverte che una politica di attribuzione del reddito ai fattori produttivi attuata con il concorso consapevole dei gruppi organizzati, creerebbe una delle condizioni necessarie non soltanto per il mantenimento della integrità del potere di acquisto della moneta, ma anche per una somministrazione del credito non esposta ad alternanze violente.

A quest'ultimo scopo recheranno giovamento l'attività della Centrale dei rischi e la interpretazione diligente dei dati che essa fornisce. L'ammontare dei crediti individuali da comunicare alla Centrale è stato abbassato a 100 milioni e ci proponiamo di abbassarlo ancora. Crediamo di avere apprestato un servizio organizzato modernamente con l'impiego delle tecnologie più avanzate.

La diversità della reazione del sistema bancario nei confronti delle grandi, delle medie e delle piccole imprese almeno in parte deriva dal diverso grado di utilizzo dei crediti accordati a ciascuno dei tre gruppi. L'indagine condotta sulla base delle informazioni affluite alla Centrale dei rischi mostra che fra il marzo 1964 e il marzo 1965 il più alto rapporto dei crediti utilizzati rispetto a quelli accordati si è riscontrato

nelle categorie di crediti da 250 milioni a 1 miliardo; invece, nelle categorie che si collocano al disopra di quest'ultimo limite, la percentuale degli utilizzi si è mantenuta su livelli generalmente inferiori e, dopo il settembre 1964, è diminuita più rapidamente della percentuale complessiva, specialmente nelle categorie di crediti di importo più elevato. Nelle categorie d'importo inferiore a 250 milioni, che riguardano le imprese di dimensioni più piccole, sembra, sulla base delle ultime rilevazioni, che prevalga la tendenza ad acquisire, anche per motivi di prestigio, crediti superiori a quelli che solitamente si utilizzano e a disporre, per questa via, di un'elasticità di cassa maggiore e a più buon mercato di quella delle altre imprese.

Una distribuzione degli utilizzi caratterizzata dal più alto livello di quelli compresi nelle categorie di crediti concessi alle imprese di medie dimensioni produce l'effetto di maggior costrizione che queste avvertono in periodi di contenimento dell'espansione del credito.

In altre occasioni abbiamo attirato l'attenzione sull'elemento di rigidità insito nella circostanza che le grandi imprese avevano in corso di esecuzione imponenti programmi per l'ampliamento dei loro impianti e per la costruzione di impianti nuovi, quando l'alterazione della relazione fra costi e ricavi sottrasse loro una parte dei mezzi finanziari sui quali avevano fatto assegnamento. Poiché la costruzione degli impianti iniziati non poteva essere interrotta senza provocare distruzione di ricchezza, le grandi imprese richiesero maggior quantità di credito a lungo e a breve termine. Quanto più divenne arduo l'accesso al mercato dei capitali, tanto più esse si avvalsero del credito a breve termine; disponendo di margini non utilizzati, specialmente sui crediti concessi nella forma del conto corrente, aumentarono i prelievi in misura considerevole, mentre le imprese medie urtavano contro la barriera costituita dalla prossimità degli utilizzi al limite dei crediti accordati.

L'intensificarsi della pressione esercitata sul sistema bancario dalle grandi imprese si concentrò sulle maggiori aziende di credito; da parte di queste si verificò il maggior ricorso alla provvista sia presso la Banca d'Italia sia presso banche dell'estero. Esauritisi i programmi di costruzione degli impianti in corso, non essendone stati intrapresi altri di uguale ampiezza ed essendo divenuto più agevole l'accesso al mercato dei capitali, la pressione delle grandi imprese si attenuò, con conseguente

alleggerimento della tesoreria di quelle aziende di credito sulle quali si era concentrata in passato. Ai sintomi di riattivazione che qua e là si manifestavano nel sistema produttivo, le aziende di credito di medie dimensioni reagirono con maggior immediatezza, praticando per prime riduzioni sui saggi di interesse attivi ed esercitando un effetto di stimolo su quelle di dimensioni maggiori.

Gli aggiustamenti delle disponibilità monetarie sono stati effettuati senza il ricorso a variazioni del saggio dello sconto, sebbene non fossero mancate sollecitazioni in sede internazionale. Nella scorsa Relazione abbiamo accennato alle conseguenze derivanti dalla mancanza di allineamento fra i saggi di interesse che le aziende di credito pagano per approvvigionarsi di disponibilità monetarie presso la Banca d'Italia, presso altre aziende di credito in Italia, presso banche dell'estero. Crediamo opportuno approfondire ulteriormente questo argomento, identificando gli elementi di rigidità e gli elementi di flessibilità nel sistema dei saggi di interesse.

Come è noto, del sistema dei saggi di interesse applicati dalle aziende di credito nei rapporti con la clientela abbiamo riconosciuto in diverse occasioni le imperfezioni, concludendo sulla opportunità di procedere un giorno ad un suo adattamento. Il sistema stabilisce limiti minimi alle operazioni attive, limiti massimi per quelle passive. Ne segue che, in periodi nei quali il danaro diviene scarso e i saggi di interesse attivi aumentano, quelli passivi, se le aziende di credito si comportassero disciplinatamente, dovrebbero salire al limite massimo, ma non oltre. Viceversa, in periodi nei quali il danaro diviene abbondante i saggi di interesse sulle operazioni attive cadono, ma non possono scendere al disotto del limite minimo fissato dall'accordo. Poiché tale limite è correlato al saggio ufficiale dello sconto, un abbassamento di questo avrebbe la conseguenza di abbassare anche quello. Ma lo stesso risultato potrebbe essere ottenuto, indipendentemente da una variazione del saggio dello sconto, modificando il rapporto fra quest'ultimo e i saggi di interesse applicabili alle diverse categorie di operazioni attive.

Durante i 18 mesi nei quali la bilancia dei pagamenti ha presentato saldi negativi, le disponibilità monetarie create dal disavanzo del Tesoro hanno compensato quelle assorbite dai disavanzi esterni; le operazioni dirette delle autorità monetarie e quelle da esse consentite hanno aggiunto ulteriori disponibilità per 1.597 miliardi di lire,

di cui 404 sono stati attinti alla Banca d'Italia con il risconto, 473 sono stati attinti a banche dell'estero, il resto essendo costituito prevalentemente da operazioni su titoli e da modificazioni del regime delle riserve obbligatorie. I crediti da banche dell'estero sono stati ottenuti pagando un saggio di interesse più elevato del saggio dello sconto. L'ampiezza del ricorso al mercato estero dimostra che l'altezza del saggio di interesse non ha agito da fattore limitativo della domanda di fondi da parte delle aziende di credito.

Incontestabilmente la disciplina dei saggi di interesse attivi e passivi stabiliti dall'accordo interbancario, in quanto ostacola il loro adattamento al variare delle condizioni dell'offerta e della domanda di disponibilità monetarie, contiene un elemento di artificiosità che prima o poi converrà rimuovere. Ma occorre osservare che l'inserimento di uno stimolo concorrenziale più attivo nel nostro sistema bancario esige che si provveda, con la necessaria gradualità, ad un riassetto organizzativo; ciò in alcuni casi richiede concentrazioni di aziende, alle quali procediamo prudentemente con la collaborazione delle associazioni di categoria, senza rinnegare l'obiettivo di mantenere il nostro sistema creditizio articolato su una molteplicità di centri di decisione indipendenti gli uni dagli altri. L'azione ispettiva, accentuatasi nel 1964, identifica le situazioni aziendali malate e ne avvia il risanamento promovendo combinazioni più consone alle dimensioni di un mercato sollecitato dalla concorrenza interna ed internazionale.

Il rallentamento, verificatosi nel 1963 e nel 1964, del processo espansivo della nostra economia non poteva non provocare immobilizzazioni e, in alcuni casi, perdite. Sebbene questo fenomeno non abbia assunto l'ampiezza constatata in recessioni precedenti, ha esercitato effetti sulle aziende di credito anche in dipendenza dell'altezza dell'indebitamento delle imprese, specialmente di quelle di più recente costituzione, verso il sistema bancario. Il sistema nel complesso ha resistito soddisfacentemente, l'assetto conferitogli dalla legge bancaria del 1936 rispondendo all'esigenza fondamentale della tutela del risparmio. Non sono mancati cedimenti, ma solitamente circoscritti ad aziende di credito di piccole dimensioni; con una accentuazione presso quelle in cui gli azionisti di maggioranza avevano orientato i finanziamenti verso altre

imprese possedute e in cui si è dimostrata manchevole, per circostanze varie, la scelta dei dirigenti.

In tutti i casi nei quali si sono verificate situazioni di pericolo siamo intervenuti obbedendo a quello che crediamo essere il fondamentale precetto della legge del 1936: la difesa dei depositanti. La comprensiva collaborazione delle aziende di credito e dei loro istituti centrali ha agevolato il nostro compito. In alcuni casi abbiamo promosso la sostituzione di vecchi con nuovi azionisti. Osserviamo in proposito che l'assenza di norme che assoggettino a controllo i trasferimenti di azioni di aziende di credito costituite in forma societaria ostacola l'espletamento dei compiti della vigilanza. Rafforzeremo i servizi di vigilanza; moltiplicheremo il numero delle ispezioni. Ma non possiamo tacere che il moltiplicarsi delle ispezioni non sarebbe sufficiente per tutelare i depositanti se la generalità dei dirigenti delle aziende di credito, alla avvedutezza dei quali essi affidano i loro risparmi, non ispirasse, come in fatto ispira, il proprio comportamento alla più assoluta correttezza.

Le leggi sulle casse di risparmio nelle quali fu affermata la natura pubblicistica degli interessi che si congiungono con la raccolta del risparmio e la legge bancaria del 1936, nella quale questa natura fu riaffermata, si proponevano di impedire l'ingresso nei consigli di amministrazione e nelle direzioni delle aziende di credito di persone non munite dei requisiti necessari per assolvere le gravi responsabilità dell'amministrazione della ricchezza altrui. Mentre crediamo necessario richiamare i principi stabiliti in quelle leggi, abbiamo l'obbligo di sottolineare la gravità delle conseguenze che si produrrebbero quando lo spirito di esse non fosse osservato sia dal settore pubblico – al quale compete di decidere la nomina di dirigenti di casse di risparmio, di istituti di credito di diritto pubblico e di banche di interesse nazionale – sia da quanti hanno responsabilità amministrative nell'ambito delle banche popolari, delle altre cooperative di credito, o delle banche private.

Compete ai responsabili della politica del credito di adeguarla incessantemente alle esigenze di una economia in sviluppo, sopprimendo per quanto possibile gli ostacoli che si oppongono all'entrata di nuove imprese nel mercato, e che le stesse discontinuità create dal progresso tecnico concorrono ad innalzare. Le dimensioni ottime che in un numero crescente di settori le imprese devono assumere per divenire

competitive tendono ad aumentare; in alcuni casi ciò potrebbe richiedere un riordinamento del complesso delle imprese appartenenti ad un determinato settore allo scopo di promuovere un loro assetto più conforme alle nuove condizioni della tecnica. Citiamo a titolo di esempio il settore cotoniero, che in paesi a economia di mercato ha costituito oggetto di misure di riordinamento attuate programmaticamente con la partecipazione dei pubblici poteri e delle stesse imprese. Di ciò, del resto, non può non tenere conto anche l'organizzazione istituzionale del credito; conviene che essa si ammoderni nell'intento di recare un contributo alla conservazione di condizioni di concorrenza operativa.

Una delle cause che provocano una distribuzione degli investimenti non corrispondente a quella ottima del sistema nel suo insieme, risiede nell'influenza del potere finanziario delle imprese sulle decisioni di investimento. I grandi complessi, in quanto abbiano nuove tecniche produttive da realizzare o nuovi prodotti da introdurre, possono più facilmente rivolgersi al mercato creditizio per ottenere i capitali occorrenti. Il pericolo è ancora maggiore quando i grandi complessi, per l'appartenenza al settore pubblico, siano in grado di esercitare un'azione di rottura.

Le grandi imprese, specialmente quando appartengono al settore pubblico, hanno sulle piccole il vantaggio di potersi rivolgere contemporaneamente a più d'una azienda di credito. La massima frequenza di aziende di credito affidanti si osserva, infatti, nei crediti di maggior importo, la minima in quelli che stanno all'altro estremo.

I crediti di piccolo e medio importo sono quelli più attentamente scrutinati. Sembra si creda che essi comportino rischi maggiori proprio perché le imprese che li ricevono sono quelle che possono fallire; mentre i crediti alle grandi imprese, specialmente se appartenenti al settore pubblico, sono ritenuti immuni da questo rischio.

In tutti i casi in cui nell'assistenza finanziaria alla medesima impresa concorrono più aziende di credito, si constata che accanto alle più grandi sono sempre presenti le più piccole; le grandi procedono attorniate dalle piccole, come se il giudizio di quelle fosse da solo garanzia sufficiente; in alcuni casi si sarebbe indotti a supporre che le aziende di credito minori commisurino i loro interventi su quelli delle maggiori applicando un coefficiente di riduzione.

Da quanto esposto si deduce che gli elementi di rigidità che ostacolano l'adattamento del volume dei finanziamenti al mutare delle condizioni della congiuntura e che tendono a concentrare l'incidenza degli aggiustamenti stessi sulle imprese piccole e medie del settore privato risiedono innanzitutto nell'altezza delle occorrenze del settore pubblico e in special modo degli enti locali, e nell'altezza di quelle per il finanziamento di grandi opere pubbliche e di grandi impianti industriali, sia delle imprese del settore pubblico sia di quelle del settore privato, la cui esecuzione si estenda su lunghi periodi di tempo. Altro elemento di rigidità consiste nella accentuata pressione che queste imprese esercitano sul credito a breve termine, quando il loro finanziamento avvenga (come di fatto avviene) con ricorso sia a questa forma di credito sia a quello a lungo termine, proprio nei periodi in cui il credito a breve sarebbe più richiesto dalle imprese medie.

Nelle economie moderne tende ad aumentare l'incidenza, sul totale degli investimenti, di quelli in opere pubbliche e in impianti che si eseguono nel corso di anni. Ciò richiederebbe la continuità dei flussi del risparmio, potendo altrimenti verificarsi situazioni nelle quali divenga necessario finanziare il completamento delle opere mediante l'espansione della liquidità. Nei paesi finanziariamente più evoluti la continuità dei flussi del risparmio è creata dalla estensione assunta dai fondi assicurativi e previdenziali. La limitata applicazione di sistemi previdenziali basati sulla capitalizzazione ed il proposito di un loro abbandono costituiscono un ostacolo alla creazione nel nostro Paese di un efficiente mercato dei capitali.

FENOMENI ECONOMICI SOTTOSTANTI A QUELLI MONETARI E LORO INTERDIPENDENZE

Abbiamo misurato l'ampiezza dei fenomeni monetari che hanno accompagnato le vicende della nostra economia negli ultimi anni e la parte che è spettata, nel determinarli, alla spesa pubblica, ai rapporti con l'estero e al sistema creditizio.

Dobbiamo ora tentare di analizzare gli accadimenti sottostanti ai fenomeni monetari, richiamando alcuni caratteri del processo di sviluppo che si è svolto dopo la fase di ricostruzione, ossia a partire all'incirca dal 1950.

Movendo da posizioni di arretratezza tecnologica accentuata e diffusa, l'economia italiana ha realizzato nel periodo apertosi in quel torno di tempo avanzamenti che hanno avvicinato alcuni settori industriali al livello delle economie più progredite. Nel corso di questi anni, ad applicazioni di fattori produttivi aggiuntivi hanno corrisposto aumenti più che proporzionali nelle produzioni. Se si ammette che gli aumenti stessi, nella parte eccedente quella proporzionale alle maggiori applicazioni di capitali e di lavoro, misurino il contributo dell'innovazione tecnologica si arriva per via statistica ad assegnare a questa la metà circa dello sviluppo del reddito conseguito dopo il 1950.

Le applicazioni di capitale, di lavoro e di nuove tecnologie sono state più intense nel settore industriale, nel quale per conseguenza il processo di sviluppo si è concentrato. L'offerta ed il reddito di questo settore crescevano ad un ritmo sensibilmente superiore a quello dell'offerta e del reddito complessivi, al tempo stesso che la domanda di beni prodotti dagli altri settori aumentava più rapidamente della rispettiva offerta. La domanda estera in continua espansione, creando sbocchi nel mercato internazionale all'eccedente offerta di beni industriali, assumeva una funzione essenziale nel sostenere e orientare lo sviluppo. L'aumento dell'offerta del settore industriale non si rifletteva adeguatamente nella diminuzione dei prezzi dei prodotti industriali, mentre l'eccesso di domanda negli altri settori determinava sensibili aumenti nei prezzi degli altri prodotti e dei servizi.

Quanto più si intensificavano i rapporti con il resto del mondo, tanto più i prezzi interni erano influenzati da quelli internazionali; d'altro canto, anche il livello dei salari si accostava a quello dei paesi industrialmente più progrediti. Questo moto si accelerava per effetto della crescente attrazione sulle forze di lavoro, da parte di paesi che più estesamente si avvalgono della mano d'opera italiana, provocata dal fatto che in essi, pur in presenza di un'alta congiuntura, si sono interrotti afflussi di mano d'opera da altre provenienze.

La tendenza dei salari in Italia ad accostarsi al livello di quelli di paesi con un reddito medio per persona occupata più elevato, aggravava le tensioni alle quali il sistema produttivo veniva assoggettato: la tendenziale equiparazione dei salari degli operai dell'industria a quelli corrisposti negli altri paesi del Mercato comune non poteva

non allungare le distanze fra le diverse categorie di retribuzioni, ampliando così in un primo momento la gamma dei livelli salariali, ma generando al tempo stesso la pressione a restringerla nuovamente mediante l'innalzamento delle retribuzioni più basse. Come effetto complessivo delle spinte iniziali e dei successivi adattamenti settoriali, le retribuzioni medie del sistema si incrementavano più della produttività, e la concentrazione delle forze di lavoro nei grandi aggregati urbani che offrivano maggiori probabilità di miglioramenti economici si intensificava, diffondendo un clima nel quale le rivendicazioni salariali si manifestavano con sempre maggiore asprezza.

Il confronto con i paesi industrializzati, ai quali siamo collegati da relazioni commerciali più intense, dimostra che vi è stato un lungo periodo nel quale lo sviluppo della nostra economia ha proceduto con celerità uguale o maggiore, seguito da un biennio, 1962-63, in cui è stato meno rapido, sino alla fase più recente nella quale, mentre lo sviluppo di quei paesi continua, il nostro perde impeto e quasi si arresta.

Concentrando la nostra attenzione sul periodo nel quale lo sviluppo produttivo è stato più intenso, constatiamo il verificarsi dei seguenti fenomeni: i costi unitari tendono alla diminuzione e si riflettono nell'aumento della competitività dei nostri prezzi e quindi delle esportazioni; l'espansione delle esportazioni attira i fattori produttivi nei settori più concorrenziali; la diminuzione dei costi unitari, soltanto in parte riflessa nei prezzi, accresce i profitti e conseguentemente aumenta gli investimenti in impianti che elevano ulteriormente la produttività del lavoro; quanto più questa aumenta, tanto più i nostri prodotti divengono competitivi e incontrano una domanda in espansione; si estendono così le opportunità di impiego della mano d'opera fino al punto in cui essa viene a scarseggiare, specialmente quella fornita delle necessarie qualificazioni. Risultano tuttavia negletti gli impieghi del reddito in investimenti di carattere sociale, necessari ad apprestare l'ambiente senza il quale riuscirebbe arduo il progresso ordinato di una società basata sul rispetto delle libertà individuali.

Gli aumenti salariali intervenuti in queste condizioni, recando la conseguenza di aumenti dei costi unitari, nella misura in cui si sono trasferiti sui prezzi hanno abbassato il livello di competitività della nostra economia, incidendo negativamente sulla domanda estera; nella misura in cui non si sono trasferiti sui prezzi, hanno provocato la restrizione dei margini di profitto. Ne è derivata una minore propensione agli

investimenti e quindi una minor domanda di beni strumentali e da ultimo una minor domanda globale.

Per mantenere il volume degli investimenti, le autorità monetarie avrebbero potuto seguire ad espandere l'offerta di moneta nella quantità necessaria a consentire che si ricostituissero le disponibilità di reddito delle imprese; ma questa politica non avrebbe potuto procedere oltre certi limiti. Infatti, essendo la nostra economia integrata nel mercato internazionale sulla base di cambi fissi, le minori esportazioni e le maggiori importazioni avrebbero frenato l'ascesa dei prezzi; ma ne sarebbe derivato un crescente disavanzo della bilancia dei pagamenti. Continuando l'aumento dei costi, l'equilibrio delle imprese sarebbe stato ulteriormente danneggiato e le politiche di attivazione o riattivazione degli investimenti sarebbero divenute di incerto successo.

In definitiva, un processo di sviluppo sollecitato dall'espansione della domanda esterna può perdurare in quanto persista la condizione dalla quale esso dipende: aumento dei costi unitari non superiore a quello dell'estero. Quando questa condizione manca, lo sviluppo si rallenta; il fenomeno cominciò a delinarsi nel nostro Paese nel 1962 e ne demmo notizia nella Relazione all'Assemblea dei partecipanti letta il 30 maggio di quell'anno. All'indebolimento della forza di trazione esercitata dalla domanda esterna si è aggiunto quello della domanda di investimenti, conseguente alla contrazione degli autofinanziamenti provocata da un'inflazione dei costi (salari, oneri accessori, imposte).

La contrazione dell'attività d'investimento negli impianti industriali, aggravata nei suoi effetti dai minori investimenti nell'edilizia residenziale, ha assottigliato il flusso di reddito in questi settori, e ha correlativamente ridotto la domanda di beni di consumo proveniente da essi; in tal modo ha comunicato al settore dei beni di consumo, in ispecie durevoli e semidurevoli, l'impulso depressivo dell'occupazione e del reddito, con azione specifica sui margini di profitto e quindi di nuovo sulla domanda di investimento. Si è così instaurata una spirale discendente in cui ogni giro genera le forze che determinano quello successivo.

Una volta toccato questo stadio, alla spinta al rialzo dei costi unitari di produzione esercitata dai salari si è aggiunta quella dovuta alla stessa diminuzione dei volumi di produzione, che riduce la superficie sulla quale si ripartiscono le spese di

capitale e gli oneri fissi. L'importanza assunta da tutti questi oneri nelle moderne tecnologie produttive è tale da indebolire la stessa resistenza delle imprese, di fronte alle minacce di sospensione del lavoro da parte operaia. Il processo di lievitazione dei costi unitari ha così mutato natura: la spinta salariale è sfociata in una situazione di aggravio generale di oneri di impresa per unità prodotta.

Secondo le valutazioni ufficiali, nel 1964 gli investimenti lordi nel settore industriale sono ammontati a 1.750 miliardi, importo che è appena dello stesso ordine di grandezza degli ammortamenti considerati nel calcolo del prodotto netto industriale in una cifra pari a 1.786 miliardi. Se si tiene presente che nel 1964 il completamento di impianti nuovi ha richiesto investimenti di centinaia di miliardi e che i relativi importi sono inclusi nella cifra degli investimenti lordi, si deduce che in un grande numero di imprese non sono stati effettuati investimenti atti a compensare l'usura degli impianti. Se ne ha conferma dall'indagine sulle principali voci dei costi e dei ricavi in alcuni grandi gruppi di industria, contenuta nella Relazione, ove si trovano anche considerazioni metodologiche dirette a porre in evidenza i limiti e la validità dell'elaborazione stessa.

L'indagine considera l'andamento dei prezzi delle principali materie prime immesse nel processo produttivo, da un lato, e quello dei prezzi dei prodotti estratti dal processo produttivo stesso, dall'altro, le ore di lavoro prestate e i salari, vale a dire l'andamento dei costi di lavoro, in modo da calcolare lo spostamento nella distribuzione del valore aggiunto tra il lavoro dipendente e gli altri redditi, residuo questo che comprende i servizi, gli interessi, gli ammortamenti e le imposte.

Da questa indagine appare che nel corso del 1964 un grande numero di imprese non è stato presumibilmente in condizioni di effettuare gli ammortamenti in misura adeguata. Se si considera che l'analisi condotta è necessariamente per grandi settori e che in ciascuno di essi vi sono imprese tecnologicamente più avanzate che hanno potuto sopportare meglio l'urto degli aumenti salariali e che pertanto hanno conservato l'equilibrio economico, la condizione delle imprese meno attrezzate è in realtà peggiore di quella che il dato reddituale medio sembrerebbe indicare.

Nel gruppo delle industrie meccaniche dal 1961 al 1964 i prezzi delle materie prime fondamentali hanno presentato una diminuzione del 5,8 per cento; i prezzi dei

prodotti hanno presentato un aumento del 12,6 per cento; i salari medi orari sono aumentati del 45,6 per cento. Tenuto conto delle ore di lavoro e della produzione ottenuta, si desumerebbe che in questo settore di industria la distribuzione del valore aggiunto abbia subito una alterazione profonda; nel complesso del settore la quota di esso attribuita ai redditi diversi da quelli del lavoro dipendente, comprensivi dei servizi, degli interessi, degli ammortamenti e delle imposte, sarebbe diminuita di un 24 per cento per unità di valore aggiunto. Una diminuzione di questa entità induce a credere che un grande numero di imprese meccaniche nel corso del 1964 non abbia effettuato ammortamenti. Quindi la forza competitiva di questa industria nel futuro risulterà, salvo come si è detto per le imprese che si sono tecnicamente rinnovate, indebolita dall'invecchiamento delle attrezzature che essa impiega.

La stessa indagine riferita al gruppo delle industrie tessili adduce a conclusioni non meno preoccupanti. Questo gruppo partiva nel 1961 da posizioni nelle quali l'asprezza della concorrenza aveva abbassato il livello dei prezzi in prossimità di quello dei costi; esso non disponeva quindi di margini nei quali riassorbire le conseguenze dell'aumento del costo di lavoro per unità prodotta. Di fronte ad un aumento del 4,1 per cento nei prezzi delle materie prime, del 52,7 per cento nei salari medi orari e del 15,8 per cento nei prezzi dei prodotti, l'industria tessile reagiva abbassando il numero delle ore di lavoro a parità di produzione; sopravviveva, escludendo le forze di lavoro addette agli impianti meno efficienti.

Nel gruppo delle industrie metallurgiche i prezzi delle materie prime e dei prodotti sono diminuiti; la produzione industriale è aumentata dell'8,5 per cento mentre le ore di lavoro sono diminuite dell'1,3 per cento. L'effetto congiunto di questi aggiustamenti sarebbe stato quello di compensare l'aumento dei salari medi orari. L'insieme dei redditi lordi, diversi da quelli di lavoro dipendente, per unità di valore aggiunto è aumentato del 4,4 per cento. Occorre considerare però che, nel periodo in esame, sono entrati in produzione nuovi impianti, provocando un notevole innalzamento del capitale impiegato per singolo addetto. Ne segue che in questo ramo di attività, che in larga parte rientra nel settore pubblico, il raggiungimento dell'equilibrio dei conti economici delle imprese richiede che nel riparto del valore aggiunto una quota maggiore che in passato venga attribuita al fattore capitale.

Nelle industrie chimiche i prezzi delle materie di base sono aumentati del 9,8 per cento; i prezzi dei prodotti dell'8,2 per cento; i salari medi orari del 50,4 per cento; il volume della produzione del 35,4 per cento e le ore di lavoro dell'1,2 per cento. Nonostante il forte aumento della produttività del lavoro, si è verificato uno spostamento dei redditi verso il lavoro dipendente. Se si considera che anche l'industria chimica, sia nel settore pubblico che in quello privato, ha compiuto ingenti investimenti e che essa è costretta ad una rapida rinnovazione degli impianti, non sembra arrischiato arguire che i conti economici non chiudono in equilibrio: non ha luogo, cioè, l'acquisizione di redditi sufficienti per finanziare il rinnovo degli impianti nella misura necessaria per mantenere la competitività del settore.

Nel complesso non sembra contrario alla verità che nel corso del 1964, se si eccettuano i settori nei quali sono stati completati grandi impianti decisi negli anni passati, il progresso dell'efficienza è stato ottenuto specialmente attraverso il miglioramento dell'organizzazione produttiva; ma l'industria non ha potuto continuare nello stesso ritmo di avanzamento tecnologico che ne aveva contraddistinto il comportamento negli anni precedenti e che richiederebbe che essa potesse disporre di più ampi mezzi da destinare non solo al rinnovamento degli impianti, ma anche alla ricerca scientifica.

Dal quadro descritto crediamo si possa trarre la conclusione che l'alterazione del rapporto costi-ricavi sulla quale attirammo l'attenzione nella Relazione letta il 30 maggio 1962, costituisce la causa principale dell'abbassamento del livello degli investimenti e dell'occupazione.

Una politica di reflazione della domanda basata sulla esecuzione di opere pubbliche contribuirà al miglioramento delle infrastrutture sociali, ma gli effetti indotti sul livello degli investimenti si manifesteranno nei limiti entro i quali l'abbassamento dei costi unitari, conseguente alla ripartizione delle spese fisse su un maggior volume di prodotti, non sarà interrotto o neutralizzato dall'aumento dei costi di lavoro. Nel 1964 nel settore industriale compresa l'edilizia il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato del 9,4 per cento.

La continuità di sviluppo della nostra economia dipende dalla ricostituzione dell'equilibrio dei conti economici delle imprese, sia perché ciò rappresenta la

condizione necessaria affinché si impedisca il decadimento delle macchine alle quali gli operai applicano il loro lavoro, sia perché la mancanza di equilibrio alla lunga menomerebbe la vitalità delle imprese del settore privato che, a differenza di quelle del settore pubblico, incontrerebbero crescenti difficoltà per accedere al credito.

Provvedimenti creditizi destinati a recare soccorso a singole imprese che si dibattono nelle difficoltà derivanti dalla impossibilità di ricostituire durevolmente l'equilibrio fra costi e ricavi, quantunque ispirati a comprensibili considerazioni dirette a lenire la grave situazione dei loro dipendenti, ritardano nondimeno il processo di adattamento alle condizioni di una economia integrata nel mercato internazionale e in definitiva sviluppano effetti negativi sull'occupazione globale. Diffusi soccorsi di questa specie, quando vi si unisse il divieto alle imprese di commisurare i quadri della mano d'opera alle esigenze di produrre a costi competitivi, e si ostacolassero processi di concentrazione diretti a elevare l'efficienza produttiva, avrebbero indubbiamente l'effetto di indebolire, non già di accrescere, la forza di resistenza della nostra economia.

Quando il livello dei prezzi non possa salire per la concorrenza internazionale, la correzione degli effetti di una inflazione spinta dai costi si ottiene con maggiore immediatezza ponendo in essere provvedimenti diretti ad attenuare l'incidenza degli oneri fiscali sulle imprese. Provvedimenti di questa natura sono stati attuati di recente, ma i loro effetti hanno compensato soltanto parzialmente gli aumenti dei costi di lavoro. Quando le imprese conseguono redditi insufficienti, agevolazioni tributarie in materia di ammortamenti risultano invece scarsamente efficaci, come è attestato dalla circostanza che in numerosi casi gli ammortamenti eseguiti risultano inferiori a quelli consentiti fiscalmente.

Nel corso della Relazione si sono esaminate le esperienze in materia di sviluppo economico fatte da altri paesi. In particolare, si è visto che alcuni di essi, allo scopo di forzare il ritmo di sviluppo, hanno fatto assegnamento su un aumento indiscriminato della domanda ottenuto finanziando con il credito dell'istituto di emissione, ossia con l'espansione monetaria, attività produttive addizionali che non avrebbero trovato sostegno nel flusso di risparmio. Mentre questo indirizzo scoraggiava l'offerta di risparmio, il mantenimento di saggi d'interesse relativamente bassi stimolava

fortemente la domanda di credito. La dilatazione creditizia così operata alimentava una sequenza ascendente dei costi e dei prezzi che, fra l'altro, riduceva il valore reale dei crediti concessi e dava quindi luogo al fenomeno tipico delle spirali inflazionistiche, ossia alla coesistenza dell'espansione monetaria con una generale penuria di mezzi. Le distorsioni provocate nella direzione degli investimenti, lo spreco di risorse e l'aumento dei costi determinavano uno scadimento generale del sistema economico. Le conseguenze sul processo produttivo da principio erano celate dal fatto che le imprese, pur in assenza di un effettivo equilibrio tra costi e ricavi, continuavano a produrre, ma riducevano il volume degli ammortamenti. Si giungeva quindi a una situazione di usura e di obsolescenza diffuse degli impianti produttivi: ciò, unitamente alla inadeguatezza e alla insufficiente manutenzione delle infrastrutture, rivelava alla fine l'effetto ritardatore dello sviluppo, inerente a quelle politiche.

NECESSITÀ DI RAFFORZARE LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLA NOSTRA ECONOMIA

Il superamento di constatati squilibri dell'economia italiana, che si ottenga non con sacrificio dell'elevata efficienza necessaria per poter affrontare una competizione internazionale sempre più agguerrita, bensì traendo dalla eliminazione degli squilibri stessi – con riguardo particolare ad alcune fondamentali infrastrutture – la possibilità di ovviare ad inconvenienti funzionali che non mancano di tradursi in appesantimenti dei costi aziendali, costituisce l'intento sostanziale del progetto di programma economico, in corso di esame finale per la presentazione al Parlamento. Lo sforzo di conoscenza e di previsione che con esso si compie, in linea anche con le indagini delle prospettive a medio termine effettuate nell'ambito dei paesi del Mercato comune, ha ovviamente richiesto la nostra attenta considerazione, con riguardo sia ai traguardi quantitativi fissati, sia agli strumenti di attuazione previsti, sia, per la particolare incidenza sui nostri compiti, ai connessi problemi di finanziamento.

Costituisce un elemento di distinzione del programma economico, rispetto a quello di altri paesi, il tentativo di analizzare gli investimenti finanziari dei diversi settori dell'economia. Dal canto nostro, abbiamo creduto di recare un contributo alla

conoscenza di questi fenomeni con la presentazione di una *matrice finanziaria* nella quale sono analizzati i rapporti di debito e credito fra i vari settori. Gli elementi così coordinati agevolano l'interpretazione delle esperienze degli anni recenti, le quali confermano che il trasferimento di risorse da un settore all'altro della economia, con l'ausilio della intermediazione finanziaria, incontra limiti invalicabili.

Quando, in un assetto di redditi e di imposte orientato verso una maggiore uguaglianza, l'offerta di azioni e di obbligazioni eccede la disposizione a risparmiare in queste forme, si determina una flessione dei corsi che sposta ulteriormente l'inclinazione del pubblico verso la spesa o almeno verso la detenzione di moneta o di crediti a breve termine espressi in moneta; nell'un caso e nell'altro si ha uno scadimento nella struttura e nel potenziale finanziario dell'economia. Nel nostro Paese questo processo è in atto dal 1961, anche se nell'ultimo anno si è attenuato.

Mentre le occorrenze per finanziamenti a lungo termine sono aumentate senza soste, la possibilità di soddisfarle con collocamenti di titoli presso il pubblico non ha presentato in valori assoluti variazioni apprezzabili, e nel 1963 si è verificato addirittura un regresso; nel complesso di tali collocamenti, quelli costituiti da sottoscrizioni di azioni da parte di residenti si sono mantenuti ad un livello modesto. Conseguentemente, la quota dei finanziamenti a lungo termine, alla quale si è dovuto far fronte con creazione di disponibilità monetarie, è aumentata di anno in anno: essa è stata di 648 miliardi nel 1961 e di 1.326 nel 1964. Cioè, finanziamenti a lungo termine per opere pubbliche e per impianti, e in non pochi casi per disavanzi di gestione di enti pubblici, hanno avuto come contropartita, nella misura del 33 per cento nel 1961 e del 47 per cento nel 1964, liquidità primaria e secondaria della quale sono divenuti titolari milioni di cittadini.

Nelle economie in cui non si verificano mutamenti strutturali dell'ampiezza di quelli in atto nella nostra è possibile stabilire indici significativi di correlazione tra l'aumento del reddito e l'aumento della liquidità primaria e secondaria ed è quindi possibile stabilire se in un periodo di tempo determinato la variazione della liquidità risulti o no conforme alla norma. Nella nostra economia la interpretazione di queste indicazioni è più incerta: ma non ci si può sottrarre alla constatazione che in essa il rapporto liquidità-reddito ha raggiunto un livello assai più alto di quelli intorno ai quali

si mantiene in altri paesi sviluppati. La circostanza che questo rapporto è andato ininterrottamente aumentando per molti anni dimostra d'altra parte che la liquidità della nostra economia possiede elementi di stabilità, che fanno apparire eccessive alcune preoccupazioni manifestate in sedi internazionali. Tuttavia non può non destare perplessità la circostanza che nel nostro Paese una quota cospicua delle attività finanziarie possedute dal pubblico assume forme che consentono ai detentori di procedere con immediatezza al loro disinvestimento senza subire alcuna perdita patrimoniale appena essi decidono di accelerare il ritmo della spesa.

La decisione di spendere non è determinata soltanto dalle disponibilità di moneta e di quasi moneta che ciascuno possiede e dal flusso dei suoi redditi, ma anche dalla possibilità di integrarle con l'alienazione di altri cespiti patrimoniali. Una struttura finanziaria è tanto più efficiente quanto più essa consente il realizzo di titoli senza che questo sposti sensibilmente il livello dei saggi di interesse. Esiste comunque un limite al di là del quale il contenimento dell'aumento dei saggi di interesse può essere ottenuto soltanto accrescendo l'offerta di moneta; ciò è accaduto in Italia negli anni recenti. Mentre l'aumento dell'offerta di moneta poté negli anni 1962 e 1963 essere assorbito nella riduzione delle riserve valutarie ed in un aumento di prezzi che abbassò la competitività delle nostre merci rispetto a quelle estere, nelle condizioni del momento presente l'impatto sulle riserve valutarie potrebbe essere anche più grave, rappresentando esse una minor quota della liquidità primaria e secondaria (7,3 per cento nel 1964 contro 12,8 per cento nel 1961); il sistema economico d'altro canto non sarebbe in condizioni di sopportare ulteriori aumenti di prezzi.

Se questa affermazione è esatta, se ne deduce che i margini di manovra concessi alla politica monetaria nel momento presente e nel futuro prevedibile sono meno ampi di quelli del 1961. Sarebbe maggiore il pericolo derivante dal ripetersi di interventi come quelli con i quali nel quarto trimestre del 1962 e nel primo trimestre del 1963 si arginò la caduta dei corsi obbligazionari, ma si accrebbe in misura eccessiva la liquidità dell'economia. A causa dei realizzi di titoli a reddito variabile e a reddito fisso e del diffuso disinteresse dei privati per le nuove emissioni degli uni e degli altri, i collocamenti di titoli presso il pubblico caddero rispetto a quelli degli anni precedenti. Mentre nel 1961 erano stati di 1.120 miliardi, nel 1963 furono di soli 840 miliardi, a

fronte di 2.429 miliardi di finanziamenti a lungo termine; cioè, solo un terzo di tali finanziamenti fu coperto con il provento del collocamento di titoli presso il pubblico. Ne derivarono fenomeni inflazionistici che menomarono la fiducia nella stabilità monetaria e allontanarono i risparmiatori dal mercato nel quale si collocano titoli obbligazionari.

Nel corso della Relazione sono esaminati i fattori di carattere istituzionale che non soltanto nel nostro mercato ma anche in mercati esteri provocano la tendenza ad aumentare l'impiego delle liquidità primarie e secondarie in finanziamenti a lungo termine. L'intermediazione del sistema bancario tende ad esercitarsi in misura crescente nel senso di finanziare acquisti di titoli mediante l'acquisizione di depositi remunerati con saggi di interesse più elevati; ciò sembra corrispondere ad una preferenza del pubblico, che ottiene ad un tempo il più alto grado di liquidità dei propri patrimoni e una retribuzione soddisfacente. La Relazione esamina altresì i fattori congiunturali che nel nostro mercato tendono a rallentare la velocità di circolazione dei depositi. Queste constatazioni confermano che il problema più urgente di fronte al quale sono poste le autorità responsabili è quello di organizzare un efficiente mercato dei capitali nell'intento appunto di contenere il fenomeno della sottoscrizione, con creazione di disponibilità monetarie, dei titoli obbligazionari.

Le emissioni lorde e nette di valori mobiliari dal 1961 in poi sono aumentate senza sosta: nel 1961 l'ammontare delle emissioni lorde era stato di 1.915 miliardi e nel 1964 è stato di 2.687 miliardi; le emissioni nette sono state, rispettivamente, di 1.432 e di 1.927 miliardi. Tutto l'aumento è attribuibile alle emissioni obbligazionarie; aggiungasi che nel 1964 una parte cospicua delle emissioni azionarie è stata assunta da non residenti nella forma di partecipazioni in società italiane. Su un totale di emissioni obbligazionarie nette di 1.372 miliardi effettuate nel corso del 1964, appena 298 miliardi sono stati collocati presso il pubblico e le imprese assicurative; il resto è stato collocato presso il sistema creditizio e gli istituti di previdenza.

All'aumento delle emissioni di obbligazioni hanno concorso in misura crescente quelle effettuate per conto del Tesoro e quelle dell'ENEL, dell'ENI, dell'IRI, commisurate al 46 per cento del totale delle emissioni nette di titoli a reddito fisso nel 1964. Inoltre, nell'ultimo biennio, quote importanti del fabbisogno di questi enti e delle

imprese controllate sono state soddisfatte con il ricorso al credito a breve termine; poiché ciò non potrebbe continuare indefinitamente in futuro, è da presumere che queste emissioni si accresceranno in misura ragguardevole. Ne segue che riuscirà sempre più arduo creare lo spazio necessario per inserirvi più cospicue emissioni da parte degli istituti speciali di credito mobiliare e immobiliare. Queste si sono mantenute negli anni dal 1962 al 1964 su livelli all'incirca invariati. Sono aumentate le operazioni di credito mobiliare e si è modificata la loro distribuzione geografica, essendosi accresciuta la partecipazione dei finanziamenti a industrie situate nelle regioni comprese nella competenza territoriale della Cassa per il Mezzogiorno dal 48 per cento nel 1963 al 61 per cento nel 1964.

La dilatazione forzata del volume delle emissioni obbligazionarie mediante creazione di liquidità ha innalzato in Italia il valore del rapporto tra le emissioni e il reddito nazionale a un livello assai superiore a quello esistente negli altri paesi della Comunità economica europea. Nonostante ciò tutti i settori economici lamentano un'insufficiente offerta di capitali e l'altezza del prezzo di quelli disponibili, senza dare adeguata considerazione al fatto che i saggi di interesse già sono mantenuti artificialmente bassi con creazione di disponibilità liquide. In questi anni si è andata diffondendo la singolare concezione che all'insufficienza di capitali si possa porre rimedio accordando a questo o a quell'ente la facoltà di emettere obbligazioni, e sollecitando quelli che ne sono muniti ad emetterne in gran copia; il problema è sembrato essere soltanto quello di promettere contributi sugli interessi. Amministrazioni autonome sono state autorizzate ad assumere impegni di spesa prima ancora di aver reperito i capitali. Infine si è suggerito che la provvista di capitali per finanziamenti a lungo termine possa compiersi direttamente presso la Banca d'Italia. Mentre confermiamo che l'istituto di emissione considera l'impiego di somme in titoli emessi o garantiti dallo Stato fra le operazioni mediante le quali esso regola la liquidità dell'economia, crediamo nostro obbligo avvertire della gravità dei pericoli insiti negli indirizzi testé ricordati.

Il progetto di programma economico riconosce che il raggiungimento degli obiettivi è condizionato al verificarsi di una distribuzione del reddito coerente con una adeguata formazione di risparmio. E poiché non è compatibile con il mantenimento

dell'equilibrio monetario che l'apporto esterno di risparmio sia affidato esclusivamente all'indebitamento delle imprese, occorre che si restituisca una parte meno inconsistente all'apporto di capitali sotto forma di partecipazioni azionarie: diviene sempre più urgente, a questo scopo, promuovere la formazione di risparmio istituzionale e il suo impiego in azioni.

Conviene osservare che non si è dedicata sufficiente considerazione ai progetti di creazione di appositi fondi comuni di investimento ai quali affluisca una quota di risparmio di lavoratori dipendenti e in special modo quella corrispondente ad incrementi di retribuzioni determinati da meccanismi automatici di adeguamento. Non può neppure tacersi che ha suscitato delusione la mancata approvazione delle norme, proposte da gran tempo, che dovrebbero regolare i fondi comuni di investimento.

Nel corso dei primi mesi del 1965 la situazione del mercato finanziario ha presentato sintomi di miglioramento: importanti emissioni obbligazionarie sono state collocate presso il pubblico; titoli di precedenti emissioni sono in parte defluiti dai portafogli bancari a quelli privati in condizioni di soddisfacente stabilità delle quotazioni. Occorre osservare in proposito che gli acquisti di titoli da parte dell'istituto di emissione o di enti che da esso traggono le disponibilità monetarie sono stati effettuati e devono essere effettuati in base alle quotazioni di mercato.

Trattasi invero di impieghi temporanei, l'obiettivo ultimo essendo e continuando ad essere quello del collocamento presso il pubblico quando le condizioni lo consentano. Ma le emissioni azionarie non hanno potuto essere riattivate, perché le condizioni del mercato non appaiono ancora sufficientemente ricettive. Nel corso della Relazione abbiamo indicato provvedimenti atti a migliorare tali condizioni ed abbiamo altresì dedicato un ampio esame alle funzioni svolte dagli intermediari istituzionali nei paesi finanziariamente più evoluti. Dobbiamo, per altro, riaffermare che il miglioramento duraturo di esse richiede che il sistema delle imprese abbia nuovamente la prospettiva di conseguire profitti ragionevoli, atti a rafforzarne gradualmente la struttura patrimoniale che, come abbiamo precedentemente comprovato, è stata in numerosi casi menomata.

Nel quarto trimestre del 1964 gli indici della produzione industriale hanno segnato un arresto del processo di flessione, eccettuata l'edilizia e le attività ad essa

collegate, e in qualche settore una sensibile ripresa, che è continuata nel primo trimestre del 1965. Al tempo stesso sono comparsi sintomi che sembrano indicare il delinarsi di qualche progresso verso l'equilibrio nei conti economici delle imprese. Occorre per altro sottolineare che i miglioramenti non sono diffusi e che il loro estendersi alla generalità del sistema economico procede lentamente.

La ragionevolezza dimostrata dai lavoratori nei settori di industrie più esposti alle oscillazioni della congiuntura ha certamente concorso all'accadere di questi fenomeni; se ad essa ispireranno il loro comportamento le organizzazioni sindacali, non mancheranno di consolidarsi i miglioramenti verificatisi. In pari tempo si è accentuata la pressione da parte delle organizzazioni sindacali nei confronti del settore pubblico. Quando queste rivendicazioni provocassero l'effetto di aumentare ulteriormente i disavanzi di gestione degli enti pubblici, la conseguenza ultima sarebbe che essi diverrebbero ancora più dipendenti dal credito e quindi sottrarrebbero maggiori quote di esso ai settori privati.

Il ricorso al credito a breve e a lungo termine da parte degli enti pubblici in generale, e in special modo da parte degli enti locali, nel 1964 è aumentato rispetto all'anno precedente. Sempre nel corso del 1964, il rapporto tra i finanziamenti netti a breve e a lungo termine affluiti alle imprese del settore pubblico e quelli affluiti alle imprese del settore privato, considerate nella nostra consueta indagine relativa alle cinquecento imprese, è alquanto aumentato a vantaggio delle prime. L'importo totale dei finanziamenti a breve e a lungo termine, in tutte le diverse forme, affluiti al settore pubblico (comprensivo delle aziende autonome, degli enti locali, di altri enti pubblici e delle imprese a prevalente partecipazione statale) nel 1963 era stato di 1.528 miliardi e nel 1964 è stato di 2.230 miliardi, rappresentando il 69 per cento del totale dei finanziamenti dell'anno.

Signori Partecipanti,

crediamo di aver dimostrato che il ristabilimento dell'equilibrio dei conti economici delle imprese del settore pubblico e di quello privato costituisce la condizione necessaria affinché si compia durevolmente la riattivazione della domanda di investimenti e che questa non potrà risollevarsi se non parallelamente al ripristino di quell'equilibrio.

L'osservazione del comportamento delle forze che spingono verso l'equilibrio o che allontanano da esso induce a ritenere che le prime possano preponderare sulle seconde, ma che il loro effetto si manifesterà gradualmente nel tempo.

Il programma economico, avvalendosi degli elementi di conoscenza oggi disponibili sui fondamentali aggregati e concorrendo esso stesso ad estenderli e ad affinarli, potrà agevolare la valutazione delle misure di politica economica, in termini delle priorità che si intendano stabilire e delle alternative che risulti inevitabile sacrificare o comprimere, in una ripartizione dei mezzi ordinata secondo le esigenze della pubblica e della privata economia. Lo stesso programma accoglie una politica dei redditi ispirata al principio di contenere il saggio di accrescimento dei redditi monetari da lavoro dipendente in prossimità di quello della produttività media del sistema economico; inoltre ammette che la quota dei profitti debba essere mantenuta all'altezza necessaria per incoraggiare il processo di investimento. Alcune delle grandi organizzazioni sindacali, senza rinunciare all'impiego della forza contrattuale della quale dispongono, affermano il proposito di inquadrare l'azione rivendicativa nel rispetto delle esigenze di una economia aperta: ed è desiderabile e importante che ciò avvenga in occasione dei prossimi rinnovi dei contratti nazionali. La più elevata ricettività del mercato obbligazionario, e la maggiore liquidità del sistema bancario consentono alle imprese di fare assegnamento sui finanziamenti occorrenti per procedere alla introduzione delle innovazioni tecnologiche necessarie a conservare l'efficienza produttiva imposta loro dalle condizioni della concorrenza interna e internazionale. Il risollevarsi dell'attività in alcuni settori della produzione industriale contribuisce a propagare gli effetti degli accresciuti volumi di produzione e quindi consente che la ripartizione degli oneri fissi di impresa avvenga su una maggiore quantità di prodotti.

Per contro, gli elementi di elasticità operanti soprattutto attraverso l'eliminazione degli extra-salari e degli altri compensi di natura straordinaria, che nel 1964 hanno contribuito al contenimento dei costi unitari, sono andati progressivamente esaurendosi. La scala mobile seguita ad agire in senso pregiudizievole al processo di ricostituzione dell'equilibrio, anche se il numero degli scatti prevedibili per il corrente anno è inferiore a quello dell'anno scorso.

In queste condizioni, appare indubbio che il successo di una politica intesa ad avvicinare i livelli produttivi a quelli corrispondenti al pieno impiego delle risorse di capitale e di mano d'opera è subordinato all'attuazione della politica dei redditi.

Concludemmo la Relazione dello scorso anno affermando che le difficoltà incontrate dalla nostra economia non erano incontrollabili, e l'esperienza ha dimostrato che sono state controllate. Nella Relazione di quest'anno abbiamo creduto essere nostro dovere esporre elementi in base ai quali riesca possibile interpretare correttamente alcuni dei problemi di fondo del momento presente. La nostra economia ha retto validamente, nelle sue strutture, l'urto di una pronunciata alternanza ciclica, ma ha subito una seria perdita di reddito. Il progresso della nostra società si misurerà anche dal successo con cui un'azione informata e tempestiva di politica economica, assistita dal concorso cosciente di tutte le categorie, saprà ridurre tali costi negli eventuali ritorni di congiunture avverse.

Compito nostro è quello di promuovere, attraverso un ordinato svolgimento del credito, la diffusione di una disponibilità sempre maggiore di strumenti di lavoro, anche allo scopo di mantenere unite forze umane che altrimenti sarebbero costrette a disperdersi in altre contrade per cercarvi un'occupazione. Ma l'ideale non si esaurisce nel fornire una maggiore quantità di macchine ed accrescere così la massa di cose utili apprestate all'uomo, bensì nell'offrire a coloro che governano le macchine condizioni di vita più desiderabili. Se accetteremo questo ideale e ci ispireremo ad esso, grazie alla capacità di lavoro dei nostri concittadini e nonostante difficoltà temporanee che l'esperienza ha dimostrato essere superabili, il nostro Paese seguirà ad avanzare, anche se con minore impeto di quello che contrassegnò gli anni cinquanta, e, se amministreremo saggiamente, con una più ampia partecipazione di tutti al suo progredire.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1965

Signori Partecipanti,

la Relazione della nostra Banca deve coordinarsi nel sistema delle fonti di informazione sull'andamento economico e rispetta tale esigenza incentrandosi nell'indagine degli aspetti finanziari. Coerentemente con questa visione, la Relazione che vi viene distribuita, come già quelle che ho avuto l'onore di presentarvi in precedenza, assume ad oggetto di attento esame la formazione della ricchezza mobiliare, i flussi del credito fra i vari settori economici, la gestione di bilancio della pubblica amministrazione, la situazione finanziaria e di reddito delle imprese. L'analisi di questi fenomeni procede per costanti affinamenti annuali, dei quali va data lode ai servizi studi della Banca, e si giova del contributo proveniente dalle relazioni dei capi delle filiali e dalle riunioni periodiche dei dirigenti bancari presso di noi.

La Relazione dà anche conto, più compiutamente che in passato, dell'attività dei vari servizi della Banca. Ai dirigenti e al personale di questi e delle filiali desidero esprimere un cordiale ringraziamento per la competenza e la dedizione che pongono nell'assolvimento dei loro doveri d'ufficio. Dal canto suo, l'amministrazione ha cura di qualificare il personale e di rinsaldarne la compagine, in ispecie mediante corsi di addestramento e convegni di studio in cui gli addetti alle filiali hanno modo di incontrarsi fra di loro e con i dirigenti centrali e periferici. Siamo convinti che queste iniziative varranno a migliorare sia la selezione dei dipendenti per l'avanzamento sia il clima dei rapporti di lavoro in seno all'istituto.

Mentre la situazione di larga liquidità bancaria perdurata durante l'anno ha limitato la richiesta di facilitazioni della banca centrale, attiva è stata la nostra presenza nelle operazioni finanziarie e nella negoziazione dei cambi. Nel delicato e impegnativo settore della vigilanza sulle aziende di credito, la Banca d'Italia e il mondo bancario piangono la dolorosa perdita dell'Ispettore generale dottor Carlo Possenti.

L'evoluzione economica sulla quale il Governatore è chiamato a riferirvi procede per fasi distinte dal ciclo annuale che regge le nostre assemblee, e secondo

tendenze che l'analisi riesce a cogliere nel loro divenire solamente quando sia estesa retrospettivamente oltre i confini dell'annata sotto rassegna. È perciò che, come già lo scorso anno, devo chiedere alla vostra cortesia di seguirmi nel duplice riferimento agli eventi del 1965 e ad altri che si inseriscono in un periodo più ampio.

La realtà economica ci sollecita a estendere anche nello spazio il campo del nostro esame: non già, come poteva avvenire in passato, per l'opportunità di istituire confronti tra andamenti economici nazionali in buona parte indipendenti, ma per il motivo ben più cogente che, nella materia di nostro diretto interesse, i mercati nazionali vengono gradualmente assumendo la configurazione di parti di un sistema internazionale articolato ma unitario.

E relazioni sempre più intense si vengono stabilendo, all'interno delle stesse economie nazionali, tra l'attività delle banche e quella degli altri intermediari finanziari, tra il mercato dei fondi a breve e quello dei fondi a lungo termine.

Cosicché le operazioni con l'interno e quelle con l'estero, il mercato finanziario e quello monetario, non costituiscono settori distinti di attività e di analisi, ma si intrecciano a formare un solo tessuto, il cui disegno mi applicherò a descrivere. Per restare nei limiti di tempo appropriati a questa assemblea, dovrò sorvolare su aspetti anche fondamentali della formazione del reddito e dei prezzi, i quali per altro hanno ricevuto adeguata rappresentazione nella Relazione generale sulla situazione economica del paese e nei capitoli analitici di questa nostra Relazione.

I MERCATI FINANZIARI E L'ORDINAMENTO MONETARIO INTERNAZIONALE

I problemi sui quali dapprima ci soffermeremo riguardano la situazione economica internazionale. In particolare si impongono alla nostra attenzione quelli relativi alla provvista di capitali a lungo termine nei paesi dell'Europa occidentale, incluso il nostro, e al modo di operare del sistema monetario internazionale.

Negli anni recenti, le occorrenze di capitali a lungo termine, sia del settore pubblico sia di quello privato, sono venute aumentando in misura superiore alla

disposizione del pubblico a effettuare sottoscrizioni di titoli, ai saggi di interesse correnti. Questa divergenza ha posto e pone le autorità monetarie di fronte al dilemma, se stimolare il collocamento di titoli presso i risparmiatori permettendo l'offerta di saggi di interesse più alti; oppure contenere l'innalzamento dei saggi di interesse, aumentando i collocamenti presso le banche e accettando il conseguente accrescimento nell'offerta di moneta e di quegli strumenti di credito a breve termine che si designano con il nome di quasi moneta. Il dilemma è reso più grave dalla estensione assunta nelle economie dell'Europa occidentale dal settore pubblico, il quale esercita una domanda di capitali piuttosto rigida; per conseguenza, diminuisce la sensibilità della domanda complessiva di fondi alle variazioni dei saggi di interesse e si accentra nel settore privato l'aggiustamento reciproco tra offerta e domanda che si compie mercé le variazioni dei saggi.

Ad attenuare l'ampiezza di queste, soccorre la possibilità di riversare in parte sul mercato internazionale gli eccessi di offerta e di domanda che si formano sui mercati nazionali. Per effetto della comunicazione ristabilitasi tra questi, l'aumento dei saggi di interesse in un paese attira capitali dall'estero.

Queste connessioni fanno sì che una parte del fabbisogno di capitali a lungo termine dell'Europa occidentale venga soddisfatta mediante la sottoscrizione di titoli ad opera del sistema bancario e mediante l'afflusso di capitale estero a lungo termine. Mentre per le proprie occorrenze di finanziamento esterno i settori pubblico e privato, e in particolar modo le imprese, fanno appello al mercato dei capitali nelle forme di indebitamento a più lungo termine, il settore delle famiglie non esercita, ai tassi di interesse vigenti, una domanda corrispondente di titoli a lungo termine, preferendo l'accumulazione di ricchezza in forma liquida. La conciliazione di queste diverse preferenze viene realizzata dall'intermediazione bancaria sia nel mercato interno, sia in quello internazionale. Nel primo caso le banche acquisiscono titoli di credito a lungo termine sulle imprese in contropartita di depositi a breve delle famiglie; nel secondo caso iscrivono al proprio attivo crediti a breve termine sull'estero, costituiti dalle valute cedute dalle imprese indebitatesi all'estero a lungo termine. Se l'acquisto dei titoli avviene da parte dell'istituto di emissione, si accresce la liquidità delle banche e quindi la loro capacità di concedere crediti addizionali: si crea cioè moneta capace di generare

ulteriore moneta. Un effetto di espansione della liquidità bancaria, analogo a quello sopradescritto, si produce quando le importazioni di capitali dall'estero provocano la costituzione di un saldo attivo della bilancia dei pagamenti finanziato dall'istituto di emissione.

Le considerazioni esposte valgono specialmente per gli anni successivi alla costituzione della Comunità economica europea e all'adozione della convertibilità monetaria, ossia quelli dal 1958 in poi. Nell'insieme del periodo, le occorrenze di capitali a lungo termine hanno manifestato in Europa la tendenza ad aumentare in misura superiore all'incremento del reddito, sia perché lo sviluppo economico si associa all'elevarsi della proporzione tra le applicazioni di capitale e quelle di lavoro, sia perché una parte dei nuovi investimenti non produce direttamente reddito o lo produce a distanza di tempo, sia infine perché le imprese sono divenute più dipendenti da finanziamenti esterni; del pari, nella pubblica amministrazione si è accentuata la tendenza all'aumento dei disavanzi. Queste forze hanno sospinto verso l'alto i saggi di interesse.

In presenza di una politica monetaria che ha mantenuto relativamente bassi i saggi di interesse negli Stati Uniti, la maggiore altezza di quelli europei ha sollecitato l'afflusso di capitali americani: si potrebbe affermare che, esportando capitali a lungo termine e importandone a breve sotto forma di depositi di dollari presso banche americane effettuati da banche centrali estere, gli Stati Uniti hanno contribuito a soddisfare la richiesta di mezzi di pagamento manifestatasi in una parte del mondo e non coperta dagli interventi autonomi degli istituti di emissione.

Invero, la circostanza che negli anni dal 1958 al 1965 l'Europa occidentale ha accumulato avanzi di bilancia dei pagamenti di un importo all'incirca equivalente ai disavanzi creatisi negli Stati Uniti nello stesso periodo per esportazioni di capitali verso di essa, non è sufficiente per concludere che le forze di propulsione del processo espansivo dei mezzi di pagamento verificatosi all'interno di ciascun paese siano localizzate fuori dell'Europa. Gli istituti di emissione sarebbero stati in ogni caso in condizione di attuare operazioni compensative della creazione di liquidità dovuta all'afflusso di capitali americani, qualora ciò non avesse urtato contro resistenze insite

in sistemi economici in sviluppo, i quali proprio per ciò richiedevano una maggiore quantità di mezzi di pagamento.

Nella seconda metà del periodo in esame l'economia americana è stata caratterizzata da un'espansione senza precedenti: gli aumenti dei salari si sono mantenuti mediamente entro i limiti di quelli della produzione per unità di lavoro occupata; i costi di lavoro sono rimasti relativamente stabili; il livello dei prezzi non ha subito variazioni sensibili; l'ampia formazione di profitti ha diminuito la dipendenza delle imprese dalle fonti di finanziamento esterne, stimolandole a effettuare investimenti attraverso i quali sono state introdotte nuove tecnologie. Lo sviluppo dell'assicurazione e della previdenza sociale sulla base della capitalizzazione ha accresciuto le disponibilità di risparmio istituzionale; la conseguente regolarità dei flussi di risparmio ha migliorato l'efficienza del mercato dei capitali di New York, facendo di esso il centro più importante per il reperimento di fondi a lungo termine.

Durante lo stesso periodo, e in particolare negli ultimi anni, nella maggior parte dei paesi europei la formazione del reddito ha avuto luogo in presenza di aumenti salariali eccedenti quelli della produttività; l'aumento dei costi ha superato quello dei prezzi, e la riduzione dei margini di profitto ha contribuito ad ampliare il divario fra la domanda e l'offerta di capitali a lungo termine e ad espandere l'offerta di mezzi monetari.

Di recente, per effetto delle restrizioni volontarie introdotte negli Stati Uniti alle esportazioni di capitali, le filiazioni delle imprese americane in Europa hanno adottato la politica di finanziare quote importanti dei propri investimenti con capitali tratti direttamente dal mercato europeo. Le emissioni di imprese americane in tale mercato sono in conseguenza fortemente aumentate: nel primo trimestre del 1966 esse hanno toccato la cifra di 220 milioni di dollari; si è accentuata l'elevazione dei rendimenti dei titoli obbligazionari. Questa ha assunto proporzioni tali da indurre qualche emittente a soprassedere al collocamento delle emissioni progettate e quindi a rinviare gli investimenti che esse avrebbero finanziato. Si prospetta perciò la possibilità di una contrazione nel volume degli investimenti produttivi di iniziativa americana; ma la loro eventuale sostituzione con impianti di iniziativa europea non modifica i termini del problema di finanziamento.

Le circostanze indicate sollecitano la ricerca di una politica idonea ad allargare le dimensioni del mercato finanziario europeo, e quindi a ridurre la pressione cui viene oggi sottoposta la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti a causa dell'esportazione di capitali. In tal modo l'acquisizione delle tecnologie più avanzate potrebbe essere mantenuta senza associarsi a un esteso assoggettamento delle imprese europee a quelle d'oltre oceano.

Ma nelle condizioni attuali dell'offerta di fondi a lungo termine, per l'economia europea nel suo complesso il problema continua a essere quello di restringere gli investimenti o di accettare che il livello da essi raggiunto possa generare la creazione di attività finanziarie liquide in misura che non sempre si concilia con il mantenimento della stabilità dei prezzi.

Questa creazione deve essere il prodotto di decisioni nelle quali ciascun paese abbia parte di protagonista, non essendo ammissibile che la formazione di attività liquide all'interno dei singoli paesi dipenda dalla politica di liquidità di quelli che emettono le monete di riserva.

Come è noto, fra i Dieci si svolgono attualmente incontri volti a stabilire una base di intesa in merito ai miglioramenti da apportare al sistema monetario internazionale, compresa la creazione di nuovi strumenti di riserva, qualora se ne presentasse la necessità, in modo da consentire una disponibilità di mezzi di pagamento in linea con le esigenze dell'economia mondiale. Le trattative proseguiranno verosimilmente in un ambito più vasto per tener conto degli interessi di altri paesi non appartenenti al gruppo. A questo proposito non possiamo non ricordare che in ripetute occasioni, e particolarmente in quella offerta dalla riunione annuale del Fondo monetario internazionale dello scorso settembre, le autorità italiane hanno fatto conoscere la loro opinione su questi problemi. I numerosi progetti di riforma finora discussi tengono ampiamente conto dei nostri punti di vista sia per quanto concerne i principi sia per quanto si riferisce ai metodi; in modo particolare, riguardo a questi ultimi, è stato riconosciuto che la creazione di nuovi mezzi di riserva dovrà aver luogo in stretta associazione con il Fondo; che il controllo sulla creazione dei nuovi mezzi dovrà essere esercitato collettivamente dal gruppo di paesi sui quali grava l'onere di fornire le risorse reali sottostanti; che la distribuzione dei nuovi mezzi non verrà

effettuata in proporzione alle disponibilità in oro, ma sulla base di criteri meno arbitrari e che, infine, la loro utilizzazione dovrà avvenire in maniera da non indebolire la disciplina monetaria dei paesi membri.

La premessa delle trattative in corso è il riconoscimento, almeno da parte dei paesi industriali, che non esiste attualmente una penuria di liquidità internazionale e che l'entrata in vigore di un eventuale accordo è subordinata alla eliminazione di disavanzi persistenti nella bilancia dei pagamenti dei paesi a moneta di riserva e al miglioramento dei meccanismi di prevenzione e di aggiustamento degli squilibri esterni. Su questa duplice esigenza pongono in particolar modo l'accento i paesi europei; le autorità francesi, dal canto loro, sono pervenute alla conclusione che l'assenza delle due condizioni preliminari renda prematuro lo sforzo inteso al raggiungimento di un accordo.

Noi riteniamo, viceversa, che un accordo in merito alla creazione di nuovi mezzi di riserva, accompagnato da un rafforzamento della sorveglianza multilaterale e da intese relative a una politica comune di amministrazione delle riserve, sia indispensabile alla stabilità del sistema monetario internazionale e che sia quindi nell'interesse dei principali paesi industriali di adoperarsi per contribuire al raggiungimento dell'accordo stesso. Se ciò non avvenisse, il sistema monetario internazionale potrebbe evolvere verso strutture nelle quali il problema della creazione di nuove liquidità si confonderebbe con l'altro, degli aiuti ai paesi meno sviluppati, il che creerebbe nell'economia mondiale le premesse di tensioni inflazionistiche difficilmente controllabili, e in definitiva nemmeno utili a quei medesimi paesi che avessero spinto in tale direzione; oppure la solidarietà fra i principali paesi industriali responsabili del corretto funzionamento del sistema potrebbe spezzarsi, facendo cessare l'accettazione del dollaro quale moneta di riserva e conducendo all'istituzione di cambi fluttuanti e quindi all'arresto del processo di integrazione fra i mercati finanziari europei tendente alla formazione di un mercato unico.

COMPOSIZIONE DELLA RICCHEZZA MOBILIARE NAZIONALE ED ESIGENZE DI FINANZIAMENTO

Ci volgiamo ora a considerare i termini nei quali il problema del finanziamento non inflazionistico dello sviluppo si presenta nell'economia italiana, ponendo a raffronto, nei dati di previsione e in quelli consuntivi, la domanda e l'offerta delle attività finanziarie che costituiscono la ricchezza mobiliare. In esse comprenderemo le azioni, le obbligazioni, i titoli di Stato, i depositi presso le casse postali, i depositi bancari e i biglietti di banca detenuti dagli enti, dalle imprese pubbliche, da quelle private e dalle famiglie.

Nel procedere a questo esame, in sostanza, riprenderemo e continueremo il discorso iniziato un anno fa in questa stessa sede, allorché rilevammo come il programma a medio termine delineato per lo sviluppo economico del nostro Paese fosse caratterizzato da uno schema di conti finanziari della nazione, riferiti a grandi settori di investimento: la pubblica amministrazione con le aziende autonome, le imprese pubbliche, l'edilizia, l'agricoltura, e un quinto settore di altre attività nel quale sono comprese l'industria e il commercio. Mediante questa intelaiatura contabile si è cercato di valutare l'indebitamento netto da parte dei settori i quali attuano investimenti di importo superiore al risparmio che realizzano nel loro interno e la corrispondente formazione di nuove attività finanziarie presso il settore delle famiglie; tale formazione dovendo essere coordinata con lo sviluppo del reddito reale, in un rapporto che consenta il mantenimento dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Nel quinquennio 1966-1970, secondo il disegno programmatico, il processo di sviluppo susciterebbe una domanda di mezzi finanziari, da parte dei cinque grandi settori di investimento nei confronti del settore delle famiglie, che si può stimare dell'ordine di 18.000 miliardi, cioè, mediamente, di circa 3.600 miliardi l'anno di lire con potere d'acquisto 1964. Competerebbe alla politica economica contenere la domanda di mezzi finanziari nei limiti indicati, che si suppongono compatibili con la propensione delle famiglie ad accettare di includere nei loro patrimoni quantità equivalenti di titoli, di depositi bancari e di biglietti di banca; spetterebbe alla politica monetaria determinare le condizioni idonee a differenziare le attività finanziarie,

mantenendole in proporzioni gradite a coloro ai quali vengono offerte, uno degli strumenti essendo le variazioni dei saggi di interesse.

La serietà del compito consistente nel sollecitare un flusso di risparmio adeguato, nelle dimensioni e nelle forme, a soddisfare fabbisogni dell'ordine di grandezza ora indicato, prende luce dai dati consuntivi degli scorsi anni circa le variazioni della ricchezza mobiliare.

Alla fine del 1958 la ricchezza mobiliare posseduta dai vari settori dell'economia (esclusa la pubblica amministrazione) ascendeva a 21.100 miliardi di lire; alla fine del 1964, essa era salita a 41.900 miliardi, con un incremento medio annuale di circa 3.500 miliardi. La rilevazione della quota posseduta dalle famiglie ha inizio dal 1964, anno nel quale l'aumento delle loro attività finanziarie nette fu inferiore a 2.000 miliardi.

A questa accumulazione di attività finanziarie si sono accompagnate nel sessennio due importanti variazioni di struttura, consistenti nell'accrescimento del peso delle componenti più liquide e, fra quelle meno liquide, nello spostamento verso i titoli a reddito fisso; l'una e l'altra variazione concorrendo a ridurre il peso dei titoli azionari. Ad esse si è associato uno spostamento verso il sistema bancario del possesso dei titoli a reddito fisso.

Secondo i dati contenuti nelle tavole della Relazione, la consistenza delle attività finanziarie dell'economia costituite da crediti liquidi è salita da 11.400 miliardi alla fine del 1958 a 24.600 sei anni dopo. Questa componente è formata pressoché per intero da moneta e quasi moneta, essendo di entità trascurabile i titoli a breve termine. La proporzione della moneta e quasi moneta sul totale delle attività finanziarie è salita dal 54 per cento nel 1958 al 59 per cento nel 1964; rispetto al reddito nazionale essa è aumentata, fra gli stessi anni, dal 58 al 70 per cento.

Il secondo mutamento strutturale è lo spostamento verso il reddito fisso. Esso si compendia nei dati che seguono, i quali fanno astrazione dalle variazioni dei corsi azionari. Alla fine del 1958 il totale dei titoli in circolazione detenuti dall'economia ammontava a 8.107 miliardi, dei quali 2.470 a reddito fisso; alla fine del 1964 esso era

salito a 11.599 miliardi, dei quali 5.078 a reddito fisso. La partecipazione dei titoli a reddito fisso al complesso dei valori mobiliari è dunque salita dal 30 al 44 per cento.

Le tendenze osservate nel sessennio sono proseguite nel 1965; la quota della moneta e quasi moneta sul totale delle attività finanziarie dell'economia è ulteriormente salita al 60 per cento; la quota dei titoli a reddito fisso sul totale dei valori mobiliari al 47 per cento.

Abbiamo sottolineato, con riferimento all'Europa occidentale nel suo insieme, che una parte degli strumenti di debito a lungo termine si è collocata presso il sistema bancario, trovando quindi contropartita nei debiti a breve termine di quest'ultimo verso i detentori di biglietti e depositi. L'Italia è fra i paesi in cui il fenomeno ha assunto proporzioni maggiori.

L'indebitamento a lungo termine delle imprese pubbliche e private e della pubblica amministrazione è aumentato di 10.490 miliardi nel sessennio 1959-1964. La quota collocata presso le famiglie e le imprese e nelle riserve matematiche delle compagnie di assicurazione è stata di 7.334 miliardi; il resto, 3.156 miliardi, ha trovato sbocco nei portafogli delle banche.

A sua volta, questa espansione è avvenuta parzialmente in corrispondenza dell'aumento del reddito nazionale in termini reali e di una flessione nella velocità di circolazione della moneta; per il resto ha esercitato un effetto inflazionistico, ossia è stata assorbita dall'aumento del livello generale dei prezzi.

All'interno del sessennio, si osserva un graduale incremento nel flusso annuale dell'indebitamento a lungo termine: da 847 miliardi di lire nel 1958 a 2.256 nel 1964; in termini di reddito nazionale, dal 4,7 per cento nel 1958 al 6,8 per cento nel 1964. La quota di questo flusso annuale acquisita dal sistema bancario è venuta nel tempo stesso aumentando da 238 miliardi nel 1958 a 955 nel 1964; per modo che, nonostante l'ampiezza delle emissioni, la parte occupata dai titoli sul totale delle attività finanziarie possedute dagli investitori finali (famiglie e imprese) è progressivamente diminuita dal 38 per cento nel 1958 al 28 nel 1964. In particolare, la quota del possesso azionario analogamente calcolata è scesa dal 27 al 16 per cento.

Ancora una volta, le tendenze affermatesi lungo il sessennio sono proseguite nel 1965. La formazione di nuovi debiti a lungo termine è stata pari nell'anno a 2.927 miliardi. Essa è stata finanziata mediante provvista sul mercato dei capitali a lungo termine per 1.632 miliardi e con formazione di attività liquide per i rimanenti 1.295 miliardi.

Se alla provvista sul mercato dei capitali si aggiungono le disponibilità liquide costituite in contropartita di crediti a lungo e breve termine sull'interno e sull'estero e di crediti alla pubblica amministrazione, si ottiene la formazione delle attività finanziarie dell'economia verificatasi nell'anno. Nel 1965 essa è stata di 5.370 miliardi e la parte spettante alle famiglie, al netto dei loro debiti, dell'ordine di grandezza di 3.000 miliardi di lire con potere di acquisto 1964, presentando un aumento rispetto all'anno precedente di circa 1.000 miliardi, attribuibile per una metà alle obbligazioni e per l'altra metà ai depositi a risparmio. Il forte aumento delle obbligazioni sottoscritte dalle famiglie, mentre comprova il ricostituirsi della fiducia nei titoli a reddito fisso, documenta l'impegno posto dalle aziende di credito nel collocare i titoli presso il pubblico. Nonostante ciò, è stato necessario assorbirne quantitativi imponenti nei portafogli bancari, perché nel 1965 l'aumento delle emissioni obbligazionarie è proseguito a ritmo incalzante.

Le tendenze descritte si riflettono nella distribuzione del possesso di titoli a reddito fisso. La consistenza dei titoli a reddito fisso collocati all'interno a fine 1958 era di 4.217 miliardi: i 2.470 già indicati come in possesso dell'economia e 1.747, ossia il 41 per cento del totale, nei portafogli delle istituzioni creditizie. Su una consistenza aumentata, sempre nei dati di fine anno, a 10.687 miliardi nel 1964 e 12.800 miliardi nel 1965, la quota in possesso delle istituzioni creditizie è salita rispettivamente a 5.605 e 6.884 miliardi, ossia al 52 e al 54 per cento.

Nel commentare l'inserimento del sistema bancario nel mercato dei capitali, ebbi a osservare che, quando l'offerta di fondi si rivela inadeguata ai fabbisogni derivanti da vasti programmi di investimento in corso di esecuzione, le autorità vengono poste nell'alternativa di accettare la distruzione di ricchezza che deriverebbe dalla loro interruzione, o di provvedere a finanziarli con la creazione di mezzi monetari. Per questa ragione l'aumento in atto nell'entità di quegli investimenti, sia del settore

pubblico sia del privato, che entrano in produzione a notevole distanza di tempo dal momento nel quale sono stati iniziati, insieme con la tendenza espansiva nel disavanzo di parte corrente della pubblica amministrazione, condiziona fortemente la libertà di intervento delle autorità monetarie nel regolare il volume complessivo del credito, e assegna alla programmazione degli investimenti e alla loro coordinazione con la spesa pubblica, una funzione essenziale tra gli strumenti di una politica la quale intenda proporzionare l'offerta di mezzi monetari all'incremento del reddito in termini reali nel rispetto dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Nel 1965 le emissioni di valori mobiliari sono state di 3.185 miliardi, mentre nel 1964 erano state di 2.767 miliardi; al netto sono state di 2.347 miliardi e hanno superato le emissioni del 1964 di 342 miliardi. Le emissioni nette di titoli a reddito fisso sono state di 1.971 miliardi e la quota di esse costituita da obbligazioni del Tesoro e per conto del Tesoro, dell'ENEL, dell'ENI, dell'IRI inclusa la società Autostrade ha rappresentato il 66,9 per cento del totale, mentre quelle degli istituti speciali di credito hanno rappresentato il 32,8 per cento. Se si considera che anche una parte cospicua del ricavo delle emissioni degli istituti speciali di credito è stata avviata al finanziamento di investimenti promossi dai pubblici poteri, risulta che la quasi totalità della provvista di capitali sotto forma obbligazionaria è stata orientata secondo le decisioni del settore pubblico. L'assorbimento da parte dei sottoscrittori privati, che era stato pari a circa due terzi delle emissioni nel 1961, è disceso negli anni successivi fino al 1964 intorno a un terzo, per risalire nel 1965 a due quinti. La restante parte è stata collocata presso il sistema creditizio e presso gli istituti previdenziali; in particolare la quota sottoscritta dalle aziende di credito e dai loro istituti centrali di categoria, che nei trenta mesi dal gennaio 1962 al giugno 1964 si era commisurata al 32 per cento delle emissioni, si è innalzata al 55 per cento nei diciotto mesi dal luglio 1964 al dicembre 1965.

La crescente partecipazione dei pubblici poteri all'orientamento del risparmio verso gli investimenti si associa largamente con la concessione di contributi e garanzie per scopi giudicati di interesse generale. Ma l'abbassamento del costo del capitale e gli apporti gratuiti da parte dello Stato attenuano la sollecitudine degli imprenditori nel cercare le soluzioni che contengano l'impiego del capitale entro i limiti strettamente necessari. Le economie socialiste hanno avvertito questa esigenza e vanno

gradualmente sopprimendo il sistema di dotare le imprese di capitali a titolo gratuito per sostituirvi crediti sui quali le imprese sono tenute a pagare rate di ammortamento e interessi. Aggiungasi che l'altezza dell'indebitamento rispetto agli investimenti, ove sia spinta al punto di escludere in linea di fatto gli apporti di capitale proprio da parte dell'imprenditore, distrugge l'elemento di rischio che contraddistingue e qualifica l'impresa privata.

Anche l'esercizio della funzione creditizia, mediante la quale gli istituti che amministrano capitali tratti dal mercato con il collocamento di obbligazioni li destinano al finanziamento di imprese reputate idonee a restituirli secondo il piano di ammortamento convenuto, risente dell'intervento di organi centrali ai quali compete di decidere la concessione di contributi. L'intervento di tali organi non comporta necessariamente un giudizio sulla solvibilità delle imprese; ma costituisce certamente un elemento che sul piano morale attenua le responsabilità dei concedenti il credito.

I sistemi di incentivazione sono intesi principalmente a sollecitare i processi economici nel senso dello sviluppo, sia favorendo i nuovi insediamenti industriali, sia promovendo nelle strutture esistenti quelle altre modificazioni che siano giudicate conformi alla realizzazione di una maggiore produttività e di un migliore assetto sociale. Esiste però l'insidia che, di fronte ai costi umani che queste trasformazioni comportano nel primo momento e alle pressioni degli interessi costituiti, i crediti agevolati e gli altri interventi statali di analogo intento vengano volti piuttosto a sostenere imprese ed assetti minacciati dai mutamenti nelle tecnologie, nei gusti e negli altri dati di mercato, o da cattiva gestione; ossia vengano orientati in concreto verso limitati fini di protezione e conservazione con sacrificio degli obiettivi maggiori. Queste considerazioni dovrebbero indurre a riesaminare il sistema delle agevolazioni, e probabilmente a sfrondarlo in qualche parte e a indirizzarlo con maggior rigore verso fini validi nel lungo periodo.

Ogni attenzione dovrebbe dedicarsi al problema della riforma dell'ordinamento tributario riguardante l'esercizio della funzione creditizia globalmente considerata; converrebbe a tal fine mitigare quei tributi che mancano degli elementi di flessibilità necessari all'efficace funzionamento del mercato dei fondi a breve e a lungo termine, e non possono essere razionalmente distribuiti, gravando sopra gli intermediari finanziari

e risolvendosi in ultima istanza in un aumento del costo del credito per la generalità dei produttori.

Se si desidera ricondurre il finanziamento delle imprese produttive verso una struttura equilibrata, nella quale abbia più larga parte il capitale di rischio, occorre che si proceda sollecitamente all'annunciata riforma delle società per azioni, integrandola con l'istituzione dei fondi di investimento, secondo il progetto governativo recentemente esaminato dal CNEL. La riforma investe problemi tecnici assai complessi e presenta numerosi aspetti, alcuni dei quali vanno sottolineati in questa sede.

Opportune sono le innovazioni intese a creare nuovi strumenti di finanziamento delle imprese costituite nella forma della società per azioni e a rendere più efficaci quelli esistenti: il riconoscimento legislativo delle obbligazioni convertibili in azioni, la più completa disciplina delle attuali azioni con voto limitato (che verranno ad assumere il nome di azioni di risparmio), la disciplina delle società di investimento mobiliare e quella dei fondi comuni di investimento. Parimenti opportune, nella volontà di salvaguardare il risparmio, sono le diverse disposizioni che assicureranno una più completa tutela patrimoniale dell'azionista, le quali vanno dalla disciplina più rigorosa del diritto di opzione e del sovrapprezzo alla determinazione dei rapporti di cambio fra le azioni in sede di fusione, al diritto individuale al risarcimento del danno derivante da deliberazioni contrarie alla legge o allo statuto.

Encomiabile è l'intendimento, al quale il progetto si ispira, di eliminare le situazioni anomale e sostanzialmente irregolari, sia sotto il profilo della consistenza patrimoniale, sia sotto quello dell'esercizio del voto, che si verificano attualmente per le azioni della società controllante possedute dalle società controllate, negli incroci azionari e nella prassi delle deleghe all'esercizio del voto.

La stabilità delle amministrazioni delle grandi imprese societarie troverà strumenti più corretti nella minore necessità di ricorrere alla emissione di azioni ordinarie, in seguito alla possibilità di rivolgersi sia alle azioni di risparmio, sia, anche se transitoriamente, alle obbligazioni convertibili, nonché nel riconoscimento dei fondi di investimento. Questi fondi si presentano quindi non soltanto come strumento idoneo a raccogliere e convogliare il risparmio verso le imprese produttive e come fattore di equilibrio per le borse, ma anche come elemento di stabilità nei confronti degli organi

amministrativi delle grandi imprese societarie: onde non pare giustificata una eccessiva limitazione del possesso di azioni ordinarie da parte di essi.

Importante sia come mezzo di controllo della pubblica opinione sull'operato degli amministratori, sia come elemento di informazione del mercato e di tutela dei risparmiatori, è la completa pubblicità sulla situazione patrimoniale e sulla gestione dell'impresa, periodicamente e in occasione delle operazioni con le quali essa fa appello al risparmio.

Dalle modificazioni legislative accennate deriverà, sul piano civilistico, una disciplina assai rigorosa delle società per azioni, tale da offrire ai risparmiatori e più in generale alla collettività le maggiori garanzie sul loro corretto funzionamento. Analoghe garanzie non potrebbero derivare da interventi di carattere pubblico e burocratico, sia per l'entità dei controlli che si dovrebbero istituire, sia per la varietà delle forme imprenditoriali e delle decisioni connesse. Per altro verso, siffatti controlli rischierebbero di trasformarsi in interventi nella gestione e nelle scelte imprenditoriali, facendo venir meno la responsabilità di coloro ai quali le scelte sono affidate e lo spirito di iniziativa indispensabile per lo sviluppo economico.

L'INTERVENTO DELLE AZIENDE DI CREDITO NEL MERCATO FINANZIARIO

L'allargamento dei mercati finanziari determina una riduzione nell'importanza relativa della moneta e della quasi moneta nella composizione della ricchezza mobiliare. Esso infatti migliora il grado di negoziabilità per i titoli che sono concorrenti della moneta e per i titoli pubblici lo avvicina a quello della moneta stessa, anche se nessun progresso riuscirebbe a eliminare il più alto costo di negoziazione dei titoli rispetto alla immediata spendibilità propria del denaro.

Si è visto tuttavia che, nel caso particolare dell'Italia, dal 1958 al 1965 l'importanza relativa della moneta e quasi moneta rispetto ai titoli è aumentata: il fenomeno ha proceduto in parallelo con l'indicato aumento degli investimenti in titoli da parte del sistema bancario, mostrando una accentuazione negli anni più recenti,

durante i quali, nonostante l'accrescersi della liquidità, le aziende di credito hanno sollecitato l'acquisizione di una maggiore quantità di depositi con l'offerta di saggi di interesse più alti, proprio mentre la concorrenza nella ricerca degli impieghi abbassava il prezzo del denaro da esse prestato. Mantenendosi la liquidità abbondante, le banche hanno destinato maggior quantità di mezzi all'acquisto di titoli; inoltre quote importanti di essa sono state impiegate per estinguere l'esposizione debitoria nei confronti dell'estero e in alcuni casi per costituire una posizione creditoria.

In pari tempo, nelle aziende di credito i costi di lavoro per unità occupata sono aumentati, il numero delle unità occupate non è diminuito e le spese generali hanno subito aumenti non lievi.

Qualcuno si è chiesto se il comportamento dei dirigenti delle aziende di credito risponda alla esigenza di combinare le operazioni attive e quelle passive e le loro condizioni in maniera da pervenire a un livello soddisfacente di profitti, o non sia dettato dal proposito di conquistare quote di mercato più ampie per motivi di prestigio. Riuscirebbe impossibile esprimere un giudizio al riguardo, se non ci si soffermasse a esaminare la struttura dei costi bancari e il suo grado di adattabilità al mutare delle condizioni del mercato.

I costi relativi alla provvista si possono determinare con ragionevole approssimazione deducendo dai costi complessivi dell'esercizio bancario quelli dovuti ai servizi di intermediazione, quali la compravendita e la custodia dei titoli, che si suppongono uguali ai ricavi tratti dai servizi medesimi. Così procedendo, si ha che nel 1964 il costo della provvista, per il sistema bancario preso nel suo insieme, si è aggirato intorno al 6 per cento. Le spese di amministrazione, fra cui preponderano quelle relative al personale, vi hanno concorso per circa la metà; gli interessi passivi, al lordo della imposta di ricchezza mobile di categoria A, per l'altra metà. Le spese di amministrazione relative alla provvista rappresentavano un massimo presso le aziende di credito comprese nella zona delle minori e un minimo presso quelle comprese nella zona delle maggiori.

Per l'azienda di credito, l'insieme di queste spese varia meno che proporzionalmente alla massa amministrata; pertanto, l'acquisizione di depositi e di

impieghi addizionali può migliorare i risultati economici dell'esercizio, anche quando il margine tra i tassi attivi e quelli passivi sia decrescente.

La conclusione ora enunciata è riferita al risultato economico immediato di una concorrenza vivace e alla singola azienda; si modifica ove queste due limitazioni siano rimosse. Il risultato economico di secondo tempo può essere infatti negativo per l'azienda che cerca di aumentare la sua quota della raccolta complessiva del sistema, se i maggiori tassi corrisposti per i depositi di nuova acquisizione si estendono a quelli precedentemente in essere. Per il sistema, esso può diventare negativo anche prima, se l'effetto complessivo di acquisizione di nuovi depositi è modesto, ossia se l'aumento dei tassi sui depositi non sollecita un aumento adeguato nella preferenza dei risparmiatori per la liquidità.

Riteniamo che esista un certo consenso di opinioni circa la rispondenza all'interesse generale dell'azione della concorrenza, la quale restringe i margini unitari degli intermediari e promuove lo sviluppo del volume degli affari. Ma osserviamo che, nel caso delle aziende bancarie, la richiamata rigidità delle spese amministrative, e in particolare la tendenza espansiva di quelle di personale, costituisce un vincolo alla gestione aziendale che non appartiene interamente agli schemi della concorrenza e che può far inclinare le decisioni dei dirigenti bancari verso un inasprimento di questa, nocivo allo stesso interesse generale. Di simili asprezze si hanno vari esempi, fuori di casa nostra, nel momento presente. Vi sono casi nei quali le banche sottraggono l'una all'altra non soltanto i depositi esistenti, ma quelli che non esistono ancora, impegnando i grandi clienti a versare su chiamata, alle date convenute, determinate somme contro corresponsione di saggi di interesse di altezza sconosciuta nel nostro mercato.

La valutazione che deve darsi di queste politiche delle aziende bancarie va anche riferita alla struttura del loro attivo, ossia alla natura degli impieghi e degli investimenti che stanno a fronte dei vecchi e dei nuovi depositi. Da essa dipende infatti, in buona parte, la libertà di atteggiarsi della politica monetaria nelle varie congiunture.

In un ambiente economico, nel quale si suppongono dati il livello e la distribuzione dei redditi, e una certa struttura produttiva, anche i fabbisogni di credito di esercizio sono dati; l'estensione dell'intermediazione bancaria può dunque avvenire sia

operando più largamente all'estero, sia, ed è questa la direzione principale, verso la zona del lungo termine.

La posizione attiva e passiva delle nostre banche verso l'estero è venuta rapidamente aumentando. È probabile che l'amministrazione di questa posizione acquisisca redditi di ammontare limitato; ma trattasi comunque di redditi addizionali. Attualmente la posizione sull'estero, tanto che la si misuri sulla consistenza dell'attivo, come su quella del passivo in valute estere, colloca le banche italiane in prossimità di quelle dei paesi finanziariamente più avanzati; la quota del mercato dell'eurodollaro amministrata dalle banche italiane rappresenta circa il 13 per cento del totale. In periodo recente le nostre banche hanno anche partecipato con maggior frequenza a sindacati di collocamento di titoli emessi da società estere.

L'estensione dell'intermediazione bancaria verso la zona del lungo termine comporta il finanziamento della formazione di capitali fissi che per l'impresa affidata è integrativo o sostitutivo dell'autofinanziamento e della provvista sul mercato dei capitali. Questa estensione può avvenire nella forma del finanziamento diretto delle aziende utilizzatrici da parte delle banche, o nell'altra dell'acquisto, da parte di queste, di titoli emessi dagli istituti speciali per il credito mobiliare e fondiario, o dai grandi enti e società che hanno accesso diretto al mercato finanziario.

Se l'aumento degli attivi e dei passivi deve avvenire estendendo l'intermediazione bancaria in un campo che sarebbe proprio del mercato dei capitali, si comprende che esso abbia luogo avvicinando i tassi di interesse corrisposti sui depositi ai rendimenti delle obbligazioni che ne sono la contropartita.

A questa condotta non sono estranee le già rilevate preferenze del pubblico per impieghi dotati di maggiore liquidità. Nello stesso mercato di New York, notoriamente più organizzato dei mercati europei, le banche hanno creato titoli intermedi (i cosiddetti «certificati di deposito») che offrono un grado di liquidità più alto degli investimenti del mercato finanziario nel quale le banche emittenti impiegano le contropartite.

Nell'esperienza più recente nostra ed altrui l'estensione verso il lungo termine è in atto sia nella forma costituita dal finanziamento diretto degli immobilizzi, sia nell'altra dell'espansione del portafoglio titoli. Il fenomeno ha proporzioni assai vaste e

interessa un gran numero di paesi. Provvedimenti recentemente attuati in Francia dimostrano che quelle autorità monetarie credono difficile imporre l'osservanza della linea di demarcazione fra l'azione propria del sistema bancario e quella propria del mercato dei capitali e hanno ammesso le banche a effettuare operazioni di impiego caratteristiche di tale mercato, non escludendo che, anche dal lato della raccolta, la distinzione divenga meno nettamente definita.

Ma le due forme configurano processi interamente distinti sia nella selezione dei rischi sia nella loro distribuzione ultima.

Circa la prima forma, l'esperienza italiana compiutasi nel corso di questo secolo ha dimostrato la gravità dei pericoli insiti nella confusione in uno stesso ente delle facoltà di raccogliere depositi e di impiegarli in modi che lo rendono direttamente partecipe delle vicende delle singole imprese finanziate. L'ammaestramento che se ne è tratto ha condotto alla soluzione di affidare il compito di accordare crediti finanziari agli istituti mobiliari, che effettuano la provvista di mezzi con il collocamento di obbligazioni nel mercato, e nei limiti di volta in volta autorizzati dalle competenti autorità monetarie; che acquisiscono come presidio dei crediti accordati adeguate garanzie e la cui capacità di assistenza nell'eventualità di crisi delle imprese finanziate trova un limite nel volume delle emissioni obbligazionarie effettuabili.

Nella seconda forma, quando le banche acquistano titoli dei grandi emittenti diretti, affrontano un rischio limitato sia per la presenza dello Stato, sia per la possibilità di smobilizzo sul mercato finanziario.

Quando esse acquistano titoli degli istituti speciali, i due passaggi intermedi che in tal modo il risparmio compie, nel suo trasferimento dalle famiglie che lo producono alle imprese che lo investono, realizzano una aggregazione di rischi selezionati che ha un aspetto assicurativo. Infatti, allorché il sistema bancario acquista titoli e conserva di conseguenza i depositi che il pubblico avrebbe potuto destinare a tali acquisti, esonera i depositanti dal rischio di variazione dei corsi al quale altrimenti sarebbero stati esposti. Quando esso sottoscrive le obbligazioni emesse dagli istituti di credito mobiliare, acquisisce titoli i quali, pur attraverso oscillazioni dei corsi, garantiscono un più alto livello di liquidità e nei quali si realizza una compensazione fra i rischi di imprese e di settori diversi.

In definitiva, il comportamento delle aziende di credito tendente a espandere l'intermediazione con l'offerta di tassi più alti a risparmiatori che non hanno una decisa preferenza fra depositi e titoli, quando si manifesti in contropartita dell'investimento in titoli, e non costituisca una forzatura intesa a rimediare alla carenza di un'azione di contenimento dei costi della gestione bancaria, non altera fundamentalmente la divisione del lavoro tra banche e istituti speciali consacrata nei nostri ordinamenti, né precostituisce condizioni di immobilizzo in cui l'unico ricorso sia quello all'istituto di emissione.

Ma il collocamento di titoli presso il sistema bancario incontra limiti che sembrano difficilmente sormontabili, quando si voglia conservare un mercato nel quale le quotazioni e quindi i rendimenti dei titoli siano suscettibili di oscillazioni. La eliminazione dei margini di oscillazione assimilerebbe i titoli alla moneta, escludendo le variazioni del saggio di interesse dal novero dei meccanismi equilibratori tra l'offerta e la domanda di fondi. Anche se l'intervento delle autorità monetarie mantenga le oscillazioni entro margini ristretti, il timore di subire perdite può indurre le aziende di credito a contenere gli acquisti.

Se, fin qui, esse hanno assecondato la preferenza del pubblico per la liquidità elevando i tassi passivi, occorre dire che per altro verso l'hanno corretta affinando l'azione intesa a collocare i titoli obbligazionari presso categorie sempre più numerose di sottoscrittori.

Conviene anche sottolineare che l'estensione dell'intermediazione bancaria al mercato dei capitali non avviene interamente a iniziativa delle banche stesse. Le crescenti occorrenze di finanziamento del settore pubblico che devono essere soddisfatte con emissioni di obbligazioni di ammontare determinato in virtù di leggi e non adattabile alle condizioni del mercato, nonché quelle nascenti da programmi di investimento che non possono essere interrotti, mentre le imprese incontrano ben noti ostacoli nella provvista di capitali con emissioni di azioni, esigono che si proceda a collocamenti importanti presso le banche, i quali, se contengono l'ascesa dei tassi sul mercato dei capitali, possono sollecitare l'innalzamento di quelli di fatto corrisposti sui depositi.

Il processo di adattamento delle strutture organizzative determinato dall'ampliarsi delle dimensioni del mercato ha manifestato e seguiterà a manifestare i propri effetti anche nel settore delle aziende di credito. L'obiettivo di abbassare il livello dei costi di gestione di queste aziende rispetto ai mezzi amministrati è costantemente presente ai loro dirigenti; in alcuni casi per raggiungerlo potrà richiedersi l'adeguamento delle dimensioni delle minori aziende di credito, che senza menomazione delle loro caratteristiche saranno poste in grado di operare in condizioni di accresciuta efficienza. Crediamo nostro dovere contribuire, seguendo il metodo della gradualità, ad accogliere le innovazioni organizzative, convinti che ciò costituisce una delle condizioni affinché il nostro sistema economico possa seguitare a espandere la produzione adeguando elasticamente l'offerta alla domanda in un mercato senza frontiere. L'integrazione della nostra economia in quella internazionale nel settore finanziario potrebbe procedere più celermente di quanto non ci si attenda; le restanti restrizioni che si oppongono al libero movimento dei capitali a lungo e a breve termine potrebbero cadere; così il nostro Paese assumerebbe nel mercato internazionale una posizione di rilievo, non priva di un legame ideale con la funzione che esso svolse nell'epoca rinascimentale, di grande centro della intermediazione finanziaria.

IL FINANZIAMENTO DEL SETTORE PUBBLICO E IL GOVERNO DELLA LIQUIDITÀ ESTERNA E INTERNA

I problemi che il volume e la composizione della spesa pubblica pongono per l'equilibrio economico e per quello monetario hanno costituito oggetto di ampi dibattiti e di essi si dà conto nel corso della Relazione. Nel 1965 l'aumento della domanda globale attribuibile alla spesa sostenuta dalla pubblica amministrazione è provenuto in parte da provvedimenti decisi, nel corso dell'anno precedente o nello stesso anno, con l'obiettivo specifico di compensare gli effetti deflazionistici derivanti da una eccedenza di risparmi non impiegati; ma la parte di gran lunga maggiore dell'aumento della spesa si colloca su una linea costantemente orientata verso l'ascesa e ha esercitato scarso effetto sul livello degli investimenti. Un'analisi dei pagamenti per spese di investimenti non è disponibile per tutti i settori compresi nella definizione di pubblica

amministrazione, ma soltanto per lo Stato. Questa analisi dimostra che nel 1965 l'elevato importo delle spese di investimento, pari a 1.439 miliardi a fronte di 933 nel 1964, è dovuto per circa 600 miliardi alla liquidazione di residui, cioè a erogazioni relative a opere in parte già eseguite.

Se dalla spesa per investimenti si eliminano la quota impiegata in investimenti diretti (191 miliardi) nonché quella costituita da movimenti di fondi all'interno della pubblica amministrazione (trasferimenti per 501 miliardi alla Cassa per il Mezzogiorno e ad altri enti pubblici), la spesa rimanente risulta destinata ad aziende autonome (principalmente all'ANAS) che hanno parzialmente riversato le somme in tesoreria, all'aumento dei fondi di dotazione dell'ENI, dell'IRI e di fondi di rotazione per 262 miliardi, infine a trasferimenti alle imprese e alle famiglie per 264 miliardi. Cioè, una parte cospicua delle somme contabilmente iscritte nella categoria dei pagamenti per investimenti ha esaurito il proprio effetto nell'ambito dell'amministrazione, mentre una parte di quelle erogate per l'aumento dei fondi di dotazione ha contribuito ad accrescere la liquidità degli enti. La misurazione degli impulsi finali che gli investimenti diretti del settore pubblico hanno impresso al sistema economico si trova nella Relazione generale sulla situazione economica, dove si dimostra che sia la pubblica amministrazione, sia le imprese pubbliche, e fra esse quelle a partecipazione statale, hanno investito nel 1965 meno che nel 1964.

Al fine di determinare i probabili effetti della spesa pubblica sul mercato monetario e finanziario nell'anno in corso, abbiamo proceduto a una valutazione delle occorrenze finanziarie dello Stato e delle aziende autonome, valendoci della legge di approvazione del bilancio per l'esercizio 1966 e delle leggi speciali che autorizzano lo Stato o le aziende autonome a sostenere spese con i mezzi raccolti mediante il collocamento di obbligazioni, comprendendo anche le spese derivanti da leggi presentate al Parlamento e non ancora approvate o in corso di approvazione.

Abbiamo ipotizzato che le erogazioni della Cassa depositi e prestiti, per mutui precedentemente concessi o che concederà nel corso dell'esercizio 1966, siano maggiori di quelle del 1965, e che l'afflusso di risparmio alla Cassa risulti insufficiente per circa 200 miliardi al finanziamento delle erogazioni stesse. Abbiamo così ottenuto un totale

di occorrenze finanziarie di circa 2.300 miliardi, che per 1.400 miliardi almeno dovrebbero essere soddisfatte con emissioni di obbligazioni e di titoli di Stato.

Le emissioni nette di obbligazioni preventivate dall'ENEL, dall'ENI e dall'IRI ammontano a oltre 600 miliardi; quelle necessarie per sopperire alle occorrenze degli istituti di credito mobiliare e immobiliare a 900 miliardi; quelle di altri enti a 100 miliardi.

In totale, le emissioni nette da effettuare nel 1966 ammonterebbero a 3.000 miliardi, mentre nel 1965 sono state di 1.971 miliardi; i corrispondenti importi lordi risultano rispettivamente di 4.100 e di 2.745 miliardi. I dati di esperienza, siano essi inseriti in modelli econometrici, o utilizzati secondo procedimenti meno raffinati, indicano che emissioni di questa ampiezza potrebbero avvenire soltanto sulla base di una creazione di liquidità maggiore di quella sufficiente ad assicurare nell'anno in corso il previsto sviluppo del reddito in condizioni di soddisfacente stabilità dei prezzi.

Per altro, le valutazioni indicate potrebbero subire riduzioni per effetto della mancata approvazione nei termini previsti della legge relativa alla proroga della fiscalizzazione di alcuni oneri sociali, nonché delle leggi concernenti il secondo Piano Verde e l'edilizia scolastica.

La legge relativa alla fiscalizzazione degli oneri sociali prevede di acquisire il finanziamento mediante emissioni di titoli di Stato; anche nel periodo precedente l'approvazione della legge, il pagamento dei contributi da parte degli imprenditori è stato sospeso, cosicché il finanziamento della fiscalizzazione è avvenuto mediante mezzi monetari. Essendosi ritenuto che l'approvazione della legge sarebbe potuta avvenire in epoca meno propizia al collocamento dei titoli nel pubblico, si è creduto opportuno effettuare una operazione di debito pubblico nel corso del mese di aprile, per finanziare una parte del disavanzo di bilancio. Ne è derivata una contrazione temporanea della liquidità delle aziende di credito, alla quale alcune hanno fatto fronte disinvestendo lire impiegate nel mercato dell'eurodollaro. I titoli che dovranno essere emessi per finanziare i pagamenti all'INPS e all'INAM potranno per contro essere in parte collocati presso organi creatori di moneta.

La legge istitutiva del secondo Piano Verde non è stata ancora approvata; ammesso che ciò avvenga nel corso del 1966 e che in questo esercizio occorra iscrivere in bilancio lo stanziamento di 150 miliardi, sarebbe necessario procedere a una emissione di obbligazioni da parte del Consorzio di credito per le opere pubbliche di uguale importo, essendo una tale iscrizione subordinata al reperimento del finanziamento mediante mutui da contrarre con il Consorzio medesimo. Sembra da escludere che nel corso del 1966 si effettuino pagamenti sul nuovo stanziamento; pertanto, qualora i titoli del Consorzio fossero collocati presso il pubblico, ne seguirebbe un effetto deflazionistico.

Analoghe considerazioni sono estensibili alla legge per il finanziamento della edilizia scolastica: si tratta di un altro caso in cui lo stanziamento in bilancio è subordinato al reperimento dei mezzi finanziari con emissione di titoli, e in cui sembra da escludere che si procederà a effettuare pagamenti nell'anno in corso. Le occorrenze da finanziare mediante emissioni di certificati per estinguere debiti nei confronti dell'INPS provocheranno movimenti compensativi di entrata e di uscita, se i certificati emessi dal Tesoro saranno sottoscritti dalla Cassa depositi e prestiti; ma ne deriverebbe un'ulteriore menomazione della capacità operativa della Cassa. Dovrà inoltre procedersi al finanziamento del fabbisogno di parte corrente delle Ferrovie dello Stato, nonché di quello derivante dalla esecuzione del piano decennale; con ogni probabilità l'uno e l'altro dovranno essere soddisfatti con emissioni di obbligazioni per un importo non inferiore a 400 miliardi, perché il finanziamento previsto dalla legge di bilancio con prelievi dai conti correnti postali non sembra di agevole esecuzione.

Nel complesso, i tempi di approvazione delle leggi che provocano iscrizioni in bilancio subordinate alla esecuzione di operazioni finanziarie non hanno coinciso e non coincidono con quelli che sarebbero coerenti con una programmazione razionale dei flussi monetari, intesa ad assegnare alla domanda pubblica le dimensioni appropriate al sostegno di uno sviluppo equilibrato.

L'espansione della spesa statale si è associata con l'aumento della quota di essa collocata fuori del bilancio di previsione, da finanziare con l'assunzione di mutui o con l'emissione di titoli. L'unità del bilancio viene così compromessa e la spesa pubblica si ingrossa, percorrendo una serie di condotti secondari i quali fanno apparire più modesta

la portata del condotto principale. Il ricorso sempre più diffuso a queste procedure ostacola l'azione di controllo del Parlamento e dell'opinione pubblica, perché riesce più arduo prendere cognizione immediata del disavanzo complessivo dello Stato e delle aziende autonome e dei modi della sua copertura. All'incertezza derivante dall'assenza di un unico documento nel quale siano riepilogate le occorrenze anzidette e indicate le fonti alle quali si attingono i mezzi del loro finanziamento, si aggiunge il paradosso che lo Stato potrebbe non assolvere l'obbligo assunto nei confronti dei cittadini, in quanto l'iscrizione in bilancio di una spesa autorizzata con apposita legge è subordinata al reperimento dei fondi mediante stipulazione di mutui con un istituto di credito, la cui possibilità di emettere i titoli è condizionata a sua volta dall'esito della verifica della situazione del mercato da parte degli organi ai quali compete; ovvero, al reperimento dei mezzi presso un istituto quale la Cassa depositi e prestiti, che può non disporre dei mezzi stessi e non essere in grado di procurarseli. Può accadere che impegni di spesa non vengano soddisfatti per difetto di finanziamenti specifici: in questo caso il disavanzo della pubblica amministrazione affiora nei bilanci di enti pubblici o privati che per conto di essa o ad essa rendono servizi.

Ma la eventualità del mancato reperimento dei mezzi è astratta; in linea di fatto è del tutto improbabile che lo Stato accetti di autolimitarsi così da diventare il richiedente marginale di fondi: l'aumento dei saggi di interesse, l'espansione della base monetaria o i due fenomeni associati sarebbero l'inevitabile condizione per fare in modo che il mercato assorba la quantità di titoli che lo Stato deve emettere, sia che offra titoli propri, sia che faccia ciò dietro lo schermo di un istituto speciale di credito.

In talune zone del settore pubblico, si hanno disavanzi che risultano da eccesso della spesa corrente sull'entrata corrente; cosicché il flusso di risparmio addizionale, che sia indotto dall'espansione monetaria, in parte almeno, anziché finanziare investimenti, ripiana il vuoto di risparmio espresso dal disavanzo. Quando questo nasce dall'esercizio di funzioni che per loro natura devono essere finanziate con la tassazione, indica che la collettività rifiuta di addossarsi il costo del servizio che essa richiede all'ente pubblico. Quando nasce nella gestione di imprese del settore pubblico, che producono beni e servizi per il mercato, indica un difetto di adattamento dell'impresa – nella struttura, nell'indirizzo produttivo, nei livelli di occupazione e retributivi – alla

domanda di mercato, o l'esistenza di un sussidio al consumo di particolari gruppi sociali.

Urge che attraverso l'azione di governo queste situazioni sempre più diffuse siano rivedute, ripensate e corrette. A ciò spinge l'esigenza, affermata nel programma di sviluppo economico, di assicurare una adeguata partecipazione del settore pubblico alla accumulazione del capitale; spinge l'esigenza morale di far concorrere tutti i centri di produzione allo sforzo continuo di adattamento che è il dato permanente dei sistemi economici fondati sulla rapida innovazione tecnologica e sulla libertà di scelta dei consumatori; spinge infine la stessa evoluzione in corso nelle economie pianificate centralmente, le quali si vanno arricchendo di questi elementi di flessibilità, quasi riproponendoli all'attenzione delle stesse economie occidentali.

Vi ho fin qui intrattenuto prevalentemente sui fabbisogni di finanziamento dei settori pubblico e privato, come quelli che condizionano largamente la politica del credito. A questa si volgerà ora la mia esposizione.

Il governo delle disponibilità liquide del sistema bancario è stato attuato mediante interventi che hanno esplicitato i loro effetti volta a volta sulla liquidità interna e su quella esterna. L'entità della tesoreria in lire e della tesoreria in valute delle aziende di credito è stata mantenuta in proporzioni appropriate alla consistenza del complesso delle operazioni attive e passive all'interno e all'estero. La possibilità di comunicazione tra le due tesorerie è stata variata ai fini del governo della formazione complessiva di liquidità; compatibilmente con tali scopi abbiamo consentito, fra le combinazioni possibili nell'impiego dei mezzi liquidi, quelle atte a massimizzare i rendimenti per le aziende e per il sistema.

Il saldo attivo della bilancia dei pagamenti nel 1965 ha prodotto una creazione di liquidità di 994 miliardi di lire, che è stata assorbita nella misura di 441 miliardi da impieghi netti del sistema bancario all'estero. Nel novembre del 1965 la Banca d'Italia ha avvertito le banche che avrebbero potuto cedere contro lire soltanto la quota di valute eccedente la posizione di pareggio sull'estero. Ciò è stato fatto nell'intento di compensare l'aumento di liquidità verificatosi in dipendenza dell'accoglimento nelle riserve obbligatorie di titoli del mercato dei capitali. Nel dicembre la Banca d'Italia, nel quadro del finanziamento delle consuete occorrenze di fine d'anno, ha consentito la

costituzione di una posizione debitoria netta sull'estero riassorbita nel corso del mese successivo. L'effetto congiunto delle operazioni in valuta è stato un aumento della liquidità del sistema bancario di 627 miliardi di lire.

Nel corso del 1965 le maggiori aziende di credito hanno pareggiato la posizione sull'estero con l'intervento dell'Ufficio italiano dei cambi, attuato nella forma di cessioni di dollari a pronti e di riacquisti di dollari a termine, nota sotto il nome di cessione con patto di riscatto. Nel gennaio di quest'anno abbiamo avvertito le aziende di credito che avremmo sospeso le cessioni a quelle che avessero raggiunto la posizione di pareggio sull'estero. Le aziende di credito con tesoreria eccedentaria in lire avrebbero potuto continuare a investire in valute proteggendosi contro il rischio di cambio mediante cessioni a termine delle valute stesse nel mercato internazionale, nei limiti loro assegnati per questi tipi di operazioni, ma ne sarebbe derivata, come infatti è accaduto, la formazione di un premio della lira a termine sul dollaro. Il rendimento effettivo degli impieghi all'estero sarebbe stato uguale al saggio di interesse praticato nel mercato dell'eurodollaro, dedotto il premio.

Con le misure sopradescritte ci si è proposto di evitare l'immissione di un eccesso di liquidità nel sistema bancario. Nel medesimo tempo si è mantenuta aperta la comunicazione fra il mercato interno e quello internazionale, procurando tuttavia che la diffusione in Italia del rialzo dei saggi di interesse che si prospettava sui mercati internazionali non fosse sollecitata da interventi ufficiali, e trovasse invece il suo limite nelle forze di mercato, ossia nel giuoco dei cambi a termine. In effetti, nel primo trimestre di quest'anno, i saggi di rendimento delle obbligazioni sono saliti nei paesi europei, esclusa la Svizzera, a un livello superiore a quello del nostro mercato; conseguentemente si è manifestata la tendenza ad accelerare i rimborsi di prestiti dell'estero da parte di residenti, mentre si è delineata quella a ricercare prestiti anche in forma obbligazionaria sul mercato italiano da parte di non residenti. L'effetto è stato un saldo negativo nel movimento dei capitali, superiore a quello dello stesso periodo dell'anno precedente.

Il controllo della liquidità si è giovato di una efficace coordinazione fra le operazioni del Tesoro e quelle della Banca d'Italia. Il disavanzo derivato dalla gestione del bilancio, da quella della tesoreria e dalle operazioni della Cassa depositi e prestiti è

stato di 1.551 miliardi ed è stato finanziato con operazioni di debito pubblico nella misura di 612 miliardi, mentre le operazioni autonome della Banca d'Italia hanno diminuito la liquidità di 33 miliardi. L'assorbimento di liquidità da parte del pubblico sotto forma di aumento della circolazione e di aumento dei crediti verso il Tesoro, diretti o indiretti, e verso la Cassa depositi e prestiti è stato di 775 miliardi; i versamenti nei conti delle riserve obbligatorie conseguenti all'aumento dei depositi sono stati di 629 miliardi. Comprese le operazioni con gli altri settori, che hanno esercitato un effetto riduttivo di 66 miliardi, la liquidità del sistema bancario è aumentata di 68 miliardi.

Riepilogando, crediamo di poter affermare che nel 1965 la coordinazione dei fattori di variazione della liquidità bancaria ha conciliato l'esigenza di mantenere il sistema altamente liquido, così da metterlo in condizione di procedere ad acquisti abbondanti di titoli senza far difettare il credito ai richiedenti pubblici e privati, con quella di consentire un impiego redditizio della tesoreria in lire e in valute.

Nel 1965 i titoli di proprietà del sistema bancario sono aumentati di 1.149 miliardi, ossia in misura pari al 38 per cento, e la parte maggiore dell'aumento si è verificata in quelli liberamente disponibili. Gli impieghi sull'interno sono aumentati di 933 miliardi, pari al 7,2 per cento. Il complesso della provvista è aumentato di 3.390 miliardi e la quota rappresentata da depositi di clienti di 3.092, ossia, rispettivamente, del 15,8 e del 17,7 per cento.

Alle variazioni degli impieghi, dei depositi e della provvista complessiva le aziende che compongono il sistema hanno partecipato in misura assai diversa; anche il rapporto impieghi-depositi appare profondamente differenziato fra le singole aziende e spiega la maggiore ampiezza assunta dai trasferimenti di fondi attraverso i conti interbancari.

Inserendo nel sistema dei conti consolidati delle aziende di credito la stima dei crediti e dei debiti attribuibili alle famiglie, appare in chiara evidenza che nel 1965 l'aumento della liquidità netta delle famiglie ha concorso a finanziare quello dell'indebitamento a lungo termine del settore pubblico e del settore privato. L'incremento dei depositi delle famiglie presso le aziende di credito, depurato da quello dei debiti delle stesse, è stato di 1.386 miliardi. Le grandi imprese pubbliche e private hanno accresciuto la loro liquidità netta di 257 miliardi e quelle medie e piccole di 561.

Una quota modesta dell'aumento della liquidità di questi settori è stata trasferita al settore pubblico. Ma la parte maggiore della liquidità netta delle famiglie e delle imprese ha finanziato l'aumento del portafoglio di titoli obbligazionari delle aziende di credito e l'aumento della loro tesoreria in valute e in lire.

Allo scopo di facilitare il collocamento delle cartelle fondiari e agrarie, è stato consentito alle aziende di credito di investire in questi titoli parte delle riserve obbligatorie; questo provvedimento equivale a una liberazione parziale delle riserve e incrementa corrispondentemente la liquidità bancaria. Al 31 marzo di quest'anno le aziende di credito avevano facoltà di versare nelle riserve obbligatorie cartelle fondiari per un importo in valore nominale di 275 miliardi; alla stessa data avevano chiesto di versarne per un importo di 135 miliardi e ne avevano disponibili in portafoglio per 414. Queste cifre stanno ad attestare che il meccanismo posto in essere per agevolare il collocamento delle cartelle fondiari ha creato una disponibilità di mezzi superiore a quella effettivamente assorbita dal mercato. In altri termini, nessun limite di carattere finanziario si è opposto alla incentivazione dell'attività edilizia in periodo recente: ad oggi non si ha notizia di emissioni di cartelle in contropartita di mutui stipulati ai sensi della legge del novembre 1965.

LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE E LE CONDIZIONI DELLA RIPRESA

Nella Relazione dello scorso anno abbiamo presentato uno schema di conti economici delle imprese dal quale abbiamo dedotto che nel corso del 1964 i ricavi non avevano coperto integralmente i costi; ne abbiamo anche dedotto che si sarebbe progredito lentamente verso l'equilibrio e che in parallelo avrebbe avuto luogo la ripresa dell'attività produttiva; ma che essa non si sarebbe associata con l'aumento dell'occupazione, se i costi unitari di lavoro avessero seguito a salire, perché le imprese sarebbero state sollecitate ad accelerare gli adattamenti della organizzazione produttiva che accrescono la quantità di prodotto ottenuto per ora lavorata.

I risultati esposti nella Relazione generale sulla situazione economica del paese nel 1965 sembrano confermare la validità dello schema interpretativo allora proposto. Il

prodotto lordo interno al costo dei fattori è aumentato del 3,3 per cento in termini reali, l'occupazione è diminuita del 2 per cento, il prodotto per occupato è aumentato del 5,4 per cento in termini reali e del 9,2 a prezzi correnti. I redditi da lavoro dipendente sono aumentati del 6,7 per cento in totale e del 9,5 per occupato; quest'ultima variazione corrisponde a un miglioramento del 5 per cento in termini reali. Gli aumenti maggiori si sono verificati nel gruppo delle altre attività, ove prepondera la pubblica amministrazione; in esso i redditi per occupato sono aumentati del 12,3 e in termini reali del 7,7 per cento. Gli aumenti minori hanno avuto luogo nell'industria, nella quale i redditi per dipendente occupato si sono accresciuti del 6,7 per cento; in questo settore il prodotto lordo per occupato è aumentato nella stessa misura, e nella media dell'anno il costo unitario del lavoro ha subito una riduzione per effetto della fiscalizzazione degli oneri sociali; fra un dicembre e l'altro la tendenza è stata verso la diminuzione e il processo di deterioramento dei conti economici delle imprese si è arrestato, mentre secondo i dati più recenti si delinea la ripresa dell'occupazione.

Nel corso di questa esposizione abbiamo esaminato la composizione della ricchezza mobiliare e le trasformazioni che essa ha subito negli anni successivi alla costituzione della Comunità economica europea. Ne abbiamo tratto la conclusione che il finanziamento delle imprese del settore pubblico e del settore privato è avvenuto in misura crescente mediante l'accensione di debiti; mentre la partecipazione dei titoli azionari alla ricchezza mobiliare è andata progressivamente calando. Abbiamo anche presentato i conti patrimoniali riferiti a un campione rappresentativo di imprese nell'intento di verificare, dal lato di queste, i fenomeni esaminati dal lato dei loro finanziatori, e vi abbiamo trovato la conferma dei crescenti carichi fissi che gravano su di esse: nel triennio 1959-1961 gli investimenti lordi erano stati finanziati per il 60 per cento con mezzi propri, nel triennio 1962-1964 lo sono stati per il 39 per cento. Gli investimenti netti sono stati finanziati con mezzi propri per il 36 per cento nel primo periodo e per il 14 nel secondo; in quest'ultimo, dunque, i nuovi investimenti sono stati finanziati per la quasi totalità con capitali presi a mutuo. In particolare, le imprese metallurgiche hanno finanziato con mezzi propri il 30 per cento dei nuovi investimenti nel primo triennio e il 3 per cento appena nel secondo; le imprese chimiche ne hanno finanziato rispettivamente il 26 e il 18 per cento. Nel 1965 la contrazione degli

investimenti ha provocato un aumento della partecipazione dell'autofinanziamento alla loro copertura.

L'entità degli oneri finanziari di cui le imprese sono gravate limita la loro disposizione a realizzare nuovi investimenti che richiedano un largo ulteriore ricorso all'indebitamento. Imprese nelle quali è basso il rapporto dei capitali propri ai capitali investiti sono più soggette al pericolo di impossessamento da parte di stranieri, ai quali i contributi statali di cui le imprese siano beneficiarie offrono ulteriore stimolo. In altra circostanza abbiamo dichiarato di credere nella opportunità che si stabiliscano rapporti di collaborazione fra le imprese italiane e quelle di altri paesi, alla condizione che ne derivino ampliamenti dei mercati e introduzione di nuove tecnologie; ma quando si tratti di assoggettamenti derivanti dalla facilità con la quale si acquisisce il controllo di imprese oberate di debiti, condividiamo le apprensioni di quanti considerano questo fenomeno non conforme all'interesse generale.

Se desideriamo mantenere il sistema produttivo esposto agli impulsi della concorrenza internazionale e al tempo stesso in condizione di non subire menomazioni, dobbiamo proporci l'obiettivo di aumentare la forza di resistenza finanziaria delle unità produttive nelle quali si articola mediante provvedimenti che ne rendano più elastica la gestione agevolando il finanziamento con capitali di rischio e limitando quindi la estensione ulteriore dell'indebitamento. A tal fine occorre istituire un ordinamento tributario che non alteri fundamentalmente i costi relativi delle varie forme di finanziamento; invero, nell'attuale struttura dei rendimenti netti dei diversi investimenti mobiliari per l'investitore (struttura non modificabile nel breve periodo perché esprime determinate preferenze), le imprese sono indotte a scegliere l'indebitamento, specialmente quando sia associato ad agevolazioni. Abbiamo menzionato i fondi di investimento come uno degli istituti che avrebbero potuto conseguire il medesimo obiettivo; la mancata approvazione della legge ad essi relativa lascia sussistere una situazione in cui ai controlli che potrebbero essere esercitati nell'ambito di istituzioni nazionali, in alcuni casi potrebbero sostituirsi quelli di interessi stranieri. Anche la legge sulla tutela della concorrenza attende di essere approvata.

Occorre inoltre rafforzare le imprese nazionali sia inserendole nel processo di allargamento dei mercati, anche attraverso intese della natura di quella concernente la

partecipazione dell'industria italiana allo sviluppo della produzione automobilistica nell'Unione Sovietica, sia promovendo concentrazioni come quelle attuate in passato nel settore siderurgico o deliberate di recente nel settore chimico. In quest'ultimo caso si è provveduto a, tutelare adeguatamente l'interesse generale mediante l'acquisizione al settore pubblico di un notevole numero di azioni e la stipulazione di un patto di sindacato saggiamente articolato. Nell'insieme, i grandi gruppi promuovono la ricerca più delle imprese di medie dimensioni; essi, più di queste, creano nuovi prodotti originali, perché distribuiscono i rischi della ricerca su un maggior volume di produzione e, come appare dalle relazioni di bilancio dei grandi gruppi siderurgici e chimici, vi destinano quote assai elevate del fatturato.

Il progresso tecnologico non si manifesta uniformemente in tutti i settori dell'economia, soprattutto quando procede celermente. Questa diversa dinamica di settore genera una rincorsa salariale in cui i settori più produttivi propagano al resto dell'economia i miglioramenti retributivi in essi acquisiti e ne ricercano poi di nuovi per ristabilire l'iniziale distacco; cosicché in assenza di una politica coordinata il saggio medio di incremento dei salari tende a superare quello della produttività, generando tensioni dal lato dei costi e, quando queste non possano essere assorbite nell'aumento dei prezzi, la contrazione dei profitti e da ultimo la diminuzione degli investimenti, secondo una successione sperimentata recentemente nel nostro Paese come in altri. La correzione di questi squilibri intersettoriali esige una negoziazione collettiva, nella quale i gruppi organizzati siano chiamati ad assumere una corresponsabilità che non verta soltanto su aspetti specifici della politica dei salari, ma sull'intera politica economica di cui la prima è parte integrante. Se, nella contesa per ottenere una partecipazione più alta al reddito, i gruppi organizzati si comportano senza acquisire la consapevolezza delle conseguenze macroeconomiche delle loro azioni, il sistema attua un suo processo di aggiustamento che ristabilisce gli equilibri aziendali incidendo sul livello dell'occupazione, ossia una sorta di politica dei redditi alla rovescia.

Il nostro sistema produttivo non sarebbe in condizioni di sopportare modificazioni, nella distribuzione del reddito ai fattori, che accrescessero ulteriormente la quota attribuita al lavoro; abbiamo affermato che, nel corso del 1965, il processo di deterioramento dei conti economici delle imprese si è arrestato, ma non si sono

ricostituiti equilibri che consentano ad esse di resistere efficacemente alla concorrenza internazionale procedendo con la necessaria sollecitudine alla rinnovazione degli impianti senza ricorso eccessivo all'indebitamento. Occorre aggiungere che impropriamente l'avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti viene considerato come espressione di una eccedenza di risparmio; in misura non quantificabile esso deriva da vendite effettuate a prezzi stabiliti senza provvedere adeguatamente agli ammortamenti. Queste constatazioni non escludono la possibilità di aumenti salariali, ma indicano i limiti entro i quali dovrebbero essere contenuti, quando ci si proponga l'obiettivo di sostenere il livello dell'occupazione.

In queste condizioni incombono responsabilità eccezionalmente gravi sulla pubblica amministrazione a tutti i livelli, sugli organi centrali e periferici, sugli enti e sulle imprese. Occorre che essa segua una politica delle retribuzioni del personale dipendente che si collochi nel sistema economico come fattore di equilibrio; se presso gli enti del settore pubblico le retribuzioni seguitassero ad aumentare in misura superiore non solo all'accrescimento del reddito reale per testa ma allo stesso incremento nominale per persona occupata nel resto dell'economia, ne deriverebbero effetti di propagazione sull'intero sistema; non soltanto sotto il profilo delle controversie sindacali, ma sotto quello più ampio del manifestarsi di forze tendenti ad alterare la struttura del sistema economico. Nelle categorie poste ai confini fra il settore pubblico e il settore privato si manifesterebbe più vivace la pressione intesa a entrare nel primo, che apparirebbe sempre più quello che garantisce la immunità dalle esigenze di economicità della gestione. Anziché progredire nella direzione che accresce l'efficienza del sistema nel suo insieme, si esporrebbero i settori produttivi non protetti a una pressione che alla lunga non potrebbero sostenere, con l'effetto finale che anch'essi verrebbero attratti nell'orbita pubblicistica.

Non sono da tacere i dubbi sulla possibilità di continuare nell'attuale pratica di trasferire oneri sociali dalle imprese allo Stato qualora il finanziamento dovesse avvenire secondo i metodi finora seguiti, i quali equivalgono ad abbassare il livello delle imposte che gravano sulla produzione, coprendo il disavanzo che ne deriva con il ricorso ai prestiti. Quando vi sia una esuberanza di risparmio non investito, tali provvedimenti possono essere coerenti con gli obiettivi di una politica economica che

accetti il vincolo dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti, della stabilità dei prezzi e dei saggi di cambio, ma non possono divenire parte integrante di un sistema nel quale la spesa pubblica obbedisce a sollecitazioni che ne provocano la continua espansione. Potrebbero verificarsi situazioni nelle quali il finanziamento del disavanzo della pubblica amministrazione non fosse compatibile con il mantenimento della stabilità dei saggi di interesse; se ciò avvenisse, si ritrasferirebbero gli stessi oneri sul processo produttivo che si finanzierebbe a costi più alti.

Né il sostegno durevole del livello di occupazione potrebbe essere offerto dalla dilatazione della spesa pubblica quando essa derivasse, come in fatto è accaduto, da oneri diretti e indiretti di personale e da trasferimenti alle famiglie. Alimentata discontinuamente dalla liquefazione di residui, la spesa pubblica irrompe con carattere torrentizio ed è lungi dall'esprimere quel tipo di politica che intenderebbe assegnare a una spesa in espansione la virtù di suscitare nuove combinazioni di fattori produttivi inerti, diffondendo impulsi rianimatori sull'intero sistema economico. Nel 1965 la pubblica amministrazione ha aumentato i trasferimenti netti correnti alle famiglie di 929 miliardi e si è indebitata di un importo netto non molto superiore (1.164 miliardi); nello stesso periodo la propensione al risparmio delle famiglie è aumentata. L'effetto di compensazione che la spesa pubblica avrebbe dovuto esercitare nei confronti di una spesa privata inadeguata rispetto alle capacità produttive, è almeno in parte mancato. Quando si verifichi un abbassamento del livello della domanda può essere indifferente, nel periodo breve, che l'intervento pubblico agisca attraverso i consumi o gli investimenti. Ma considerazioni di lungo periodo, nel quale prevalgono problemi di sviluppo, impongono che al prelievo di risorse inattive corrisponda quanto più è possibile un loro impiego produttivo, per altro è dubbio che ciò possa avvenire, nella misura desiderata, attraverso lo strumento pubblico del quale dispone attualmente il Paese.

L'attitudine della pubblica amministrazione a adattare la spesa all'esigenza di correggere l'andamento del ciclo costituisce oggetto di dubbi ampiamente diffusi e l'osservazione dell'esperienza degli anni 1958-1965 ne offre conferma. Lungo questo periodo la spesa della pubblica amministrazione è aumentata al saggio annuo del 12 e quella dello Stato al saggio annuo del 13 per cento, e l'incremento è apparso divenire

più rapido in concomitanza con la fase alta del ciclo economico. Le cause di queste discordanze sono conosciute; fra esse, ha una parte non piccola la difficoltà di coordinare i centri di decisione responsabili della spesa delle amministrazioni locali, che incide per circa un quarto sui consumi dell'intero settore pubblico. Poiché gli investimenti diretti della pubblica amministrazione aumentano in misura modesta, essa supplisce accrescendo i trasferimenti ad altri settori, cosicché il compito di investire resta affidato alla iniziativa di questi ultimi. Mentre la spesa pubblica alla quale spetterebbe l'ufficio di accelerare il moto della macchina economica si muove con lentezza, si accumulano impegni di spesa da finanziare con il ricorso all'indebitamento, che impongono una grave ipoteca sul mercato dei capitali negli anni avvenire. Se vi si aggiungono le emissioni necessarie per finanziare la fiscalizzazione degli oneri sociali secondo il metodo attuale, il totale delle obbligazioni e dei titoli di Stato che dovrebbero essere emessi in ciascuno dei prossimi anni, sulla base delle leggi esistenti e in corso di approvazione, supera largamente i 1.000 miliardi; senza considerare quelli necessari per il finanziamento dei disavanzi dello Stato, delle aziende autonome, degli enti locali.

L'incertezza circa i tempi secondo i quali sono approvate leggi che autorizzano spese da finanziare con il provento di emissioni di titoli sul mercato, insieme con l'intrecciarsi di residui attivi e passivi e la imprevedibilità dei loro effetti sulla tesoreria, sono elementi che inducono a dubitare della possibilità di coordinare i movimenti di cassa della pubblica amministrazione secondo un programma al quale gli organi responsabili della manovra monetaria possano fare riferimento. Sulla base delle informazioni disponibili riesce arduo procedere a simulazioni per mezzo di modelli econometrici, e la coerenza dei dati che se ne ottengono, fra loro e con quelli del reddito, appare dubbia. Occorre aggiungere che i modelli econometrici dei quali abbiamo conoscenza collegano le diverse grandezze sulla base di coefficienti tratti dall'osservazione di comportamenti verificatisi nel corso di anni nei quali sono avvenute modificazioni di struttura anche profonde.

La sagacia con la quale oggidi si maneggiano le grandezze aggregate ha contribuito in qualche misura a relegare in disparte i problemi più minuti dell'ordinaria amministrazione; mentre alcuni fra essi attendono da tempo una soluzione e l'incertezza che ne deriva non concorre a elevare il grado di efficienza degli organi ai quali compete

la responsabilità dell'azione. Di ciò si ha un riflesso nei dibattiti sulla necessità di intensificare gli investimenti: essi si sono arricchiti di argomentazioni tratte dalla teoria economica più moderna, ma difettano di indicazioni concrete intorno alla natura degli investimenti stessi, agli ostacoli che vi si oppongono, ai rimedi amministrativi.

Sebbene manchino gli elementi necessari per stabilire previsioni attendibili, non sembra probabile che nel 1966 gli investimenti pubblici lordi aumentino apprezzabilmente rispetto a quelli del 1965 e che gli investimenti delle imprese pubbliche superino quelli dello stesso anno; quindi l'aumento degli investimenti globali dipenderà da quello delle imprese del settore privato, con partecipazione preponderante delle meccaniche e chimiche e con qualche presenza delle tessili. Queste ultime hanno proceduto e procedono a un riassetto organizzativo senza il sussidio delle provvidenze governative annunciate da gran tempo. La parte esplicita dalle imprese medie sarà notevole se ad esse non mancherà, come certamente non mancherà, una adeguata assistenza creditizia.

Il livello raggiunto dagli investimenti nelle industrie di base sembra escludere che nel prossimo futuro esso possa essere mantenuto in questi settori all'altezza degli anni recenti. Appare quindi assai opportuna l'intensificazione dell'iniziativa pubblica nei settori dei servizi di carattere infrastrutturale, e in special modo dei trasporti e delle comunicazioni, e in quelli di razionalizzazione delle strutture complementari all'attività di produzione agricola. Sarebbe invece incongruo il ricercare l'innalzamento del livello degli investimenti mediante l'ampliamento del ricorso a iniziative in altri settori e particolarmente in quelli delle industrie di trasformazione. Le partecipazioni statali si metterebbero in concorrenza con gli imprenditori privati, scompigliandone le basi di calcolo economico, con conseguenze non facilmente prevedibili.

Dagli elementi dei quali si dispone intorno alle prospettive di ripresa dell'attività edilizia non si possono dedurre conclusioni confortanti per il prossimo futuro, sebbene una vasta indagine ancora incompiuta, disposta dalla Banca d'Italia in collaborazione con l'Istituto centrale di statistica, indichi che l'inventario nei principali capoluoghi e in alcuni comuni vicini è assai meno elevato di quanto solitamente non si affermi.

La domanda estera continua a esplicare effetti propulsivi sul sistema economico del nostro Paese. L'aumento delle importazioni nell'anno in corso conferma il

consolidarsi della ripresa produttiva, le esportazioni mantengono un andamento sostenuto, mentre i prezzi hanno conseguito una sostanziale stabilità. Il miglioramento in atto nella redditività delle imprese, insieme con l'aumento delle esportazioni, esercita un effetto di stimolo degli investimenti direttamente produttivi tale da accelerare il riassorbimento delle forze di lavoro disoccupate. Quando la stabilità dei costi si consolidasse, l'effetto si propagherebbe a tutto il sistema economico e varrebbe a mantenere lo sviluppo produttivo del nostro Paese fra i più elevati del mondo occidentale.

Signori Partecipanti,

Se, nel corso di questa esposizione, sono state rilevate difficoltà funzionali che hanno impedito nel recente passato, e impediscono tuttora, un più armonico coordinamento dell'azione del settore pubblico e di quello privato dell'economia, per il conseguimento degli obiettivi indicati dalla programmazione economica, queste stesse difficoltà rafforzano, a nostro parere, l'esigenza che il fondamentale intento stimolatore e rinnovatore della programmazione stessa non venga a disperdersi nello sterile antagonismo tra posizioni preconcepite e forzature irrealistiche.

Vi sono necessità di pubblico intervento che, lungi dal contrastare o dal mortificare le iniziative dei singoli, rappresentano una condizione indispensabile al loro più efficiente affermarsi. Nell'assumere come una delle sue direttive qualificanti l'eliminazione delle deficienze e degli squilibri connessi con l'inadeguato soddisfacimento di alcuni bisogni collettivi essenziali – dal sistema sanitario alla istruzione nei suoi vari livelli, dalla formazione professionale alla ricerca scientifica e tecnologica – il nostro progetto di programma esprimeva un'idea realmente rinnovatrice e proponeva compiti di non contestabile carattere prioritario, come quelli che mirano alla creazione dei presupposti necessari per tendere a nuove mete di innalzamento civile. Riproporre quelle indicazioni alla nostra considerazione non vuol dire assegnare limiti angusti all'azione economica pubblica, ma anzi sottolineare lo stretto legame esistente tra il progresso che il nostro Paese sarà in grado di conseguire nel futuro e la

nostra capacità odierna di accettare limitazioni inevitabili, di operare scelte conseguenti, di tradurle in tempestive realizzazioni.

Nella prima Relazione che ebbi l'onore di pronunziare di fronte a questa assemblea, concludevo constatando che «la nostra economia è corsa in avanti più celermente delle istituzioni nelle quali essa si inquadra». Un quinquennio è trascorso da allora; mutamenti profondi sono avvenuti nella struttura della società italiana; l'onda ciclica è salita, è caduta, si è nuovamente innalzata, ma attraverso di essa si scorge la realtà di un progresso ininterrotto al livello delle imprese, dei sindacati, delle comunità locali, mentre i riflessi di questa realtà negli ordinamenti sembrano più pallidi e incerti, quasi il segno di una non superata diffidenza verso le idee moderne, di una distaccata incredulità innanzi a ciò che si va edificando.

Nel settore pubblico e in quello privato dell'economia le imprese hanno completato impianti che accolgono le tecnologie più moderne e attendono senza soste a introdurre nuovi perfezionamenti organizzativi; collegamenti vengono istituiti fra le imprese dell'uno e dell'altro settore e con imprese straniere; le dimensioni vengono adeguate alle esigenze di mercati in continua espansione, mentre imprenditori indipendenti, audaci fino alla temerarietà, si impegnano in un cimento nel quale il merito o il demerito dell'azione si giudica dai frutti che essa reca.

Non sono sopite nel Paese forze rigogliose che accettano, senza esservi obbligate, le condizioni nelle quali il genio dell'invenzione si sviluppa in finezza sotto la costrizione dell'aumento del rischio, in un confronto svolgentesi in un mercato che si estende fino ai confini del mondo. Si dilatano le scelte offerte ai produttori, ai lavoratori, ai consumatori, agli uomini di cultura, e in questo modo essi divengono meno dipendenti dalle condizioni dell'ambiente in cui vivono e possono esprimere in maggiore libertà le proprie inclinazioni. L'intatta volontà di unificazione dell'Europa, che si manifesta con continuità nelle azioni del governo italiano, riflette la concezione secondo la quale nel nuovo assetto della società europea un popolo che non è mediocre raggiunge un'esistenza più elevata.

Nella prospettiva di un'Europa unita, aperta agli impulsi della concorrenza provenienti da ogni direzione, si colloca il nostro sistema creditizio come strumento efficiente di una politica monetaria moderna, sempre arricchita di nuove forme di

intervento. Esso assolve il compito di fornire all'economia italiana un mercato dei capitali di dimensione europea e crediti a breve e a lungo termine a condizioni che si confrontano onorevolmente con quelle dei paesi industrialmente più progrediti. In stretta collaborazione con voi sottoponiamo il sistema a una continua revisione critica, nel proposito, che ci è comune, di introdurre i perfezionamenti dei quali esso è suscettibile; è questa certezza della lealtà verso il sistema, con la quale voi e noi adempiamo i nostri doveri, che ci consente di affrontare con consapevole fiducia i compiti del futuro.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1966

Signori Partecipanti,

L'ultima parte della Relazione che vi viene distribuita è dedicata anche quest'anno ai risultati economici dell'esercizio ed agli aspetti amministrativi della gestione del nostro Istituto. Sotto tali aspetti, vi sono considerati la vigilanza bancaria, il servizio di tesoreria, la fabbricazione dei biglietti, la gestione del personale, l'elaborazione elettronica dei dati.

Mentre faccio ad essa rinvio per una più compiuta informazione, desidero sottolineare che, senza trascurare le ragioni di una buona tradizione, cerchiamo di introdurre nei vari settori quelle innovazioni utili all'efficienza ed all'economia dell'esercizio di cui la tecnologia ci offre l'opportunità. Nel servizio di tesoreria e nella fabbricazione biglietti, ciò avviene nei limiti consentiti da regolamenti e sistemi di controllo risalenti ad epoche remote ed essi stessi bisognosi di aggiornamento.

Nella gestione del personale, ogni sforzo viene posto per migliorare i metodi di reclutamento e selezione nelle carriere; questo chiarisce la nostra spesso ingrata e direi obbligata sordità alle segnalazioni che pur numerose ci vengono dall'esterno. L'annata è trascorsa senza astensioni dal lavoro: ciò testimonia nei dirigenti sindacali un senso di responsabilità del quale ci è grato dare atto e che ci auguriamo abbia ad assisterli anche in avvenire.

La vigilanza e la tesoreria, in ispecie, si sono avvantaggiate, in termini di ampiezza, varietà e celerità delle informazioni, dell'impiego sempre più largo dei sistemi di elaborazione elettronica dei dati. L'apposito centro è stato riunito con le officine carte valori in un servizio tecnologico, di cui è in parte avvenuto ed in parte prossimo il trasferimento nella nuova sede al quartiere Tuscolano, dove è stato allestito un complesso funzionale ed anche di singolare bellezza per l'armonica composizione degli elementi naturali del paesaggio con le strutture architettoniche antiche e moderne. Queste ultime sono state realizzate su progetto di Pier Luigi Nervi per l'edificio delle officine e del nostro consulente Carlo Cocchia per quello del centro elettronico.

Inizieremo prossimamente la produzione dei nuovi e maggiori tagli. Abbiamo seguito il dibattito che si è svolto intorno ad essi nell'opinione: restiamo convinti che la loro introduzione gioverà al pubblico, oltrech  ad alleviare il lavoro dei cassieri, e non eserciter  effetti psicologici sfavorevoli di rilievo.

L'attivit  di altri servizi – quali gli sconti, le operazioni finanziarie, i rapporti con l'estero – e in parte quella della stessa vigilanza si identifica con l'esercizio delle nostre funzioni istituzionali di regolazione dei flussi monetari e creditizi interni ed internazionali e trova quindi evidenza, sia pure indiretta, nel corpo principale della Relazione. La nostra pi  continua presenza in ognuno dei settori ora richiamati, e lo stesso articolato sviluppo dell'economia, hanno richiesto un crescente impegno di lavoro a tutti gli uffici, che   stato lodevolmente assolto.

Gli orientamenti, i modi, i risultati di tale molteplice azione vengono inquadrati dai servizi studi nell'analisi degli andamenti economici internazionali ed interni che vi viene proposta nella Relazione. Seguiamo con orgoglio, e senza lesinarle i mezzi, l'attivit  di ricerca di questi servizi, principale aspetto del nostro inserimento nella vita culturale. A questo riguardo vorremmo anche ricordare le Borse Stringher, sempre ricche di prestigio, e la nostra partecipazione all'Ente Einaudi. Abbiamo allo studio una nuova iniziativa per onorare Giorgio Mortara, l'eminente statistico da poco scomparso, che in vari momenti della sua vita di studioso, e particolarmente dal 1936 al 1938, collabor  con la nostra Banca.

Ai dirigenti e al personale di tutti i servizi dell'Amministrazione centrale e a quelli delle nostre filiali esprimiamo il sentito ringraziamento dell'Istituto per la collaborazione che ci hanno offerto.

PROBLEMI MONETARI INTERNAZIONALI

La persistente espansione del commercio mondiale, nonostante il meno vivace sviluppo produttivo, e il ristabilimento in crescente misura della libert  nel movimento internazionale dei capitali rientrano tra gli aspetti positivi di maggior rilievo della scorsa annata. Per altro, l'economia mondiale appare soggetta a squilibri che riflettono

l'incompiutezza del processo di integrazione da tempo in atto tra i vari mercati e il difforme andamento ciclico dei singoli sistemi economici.

Al rallentamento del ritmo di espansione sopravvenuto in importanti economie industriali, come quelle degli Stati Uniti, del Regno Unito e della Germania, ha fatto riscontro una confortante ripresa di altre economie, e specialmente di quelle dell'Italia, della Francia e del Giappone. In questo quadro congiunturale si sono riprodotti, in alcuni paesi, a non lontana distanza di tempo, fenomeni non dissimili da quelli di cui facemmo diretta esperienza nel 1964.

Anche altrove l'impiego della politica monetaria in senso restrittivo ha riaperto le discussioni consuete sulla tempestività e sull'adeguatezza delle misure adottate, come pure sulla tollerabilità dei costi che essa impone in termini di caduta dei livelli di investimento e di occupazione. Il diffuso ricorso alle politiche monetarie restrittive è apparso, inoltre, se non determinante, almeno concorrente all'inasprimento dei saggi di interesse, che hanno raggiunto punte non riscontrate da decenni. L'alternanza stessa degli andamenti congiunturali che si sono susseguiti nel corso degli ultimi anni ha dimostrato come sia frequente l'insorgere di contrasti tra gli obiettivi della stabilità interna ed esterna, in presenza di un notevole grado di libertà nel movimento dei capitali e quando manchi un coordinamento delle politiche più penetrante di quello finora realizzato. D'altra parte, la lentezza con cui si è proceduto nei tentativi per stabilire un'intesa sui problemi della liquidità internazionale ha rinviato quell'armonizzazione delle politiche che dovrà pur compiersi nella sede in cui saranno adottate decisioni responsabili per la creazione di strumenti di riserva addizionali.

La difficoltà di raggiungere un accordo su una soluzione atta a conciliare le istanze delle varie parti interessate non può attribuirsi, ormai, a insufficienze conoscitive; ché, anzi, nel recente periodo sono stati recati numerosi ed efficaci contributi all'approfondimento dei problemi. Tuttavia non è stato possibile evitare che, nelle discussioni svoltesi in varie sedi, le argomentazioni razionali si intrecciassero con quelle suscitate dall'immaginazione. Ai sostenitori dei segni cartacei è stato contrapposto il mito dell'oro, dimenticando che anch'esso discende dalla convenzione.

Si crede, da alcuni, che l'aumento generale dei prezzi debba trovar corrispondenza nell'aumento del prezzo dell'oro, senza tener conto del sofisma insito

nell'affermazione secondo la quale lo strumento di misura dovrebbe essere mutato quando gli oggetti misurati risultino di dimensione diversa da quella originaria. Da parte degli avversari dell'oro si è commesso l'errore di diffondere la convinzione che si mirasse a un affrancamento dalla disciplina imposta dall'accettazione del metallo nel sistema dei pagamenti internazionali, allo scopo di accrescere il margine di discrezionalità consentito alle decisioni di politica interna, specialmente quando siano prese dai paesi maggiori senza considerare le loro ripercussioni sulla generalità degli altri paesi.

Se i problemi essenziali si liberano dall'involucro delle formule che li avviluppano, gli elementi di concordanza e quelli di dissenso si possono riassumere nelle seguenti proposizioni:

- 1) vi è unanime accordo sulla non accettabilità di una gerarchia di paesi, dei quali alcuni abbiano il diritto di finanziare indefinitamente i disavanzi esterni offrendo la propria moneta generalmente accolta nelle riserve valutarie, e gli altri siano tenuti all'obbligo di ricondurre sollecitamente all'equilibrio le bilance dei pagamenti, quando avessero intaccato le riserve, costituite da oro o da valute convertibili. La comunità internazionale respinge il privilegio; esige che si stabiliscano condizioni di parità in forza delle quali i componenti di essa, grandi e piccoli, si sottomettano alla medesima disciplina;
- 2) si concorda parimenti nell'ammettere che non esiste disciplina quando i mezzi di pagamento internazionali non siano contenuti entro limiti definiti. Secondo alcuni, l'imposizione dei limiti si ottiene restituendo all'oro la funzione esclusiva di mezzo di pagamento internazionale. Secondo altri, lo stesso risultato si consegue affidando l'ufficio di determinare la quantità dei mezzi di pagamento internazionali ad un consesso di Stati, quale quello rappresentato nel Fondo monetario internazionale, e quindi si invocano opportuni adattamenti nei diritti di voto, allo scopo di stabilire fra i paesi un equilibrio più conforme alla loro importanza economica e alla loro partecipazione agli scambi internazionali.

Sembra si delinei una intesa intorno all'opportunità di organizzare un sistema di creazione di nuove riserve operante attraverso crediti destinati a finanziare compensazioni multilaterali nell'ambito del Fondo monetario internazionale. Come

all'interno di ciascuno Stato le banche commerciali compensano periodicamente i rapporti di debito e di credito fra di loro e regolano le differenze mediante prelievi e versamenti sui conti che intrattengono con la banca centrale, così i rapporti fra Stati sarebbero regolati, oltreché in oro e valute convertibili, mediante prelievi e versamenti delle banche centrali su conti amministrati nel Fondo monetario internazionale. La facoltà di costituire posizioni di debito e l'obbligo di accumulare posizioni creditorie sarebbero contenuti entro limiti determinati.

Devono questi conti e le risorse sottostanti essere tenuti distinti da quelli nei quali si annotano le operazioni ordinarie del Fondo monetario internazionale? Deve essere consentita la trasferibilità diretta delle disponibilità che da essi derivano? Oppure deve essere preferita una forma di trasferibilità indiretta, come si pratica attualmente nell'ambito del Fondo, che consiste nell'accreditare i paesi membri nelle monete di altri contro versamento da parte dei primi della loro moneta nazionale? Deve essere imposta, dopo un certo periodo di tempo, la restituzione delle somme ottenute in prestito quando si constati che la persistenza della posizione debitoria è da interpretare come assenza di provvidenze dirette a ristabilire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, o come preferenza nella spendita di un mezzo di riserva piuttosto che di un altro? Sono, questi, alcuni degli interrogativi posti dai ministri dei Dieci e dai ministri finanziari della Comunità economica europea ai diversi comitati di esperti.

Dalle approfondite indagini affidate agli esperti si deduce che esistono diverse soluzioni, le quali produrrebbero effetti equivalenti; ma in ogni caso devono essere risolti due problemi pregiudiziali: quello dei limiti da porre al processo di creazione di mezzi di pagamento internazionali e quello delle procedure per determinarli, cioè della misura in cui ciascun paese può e deve concorrere alle decisioni.

Tali problemi si pongono non soltanto per gli assetti del futuro, ma anche per quelli del presente, in relazione all'amministrazione degli strumenti di riserva esistenti. Da tempo le autorità italiane sollecitano un accordo sui criteri comuni secondo i quali gestire le riserve valutarie: accordo che, pur escludendo la possibilità di una accettazione illimitata delle cosiddette monete di riserva, riconosca l'utilità della funzione che esse svolgono nei pagamenti internazionali.

In particolare, per quanto riguarda la sterlina, sembra opportuno ricordare che le disponibilità di questa valuta detenute dal resto del mondo sono rimaste abbastanza costanti. Nonostante il diversificarsi delle relazioni commerciali dei paesi compresi nella sua area e l'allentarsi dei legami di carattere monetario fra loro, l'estesa rete di servizi bancari offerti dal mercato di Londra ha mantenuto la sterlina in posizione importante nelle relazioni finanziarie internazionali. Ciò contribuisce a spiegare perché l'ammontare globale dei saldi non abbia subito oscillazioni di rilievo, né nel senso dell'aumento, né in quello della diminuzione. Poiché gli scambi internazionali hanno seguito ad espandersi e poiché tale processo continuerà in futuro, e in connessione con esso avrà luogo l'aumento delle riserve mondiali, la proporzione con queste ultime dei saldi in sterline andrà diminuendo. Essi rappresentavano circa il 24 per cento delle riserve auree e valutarie mondiali nel 1948; oggi non ne costituiscono che il 14 per cento; supponendo che le riserve mondiali si incrementino ad un saggio medio annuo compreso fra il 3 e il 4 per cento, formeranno circa il 10 per cento delle riserve fra dieci anni. Da queste considerazioni si deduce che non occorreranno ulteriori provvedimenti affinché i problemi posti dalla attuale posizione della sterlina nel sistema delle riserve mondiali di liquidità si risolvano gradualmente nel tempo.

La consapevolezza delle nostre responsabilità verso la comunità internazionale ci ha indotti ad amministrare la posizione patrimoniale sull'estero, ricercando la combinazione migliore tra le attività e le passività possedute dal settore pubblico e dal settore privato. A questo scopo abbiamo ammesso che in determinate circostanze vi fossero trasferimenti e sostituzioni, dall'uno all'altro settore e nell'interno di ciascuno, di attività e di passività a breve con attività e passività a lungo termine e viceversa. Così, ad esempio, nel corso del 1966 e in special modo nell'ultimo trimestre, attività a breve termine del settore pubblico sono state sostituite con attività a lungo termine del settore privato, attraverso la sottoscrizione di titoli esteri da parte di privati.

Nel determinare la composizione degli averi ufficiali sull'estero abbiamo conciliato l'esigenza di proteggere una quota importante delle riserve valutarie da eventuali rischi di cambio con l'altra di conseguire adeguati rendimenti dalla quota delle riserve non investite in oro, congiuntamente con il mantenimento di un alto grado di liquidità.

Al 31 dicembre le riserve ufficiali ammontavano a 4.679 milioni di dollari e per il 70 per cento erano investite in oro o in crediti espressi in oro, dei quali 320 milioni di dollari erano produttivi di interessi. Inoltre crediti per 140 milioni di dollari erano espressi in lire. La quota in valuta era costituita per il 93 per cento da investimenti liquidi in dollari e per il resto da marchi tedeschi, fiorini olandesi e franchi svizzeri; il suo impiego nel corso dell'anno è avvenuto a un saggio medio di interesse del 5 per cento.

L'avanzo della bilancia dei pagamenti conseguito nel 1966 è stato in parte destinato alla estinzione anticipata di debiti, mediante il riacquisto dei titoli rappresentativi degli stessi. Ma è stato convenuto che, ove si manifestassero situazioni di disavanzo, i titoli medesimi potrebbero essere mobilizzati.

Crediamo quindi si possa affermare che la proporzione fra oro, crediti espressi in oro, in dollari e in altre valute, investimenti a breve e investimenti a medio e lungo termine rifletta l'esigenza di conciliare fra loro gli obiettivi dianzi elencati.

Il fabbisogno di riserve dipende da diverse variabili: l'entità del reddito nazionale, l'incidenza degli scambi con l'estero e il grado di coordinazione fra le politiche economiche. Nel periodo breve quanto maggiore è l'incidenza degli scambi con l'estero tanto più cospicua dovrà essere la parte delle riserve conservata in forma liquida. Basterà osservare che, anche in una situazione di tendenziale equilibrio della bilancia dei pagamenti, quale esiste oggi in Italia, nei cinque mesi compresi fra l'ottobre 1966 e il febbraio 1967 si è verificato un disavanzo globale di 454 milioni di dollari, corrispondente al 10 per cento delle riserve ufficiali e al 36 per cento della parte investita in dollari alla data del 30 settembre.

Le ripercussioni sulle riserve valutarie della politica seguita durante il 1966 furono accettate nell'intento di impedire che l'aumento dei tassi di interesse nel mercato internazionale si propagasse al mercato interno e nella previsione che l'aumento dei tassi sarebbe stato di natura temporanea e che, prima o poi, avrebbe avuto inizio un processo di riconduzione di essi in limiti più vicini a quelli esistenti quando ebbe inizio il moto ascensionale. I fatti ci hanno dato ragione: nel primo trimestre dell'anno in corso la flessione dei tassi si è manifestata nei maggiori mercati finanziari e in parallelo con essa le spinte all'uscita di capitali dal nostro Paese si sono attenuate. Occorre

considerare però che, specialmente nei primi mesi dell'anno corrente, si sono aggiunte spinte provocate da timori suscitati da provvedimenti di carattere tributario.

LA CONGIUNTURA INTERNA

Lo scorso anno, nell'esaminare le prospettive di consolidamento e ampliamento della ripresa appena avviata, fu indicato nel settore privato quello dal quale poteva trarre origine il rilancio degli investimenti, non stimandosi possibile un aumento apprezzabile degli investimenti pubblici e delle imprese pubbliche; fu rilevato altresì come non fosse da attendere un miglioramento dell'attività edilizia.

I risultati del 1966 hanno confermato le previsioni: gli investimenti pubblici sono moderatamente aumentati; quelli delle imprese pubbliche sono diminuiti; la costruzione di abitazioni ha continuato a ristagnare, cosicché l'aumento degli investimenti fissi lordi (pari, nel complesso, al 5,3 per cento a prezzi correnti e al 3,7 a prezzi costanti) è dipeso in prevalenza dagli investimenti privati direttamente produttivi. Si può stimare che questi si siano accresciuti del 13 per cento in termini reali.

Al rilancio della domanda interna hanno contribuito non solo gli investimenti, ma anche i consumi, il cui tasso di aumento a prezzi costanti è stato nel 1966 più che doppio di quello dell'anno precedente. Una decelerazione, invece, ha mostrato la componente esterna della domanda globale, anche se il suo saggio di accrescimento è stato ancora molto elevato.

L'incontro della domanda e dell'offerta globale non ha provocato nel corso dell'anno sensibili spinte sui prezzi; ciò non sarebbe stato possibile senza la moderazione dei sindacati. Dopo gli eccezionali aumenti verificatisi tra il 1962 e il 1964, le retribuzioni nell'industria hanno avuto una evoluzione più aderente alle possibilità del sistema economico. La maggiore consapevolezza di questi limiti mostrata dai sindacati dell'industria nel rinnovo di importanti contratti di lavoro non sembra però comune alle organizzazioni di tutti gli altri settori.

Con il riattivarsi nel corso del 1966, dopo gli sviluppi ancora incerti del 1965, della domanda globale e particolarmente di quella per investimenti da parte delle

imprese, ha cominciato a manifestarsi l'aumento dell'occupazione, sia pure in misura modesta non solo per il consueto sfasamento temporale con le variazioni della produzione nei tratti iniziali di ambedue le opposte fasi cicliche, ma anche per effetto del processo di riorganizzazione interna delle aziende. Secondo i dati Istat, tra il gennaio 1966 e il gennaio 1967, l'occupazione complessiva è aumentata dell'1,7 per cento, ma in misura maggiore si è accresciuta quella nelle attività extra-agricole, mentre è ripreso il deflusso di mano d'opera dall'agricoltura, che si era arrestato nel periodo congiunturale avverso; il numero degli occupati a orario ridotto è andato progressivamente diminuendo fino a scendere a livelli inferiori a quelli del 1963. Nel settore industriale gli occupati dipendenti sono aumentati del 4,4 per cento, come è anche confermato dalle rilevazioni del Ministero del lavoro.

La ripresa della domanda per investimenti è, come si è detto, la caratteristica saliente dell'anno; essa è dovuta non soltanto all'assottigliarsi dei margini di capacità produttiva a causa della pressione esercitata da tutti i settori della domanda, ma soprattutto alla migliorata redditività delle imprese, e cioè alla condizione pregiudiziale indicata nell'ultima Relazione.

L'aumento degli investimenti fissi ha riguardato soprattutto quelli in macchine e attrezzature, che per primi, e in misura più accentuata, avevano manifestato un declino, con una contrazione nel giro di due anni del 30 per cento in termini reali. Essi sono stati rivolti particolarmente alla rinnovazione di impianti, piuttosto che all'ampliamento di quelli esistenti o alla costruzione di nuovi. Il processo di ammodernamento è stato più intenso nell'Italia settentrionale, per effetto delle stesse caratteristiche della struttura industriale; meno accentuato nelle regioni meridionali, ove l'impiego dei capitali si dirige prevalentemente verso la costituzione di nuove imprese.

Nonostante la ripresa degli investimenti fissi a partire dal secondo semestre del 1966, la quota di reddito nazionale ad essi destinata, discesa dal 23,7 per cento nel 1963 al 18,9 nel 1965, è ulteriormente diminuita nel 1966, sebbene in misura molto lieve; la tendenza alla riduzione risulta esaurita, se si escludono le abitazioni. Tuttavia il livello è assai inferiore a quello di medio periodo ed è manifestamente insufficiente ad assicurare il desiderato tasso di sviluppo; si abbia presente che il programma quinquennale

prevede la destinazione ad investimenti fissi lordi del 22,3 per cento del reddito nazionale.

Nei primi mesi del 1967 sono venuti meno alcuni degli elementi positivi sopra ricordati: i progressi verso la riduzione dei costi unitari, faticosamente conseguiti nel corso degli ultimi due anni, sono andati in parte perduti per il sovrapporsi, all'aumento dei costi salariali per il rinnovo dei contratti, degli oneri derivanti dalla totale defiscalizzazione dei contributi sociali e dall'imposizione di nuovi tributi, che il finanziamento degli interventi statali nei territori colpiti dalle alluvioni ha reso necessari. L'espansione delle esportazioni potrà risentire della diminuita domanda da parte delle principali economie europee e della più agguerrita concorrenza delle loro imprese, che cercano compenso alle minori vendite all'interno.

La condizione fondamentale affinché la ripresa si tramuti in una prolungata fase di sviluppo della nostra economia è costituita dal mantenimento di un elevato livello degli investimenti direttamente produttivi al quale dovrà affiancarsi l'apprestamento di adeguate infrastrutture.

Anche nel 1967, specie nei comparti della meccanica, della chimica e delle fibre tessili sintetiche, l'ulteriore aumento degli investimenti, per quanto è dato di prevedere sulla base degli elementi disponibili, sembra collegato alle realizzazioni delle imprese del settore privato. Non appare probabile, infatti, un apporto aggiuntivo di rilievo da parte delle imprese pubbliche, specialmente ove si escludano gli investimenti di queste ultime nel settore autostradale.

All'aumento degli investimenti dovrebbe concorrere in misura maggiore che nel 1966 la pubblica amministrazione, qualora vengano effettuate nei termini previsti le spese approvate, in parte connesse con la riparazione dei danni provocati dalle alluvioni.

IL MERCATO FINANZIARIO

La ripresa e lo sviluppo ulteriore dell'attività produttiva pongono problemi di finanziamento che devono oggi essere considerati tenendo conto del più vasto ambito

del mercato europeo. Mentre infatti le autorità comunitarie sollecitano i paesi membri alla soppressione degli ostacoli che si oppongono alla libera circolazione dei capitali e ricercano gli adattamenti necessari affinché le disparità tributarie non abbiano a deviarne i flussi, i singoli paesi completano il processo di liberalizzazione in atto. La Germania ed il Belgio hanno permesso da tempo ai residenti di importare ed esportare capitali; la Francia dal gennaio scorso consente ai residenti di importare ed esportare capitali in qualunque forma, compresi i biglietti di banca. Male si concilia con questa evoluzione l'incitamento, che si ravvisa in alcune correnti di opinione, ad innalzare un muro che trasformi l'economia del nostro Paese quasi in quella di una piazza assediata; incitamento espresso in un linguaggio attraverso il quale sembrano affiorare concezioni autarchiche.

L'integrazione dei mercati presenta manifestazioni che superano la nostra stessa immaginazione e diffonde i propri effetti in tutti i campi dell'attività economica. Negli anni '50 la rete di metanodotti congiungenti i centri produttivi della pianura padana apparve strumento del rinascimento industriale del nostro Paese atto a limitarne la dipendenza da rifornimenti esterni. Domani quella stessa rete accoglierà il gas proveniente dai deserti africani e dal circolo polare artico; ciò non significherà che avremo perduto l'indipendenza; significherà soltanto che siamo un paese libero, che non subisce pressioni di gruppi potenti, che acquista le materie necessarie alla propria economia nei luoghi dove sono accessibili alle migliori condizioni.

Esiste contraddizione nell'atteggiamento di quanti, nell'intento di difendere l'autonomia delle imprese nazionali, si oppongono alla creazione di un mercato più ampio nel quale esse, integrandosi in unità di proporzioni più adeguate alle esigenze imposte dalle moderne tecnologie, assumerebbero dimensioni tali da accrescere la propria capacità di resistenza. Costituisce una proposta meritevole di meditata considerazione quella della creazione di società a statuto europeo, le quali abbiano facoltà di emettere azioni circolanti liberamente nei paesi del Mercato comune e nelle quali possano concentrarsi imprese di varia nazionalità. In altri paesi vengono attuate iniziative rivolte a promuovere assetti di impresa idonei a rafforzarne la capacità competitiva; nel nostro si tarda tuttora ad approvare una legislazione di tutela della concorrenza e si manifesta scarso interesse per la non lontana scadenza di validità delle

norme intese ad agevolare le fusioni di imprese. L'urgenza di questi adattamenti aumenta man mano che cadono le barriere doganali fra i vari membri della Comunità e fra questi e i paesi esterni; e vieppiù si accrescerà allargandosi il numero dei paesi membri.

Si tratta, come è ovvio, non soltanto dei problemi inerenti alla dimensione e all'ubicazione delle nuove unità produttive ovvero alla più o meno accentuata specializzazione di esse. Si tratta anche di rendere quanto più possibile uniforme la disciplina giuridica che concerne i rapporti dei vari Stati con le imprese in essi ubicate e in particolare l'assunzione palese o velata della proprietà e della conduzione, da parte dello Stato e di altri enti pubblici, dell'una o dell'altra impresa o di interi settori produttivi. La nostra Costituzione definisce i principii secondo i quali dovrebbe essere delimitato l'intervento diretto dello Stato, ma sarebbe auspicabile che i criteri di applicazione fossero coordinati in sede europea.

Gli organi del Mercato comune ritengono che la integrazione economica vada necessariamente associata con quella finanziaria; a questo scopo sollecitano provvedimenti diretti ad eliminare gli ostacoli che si oppongono alla libertà di trasferimento dei capitali a lungo e a breve termine. Gli stessi organi da tempo hanno iniziato l'esame dei principii ai quali converrebbe si ispirassero le legislazioni in materia di imposizione tributaria sui redditi provenienti dalla ricchezza mobiliare, allo scopo di sopprimere le diversità che provocano distorsioni nella circolazione dei capitali. Dalla loro eliminazione deriverebbe un altro vincolo alla libertà di decisione dei singoli governi; ma essi non possono ad un tempo mirare alla creazione di un mercato europeo dei capitali e rifiutare di accogliere un sistema uniforme di tassazione dei redditi mobiliari, opportunamente coordinato nei metodi di accertamento.

Negli studi preparatori concernenti appunto le imposte sui redditi derivanti dalla ricchezza mobiliare, gli organi della Comunità economica europea sembrano orientarsi a favore di un sistema che non stimoli un esodo di capitali verso i paesi terzi, a danno dello sviluppo economico della Comunità. La soluzione auspicata in tali studi si impernia sulla esclusione di ogni sistema di rilevazione automatica dei redditi mobiliari e sulla qualificazione delle ritenute sui redditi medesimi come ritenute d'acconto, con facoltà per il contribuente di optare tra la possibilità di considerarle come definitive e

quella di dedurle dall'imposta personale. Può essere il caso di rilevare che un metodo del genere non è sostanzialmente diverso da quello istituito in Italia nel 1964 e abrogato nel febbraio scorso, quando si è ripristinato, con qualche modificazione, il regime introdotto nel 1962.

La tormentata disciplina giuridica di questo settore nel nostro Paese non può dirsi aver contribuito, e contribuire tuttora, ad accrescere gli stimoli alla sottoscrizione delle azioni; mentre presenta incontestabilmente un'elevata priorità l'obiettivo dell'ampliamento dell'investimento azionario.

Nei quattro anni dal 1963 al 1966 le imprese manifatturiere costituite sotto forma di società aventi azioni quotate in borsa hanno effettuato investimenti lordi totali per oltre 2.400 miliardi e netti per quasi 1.600. Delle società quotate soltanto 23 hanno effettuato aumenti di capitale a pagamento; al nominale le emissioni ammontano a 102 miliardi. Il complesso dei capitali raccolti con versamenti in contanti degli azionisti è stato di 127 miliardi, compresi i decimi richiamati relativi ad aumenti anteriori; esso ha rappresentato appena il 5,2 per cento della formazione lorda di capitale delle società stesse nel quadriennio, e precisamente il 5,6 per cento nel 1963, il 2,7 nel 1964 e il 6,6 nel 1965. Per il 1966, secondo dati per altro non completi, la proporzione risulta del 7,9 per cento; ma se si escludono i versamenti relativi all'aumento di capitale dell'ANIC, essa si riduce all'1,3 per cento.

Di contro alla scarsa attività del settore azionario si è avuta una espansione delle emissioni di titoli a reddito fisso tale da far raggiungere nel 1966 al nostro mercato dei valori mobiliari livelli che lo hanno collocato al primo posto in Europa. Le emissioni nette espresse in dollari sono state di 5.266 milioni e hanno superato il massimo assoluto europeo del periodo 1961-66, toccato dalla Germania dove nel 1965 le emissioni raggiunsero 4.327 milioni. Riferito al prodotto nazionale lordo il totale delle emissioni nel 1966 è stato in Italia dell'8,6 per cento e nel resto del Mercato comune mediamente del 2,3 per cento; in Italia le emissioni di titoli a reddito fisso hanno avuto luogo a condizioni migliori di quelle applicate nel resto del Mercato comune e con una soddisfacente partecipazione dei privati: 48 per cento circa, contro il 32 dei quattro anni precedenti.

Le emissioni lorde di titoli a reddito fisso nel 1966 sono state di 3.897 miliardi di lire e il loro collocamento si è giovato dell'imponente flusso di mezzi liquidi rappresentato dalle quote di ammortamento e dalle cedole pagate nel corso dell'anno: 1.668 miliardi. I titoli a reddito fisso sono stati l'86 per cento del totale dei valori mobiliari emessi nell'anno. Le emissioni nette di tali titoli sono ammontate a 2.821 miliardi e il 67 per cento di esse è stato costituito da titoli del Tesoro o per conto del Tesoro, dell'ENEL, dell'ENI e dell'IRI; la restante parte è stata emessa dagli istituti di credito mobiliare, fondiario e agrario. Assenti le imprese del settore privato. Occorre avvertire però che una parte dei mezzi raccolti dal settore pubblico è stata o sarà trasferita a quello privato attraverso, fra l'altro, il Piano Verde, gli indennizzi elettrici e gli istituti speciali di credito.

Alcuni confronti retrospettivi sono di particolare interesse. Alla fine del 1961 i titoli a reddito fisso in circolazione considerati al nominale ammontavano a 6.800 miliardi e alla fine del 1966 a 15.900. La quota posseduta dalle famiglie dal 59 per cento nel primo anno è scesa al 45 nel secondo; corrispondentemente è aumentata quella delle banche. Le azioni valutate a prezzi di mercato sono passate nel medesimo periodo da 20.800 miliardi a 18.400; la quota posseduta da persone fisiche e giuridiche di nazionalità italiana è diminuita, mentre quella intestata a nominativi dell'estero è salita dal 10 per cento nel 1961 al 18 per cento nel 1966. In particolare la proprietà delle famiglie dal 37 per cento nel 1961 si innalzò al 40 nel 1963 per scendere al 33 nel 1966; se si considera che questo aggregato è stato stimato per differenza e comprende associazioni e fondazioni, è presumibile che il declino del possesso azionario delle famiglie sia ancora maggiore di quello indicato.

Qualora si esamini il cammino compiuto dai titoli azionari effettivamente consegnati all'atto delle liquidazioni mensili presso le borse valori, si rileva che una quota di essi si trasferisce dai portafogli privati ai portafogli pubblici; si compie così una sorta di nazionalizzazione surrettizia. Anche il fondo pensioni della Banca d'Italia ha costituito un luogo verso il quale si sono diretti i titoli ceduti dai possessori privati nei periodi che hanno immediatamente preceduto e seguito la pubblicazione del decreto legge del febbraio di quest'anno.

Fenomeni del genere si manifestano un po' dovunque, ma nel nostro Paese sono aggravati dalla disparità di trattamento tributario. Nei grandi mercati finanziari le nuove emissioni hanno assunto piuttosto forma obbligazionaria: anche quelle effettuate dalle imprese private. Questa constatazione, per altro, non può essere addotta a sostegno di un regime discriminatorio che ostacola le emissioni di azioni, specialmente quando esso si applichi a un paese come il nostro nel quale l'autofinanziamento è contenuto entro limiti assai più ristretti di quelli esistenti altrove. Né ci si può esimere dal rilevare che questa tendenza rafforza, in definitiva, i gruppi che esercitano il comando sulle imprese costituite in forma societaria, in quanto offre loro l'occasione di accrescere i possessi azionari, mediante l'acquisto delle azioni cedute dai piccoli risparmiatori a prezzi determinati dalle decisioni degli stessi gruppi di intervento. Obbligate a pagare ammortamenti e interessi secondo le modalità stabilite nei contratti e senza facoltà di adattamento al variare delle condizioni del mercato, le imprese sono costrette sia ad accettare la conseguente estrema variabilità nei margini di autofinanziamento, che incide negativamente sulla formulazione e sulla realizzazione dei programmi di investimento, sia, correlativamente, ad effettuare aggiustamenti nell'impiego di mano d'opera che rendono discontinuo l'assorbimento delle nuove leve di lavoro.

La riforma tributaria, da attuare secondo i principi enunciati in un disegno di legge delega redatto in conformità degli accordi di programma, accoglie concezioni moderne alle quali si informano gli ordinamenti dei paesi occidentali. Poiché la riforma sopprime le imposte reali concentrandole in un'unica imposta personale progressiva, su un piano di logica astratta tutti i redditi dovrebbero concorrere a formare il reddito complessivo di ciascun contribuente e al loro accertamento dovrebbe provvedersi mediante strumenti idonei. Ma, se la realizzazione integrale dei principi di personalità e progressività della imposta è il traguardo ideale della riforma, al suo raggiungimento si deve tendere avendo presente che il progresso della economia nazionale è destinato a compiersi in una situazione di mercato aperto.

Per quanto riguarda il trattamento tributario per gli interessi dei titoli obbligazionari e dei depositi e conti correnti bancari e postali, il menzionato progetto di delega esclude ogni forma di accertamento nominativo dei percettori degli interessi medesimi. Da una dichiarazione ufficiale si deduce che non soltanto gli interessi dei

titoli emessi dopo, ma anche quelli dei titoli emessi prima dell'entrata in vigore della legge delega, saranno esclusi dal computo del reddito dei percettori e quindi non saranno assoggettati all'imposta progressiva; si arguisce inoltre l'intendimento del Governo di apprestare norme transitorie intese a garantire che i portatori dei titoli emessi prima della entrata in vigore della riforma seguiranno a riscuotere gli interessi nella misura effettiva indicata sulle relative cedole e che tali interessi non costituiranno oggetto di accertamento nominativo.

Occorrerà del pari aver cura che il nuovo trattamento fiscale favorisca l'equilibrio tra il comparto dei titoli a reddito fisso e quello dei titoli a reddito variabile, come pure tra l'ordinamento interno e quello dei paesi con i quali il nostro è più direttamente comunicante, in modo da evitare effetti distorsivi nel movimento dei capitali. Ciò non soltanto sotto il profilo dell'ordinamento tributario, ma sotto quello più ampio dell'ordinamento istituzionale; desideriamo sottolineare ancora una volta le conseguenze nocive derivanti dalla mancata creazione di fondi comuni di investimento. La discreta ampiezza assunta dai fondi nel resto d'Europa e la possibilità per essi di operare in Italia aggravano le condizioni di inferiorità del nostro mercato dei capitali.

La fase di transizione dal vecchio al nuovo ordinamento tributario richiederà che sia posta ogni cura per evitare incidenze negative sull'andamento produttivo. In particolare, la sostituzione di imposte di gettito certo con altre di gettito incerto richiederà l'acquisizione di una più ampia informazione intorno alla distribuzione del reddito per classi di grandezza, allo scopo di determinare aliquote che soddisfino le diverse esigenze alle quali la riforma si ispira, ma in primo luogo quella di garantire la continuità e l'adeguatezza nell'afflusso delle entrate tributarie. Altrimenti, l'esercizio della facoltà che la riforma attribuisce all'amministrazione, nel senso di procedere ad un aggiustamento successivo delle aliquote, potrebbe imprimere al sistema economico oscillazioni nocive al mantenimento di un livello di produzione del reddito conforme agli obiettivi programmatici.

Il favorevole andamento delle emissioni di titoli a reddito fisso ha consentito agli istituti speciali di credito di accrescere nel 1966 di 1.015 miliardi i loro finanziamenti a medio e a lungo termine, contro 797 miliardi nel 1965. Gli istituti di credito mobiliare vi hanno contribuito incrementando gli impieghi di 569 miliardi,

contro 473 nel 1965. L'accentramento della ripresa produttiva nell'attività industriale e il suo più intenso manifestarsi nelle regioni settentrionali hanno avuto riflessi sulla composizione dei mutui: il rapporto fra quelli all'industria e quelli alle opere pubbliche si è spostato a favore dei primi; la partecipazione del Mezzogiorno, dal 52 per cento nel 1965, è discesa al 13 per cento nel 1966.

La contrazione è dovuta anche al tempo di attesa delle norme di attuazione della nuova legge concernente l'attività della Cassa per il Mezzogiorno e ha assunto proporzioni maggiori nelle regioni continentali del Meridione. L'andamento è verosimilmente da attribuire alla circostanza che i finanziamenti nelle isole si sono concentrati in alcuni grandi impianti già in corso di costruzione, mentre nel Mezzogiorno continentale una maggiore quota di essi è diffusa fra imprese di dimensioni modeste. Nonostante le agevolazioni connesse con il credito, le imprese medie e piccole nel momento di entrare in esercizio hanno qui incontrato grandi difficoltà, in alcuni casi aggravate dalla inesperienza dei promotori.

IL CREDITO AGEVOLATO E L'IMPRESA

Nei finanziamenti concessi dagli istituti di credito mobiliare preponderano quelli agevolati: su 1.081 miliardi di erogazioni effettuate nel 1966, 578 si riferiscono a mutui di questa specie e la proporzione sembra destinata ad aumentare in futuro; alla fine del mese di dicembre gli impegni in essere per tali operazioni ascendevano a 1.556 miliardi, mentre quelli per mutui ordinari ammontavano ad appena 467 miliardi.

Il credito agevolato si inserisce fra le provvidenze dirette a sollecitare lo sviluppo economico del Mezzogiorno, esercitando un effetto compensativo nei confronti dei più alti costi che le imprese sostengono in quei territori in conseguenza di insufficienti infrastrutture sociali. La misura delle agevolazioni viene differenziata in funzione dell'altezza dei costi che esse sono destinate a riequilibrare. Ma occorre chiedersi se, in una prospettiva di lungo periodo, non convenga far minore assegnamento sulle provvidenze creditizie, accelerare la creazione delle infrastrutture delle quali esse sono un surrogato e intensificare l'intervento delle imprese pubbliche che sviluppino produzioni nuove con elevato impegno di ricerca.

La diffusione del credito agevolato suscita, nei richiedenti, la persuasione di un diritto al credito; nelle decisioni degli istituti che lo amministrano, la considerazione prevalente degli effetti di utilità sociale degli investimenti. E, con un processo di selezione alla rovescia, nella concorrenza fra istituti di varia tradizione, quelli di più antica esperienza – meglio attrezzati per procedere all'esame critico delle aziende nei loro aspetti patrimoniali, finanziari, economici ed organizzativi – sono sopraffatti da altri più inclini ad accogliere ogni richiesta nella convinzione che essa riceverà il suggello degli organi che decidono i contributi.

Il credito agevolato assume di più in più caratteri assistenziali; il suo estendersi alimenta il convincimento che esso sia il mezzo attraverso il quale si risolvono situazioni locali e quindi la concessione del credito diviene soggetta sempre più ad interferenze che nuocciono alla obiettività di condotta degli istituti. La collaborazione con l'autorità politica, anziché rimanere circoscritta al campo delle direttive di indirizzo economico generale, si protende alla considerazione del particolare e orienta l'impiego del credito alla soluzione di problemi contingenti.

In luogo di essere lo strumento di avanzamento della industria italiana verso posizioni di maggiore competitività, il credito agevolato diviene il mezzo attraverso il quale si difendono posizioni di retroguardia, nel tentativo, che l'esperienza prima o poi dimostrerà vano, di mantenere in vita aziende destinate a perire nella competizione interna ed internazionale.

Verso l'estensione delle agevolazioni spingono le categorie economiche, per ampliarne l'area di applicazione dal finanziamento degli investimenti fissi a quello delle scorte, sino a giungere al credito di esercizio. Ne soffre l'attività stessa delle banche di credito ordinario, perché esse, nel concedere il credito, sono sorrette sempre più dalla convinzione che, in un modo o nell'altro, l'impresa sovvenuta pagherà, perché soccorrerà il credito agevolato ovvero qualche altra forma di finanziamento pubblico.

Così accade che, nell'attività degli istituti speciali di credito interregionali e regionali, assuma rilievo crescente il disbrigo di procedure amministrative per concessioni di contributi dello Stato e delle regioni, di modo che gli istituti stessi vengono ad assimilarsi alle sezioni della pubblica amministrazione. Il loro carattere di impresa bancaria diviene sempre più pallido; la loro qualità di enti operanti in

concorrenza perde contenuto; si accentua l'elemento pubblicistico, che non può non condurre a un mutamento nella natura dei controlli ai quali sono sottoposti.

Ma questi divengono più difficili per la crescente subordinazione degli istituti agli interessi regionali: ciò accade, mentre economia e tecnica spingono verso l'aumento delle dimensioni delle unità produttive e suggeriscono una maggiore sprovvincializzazione dell'economia.

Nel 1963 attirammo l'attenzione sulle modificazioni in atto nelle economie socialiste, e in special modo in quella dell'Unione Sovietica. Abbandonato il tentativo di decentramento su basi regionali, essa orienta la trasformazione della propria economia nel senso di una sua suddivisione in imprese alle quali conferisce un'autonomia crescente e alle quali attribuisce la facoltà di adattare le combinazioni produttive secondo indicazioni tratte dal confronto dei costi dei fattori. Intorno alla riforma in atto esiste una diffusa pubblicistica e non è questo il luogo per procedere a un esame particolareggiato: ci si limita a sottolineare che la riforma si ispira al criterio che le imprese rispondano delle proprie obbligazioni nei limiti del proprio patrimonio; che nei loro confronti possano essere instaurate procedure esecutive; che lo Stato non accordi alcuna garanzia. Le prime realizzazioni della riforma già dispongono che i fondi di dotazione delle imprese possono essere incrementati mediante attribuzione di utili di esercizio; che la ricostituzione dei capitali investiti deve avvenire mediante imputazione di congrue quote di ammortamento e che il ricorso al credito bancario è ammesso nei limiti nei quali esistono le condizioni di rimborso.

Ulteriori rilievi sulla diffusione eccessiva del credito agevolato sono suggeriti da quanto avviene nella sfera degli scambi con l'estero. L'accrescersi delle esportazioni con pagamento differito dirette verso i paesi in via di sviluppo manifesta effetti nocivi nei confronti degli stessi paesi destinatari. L'accumulazione di quote di ammortamento e di interessi grava su bilance dei pagamenti di paesi che, nel corso dei prossimi anni, non potranno verosimilmente conseguire eccedenze attive di importo sufficiente per provvedere al servizio di un indebitamento crescente.

Conviene chiedersi se, anche da parte nostra, in luogo di assistere i paesi in via di sviluppo in forma surrettizia – perché tale deve considerarsi quella rappresentata da finanziamenti che hanno l'apparenza esteriore, ma non la sostanza, di crediti – non

sarebbe preferibile far ciò impiegando fondi tratti dal bilancio dello Stato: non muterebbe l'effetto di sottrazione di risorse reali agli impieghi interni, ma il Parlamento ne stabilirebbe l'entità e i limiti di tempo, e l'opinione pubblica ne prenderebbe conoscenza. Gli stessi accordi di rifinanziamento equivalgono, negli effetti finali, ad un finanziamento al bilancio statale, sul quale altrimenti cadrebbero le conseguenze delle insolvenze dei paesi verso i quali sono state effettuate esportazioni con pagamento differito.

Una decisione del genere sarebbe, d'altronde, in linea con l'impegno assunto, nel programma economico, di destinare circa 1.000 miliardi di lire, nel quinquennio, agli aiuti per i paesi in via di sviluppo; impegno del quale, allo stato attuale, non appaiono sufficientemente chiarite le incidenze sia sul piano reale che su quello finanziario.

Analogamente, l'assicurazione dei crediti all'esportazione, concepita originariamente come protezione degli esportatori contro la eventualità della imposizione di divieti al trasferimento delle somme versate dagli importatori, si è ampliata progressivamente comprendendo i rischi commerciali. Si è verificata altresì l'estensione delle garanzie concesse dai paesi importatori; così l'interesse sia degli esportatori sia degli importatori alla bontà intrinseca dell'operazione è praticamente venuto meno. Anzi, si è stabilita una prassi secondo la quale il finanziatore ed il finanziato collaborano per ottenere dagli enti statali di quest'ultimo le garanzie necessarie al compimento dell'operazione. Ancora una volta gli istituti di credito intervengono in qualità di organi amministrativi, che esauriscono la propria funzione in un controllo cartolare.

Accade così che nei paesi verso i quali si dirigono le esportazioni agevolate sorgano nuove industrie, senza che ciò corrisponda necessariamente a sollecitazioni del mercato, o a un programma unitario coordinato da una autorità centrale. Talora le nuove industrie sono messe in difficoltà dalla circostanza che il mercato locale di consumo rifiuta i loro prodotti, perché preferisce quelli di importazione quando siano oggetto delle stesse facilitazioni creditizie che avevano assistito le macchine importate per la fabbricazione sul posto.

Le politiche tendenti a promuovere lo sviluppo dei paesi economicamente meno avanzati sono state al centro dell'attenzione nell'ultimo decennio e le conoscenze acquisite hanno posto in evidenza la complessità dei problemi che emergono allorché si tratti di operare nell'ambito di sistemi che richiedono profondi adattamenti istituzionali.

Invero il compito dei paesi industrializzati non è esprimibile soltanto in termini di moneta. Richiede che, nel rispetto delle tradizioni indigene, la cultura europea contribuisca a sollecitare le necessarie trasformazioni di istituzioni e consuetudini. Ma occorre che la trasformazione si compia ispirandosi a ideali di elevazione civile senza suscitare nei paesi assistiti impazienze, che l'esperienza storica ha dimostrato essere quelle che adducono a forme di governo negatrici di quegli ideali e delle forze che alimentano processi di riorganizzazione sociale condizionanti lo stesso progresso materiale.

L'ATTIVITÀ DELLE AZIENDE DI CREDITO

La nostra azione nel corso del 1966 ha consentito di finanziare un processo produttivo in espansione sulla base di saggi di interesse a breve termine in diminuzione e a lungo termine stabili, nonostante i considerevoli aumenti degli uni e degli altri verificatisi in alcuni mercati con i quali il nostro comunica più direttamente. Abbiamo attuato questa politica in primo luogo attraverso il governo della liquidità bancaria, sul quale ci intratterremo in seguito, e in secondo luogo favorendo la concorrenza tra le aziende di credito, mediante istruzioni dirette ad estendere le facoltà operative di quelle di maggiori dimensioni anche nelle località nelle quali esse non sono insediate con proprie dipendenze. I saggi di interesse mediamente applicati alle operazioni di impiego in lire dalle aziende di credito operanti sulla totalità del territorio nazionale sono diminuiti nel corso dell'anno di circa un quinto di punto, collocandosi a fine periodo tra il 7 e il 7 3/4 per cento.

L'ampliamento della concorrenza tra aziende di credito intende sollecitare un processo di assestamento che conduca l'impresa bancaria ad assumere dimensioni appropriate alle condizioni di una economia integrata. Quando affermiamo ciò, abbiamo presente che spetta all'istituto di emissione di vigilare affinché la concorrenza non

divenga aggressione di aziende grosse ai danni di aziende piccole e distruzione di queste ad opera di quelle.

Con questo intendimento abbiamo sottoposto ad accurate verifiche i conti economici delle aziende di credito presenti in più di una regione e alle quali è stato consentito di operare in province dove non sono insediate con proprie dipendenze. Nonostante la contrazione dello scarto fra tassi attivi e tassi passivi intervenuta nel 1966 e l'aumento delle spese di personale, nonché degli oneri tributari, le aziende di questo gruppo si sono poste in grado di procedere ad accantonamenti non inferiori a quelli degli anni precedenti e di retribuire i capitali, attraverso l'ampliamento del volume dell'attività e l'accresciuta intermediazione in titoli, esplicita nel mercato interno e in quello internazionale. Permangono inadeguati, per altro, gli accantonamenti per oneri di personale; né deve omettersi di avvertire che l'attività di intermediazione in titoli potrà non avere nel futuro lo sviluppo registrato negli ultimi tempi, con inevitabili riflessi per i conti economici.

Nella generalità del sistema i crediti fino a 100 milioni rappresentano il 46 per cento dell'importo dei crediti in essere, quelli da 100 a 500 milioni il 21 per cento, quelli da 500 milioni a un miliardo l'8 per cento. L'importo medio dei crediti compresi nella classe fino a 100 milioni è di 3 milioni di lire. Queste cifre dimostrano che il sistema creditizio, nella sua attuale struttura, risponde in maniera abbastanza soddisfacente alla esigenza di somministrare il credito ad una economia come la nostra, nella quale preponderano ancora le medie e le piccole imprese. A conclusioni non diverse si perviene in base all'analisi delle relazioni tra andamento della produzione e del credito ordinario: analisi che attesta l'elasticità di adattamento del credito al fabbisogno dei vari rami di attività.

L'esame della distribuzione degli impieghi classificati secondo l'ammontare dimostra che le varie categorie di aziende di credito, di norma, esplicano la propria azione in settori diversi del mercato, mentre al margine esistono zone comuni di inserimento nelle quali più intensa si manifesta la competizione. Presso le dodici maggiori aziende di credito gli impieghi fino a un massimo di 100 milioni rappresentano il 38 per cento dell'importo dei crediti in essere; la partecipazione sale al 52 per cento nelle 38 aziende successive e al 63 per cento nelle restanti. Gli impieghi di

importo superiore ai 10 miliardi presso gli istituti di credito di diritto pubblico formano il 12 per cento dell'ammontare dei crediti, mentre presso le banche d'interesse nazionale ne costituiscono il 7 per cento. Occorre osservare che questa elevata proporzione degli impieghi di ammontare superiore ai 10 miliardi presso gli istituti di credito di diritto pubblico deriva dalla circostanza che essi finanziano in più larga misura enti pubblici e specialmente quelli territoriali.

Nella zona dei crediti di piccolo importo si riscontra un'alternanza di variazioni in aumento e in diminuzione più accentuata che non in quella dei crediti di importo grande. Ha luogo inoltre nel sistema uno spostamento dei crediti in essere verso le classi di importo più elevato; in special modo alcuni enti pubblici territoriali che ricevono nuovi crediti li aggiungono a quelli ottenuti in precedenza, stante la loro impossibilità di rimborsarli. Si determinano così situazioni che sono oggetto di preoccupazione da parte della Banca d'Italia: accade spesso che, in prossimità della fine del mese, essa sia chiamata ad autorizzare nuove concessioni a questo o a quel comune soltanto per motivi di tutela dell'ordine pubblico. Sono in corso di esame provvedimenti diretti ad assicurare il finanziamento degli enti locali mediante l'intervento della Cassa depositi e prestiti; se da un lato essi risolveranno il problema posto dall'indebitamento degli enti verso le aziende di credito, aggraveranno quello derivante dalla crescente offerta di titoli obbligazionari. Anche la facoltà recentemente consentita alle Ferrovie dello Stato di accesso al credito bancario dovrà essere delimitata con prudenza dalle autorità competenti.

Gli investimenti in titoli e i crediti agli enti pubblici e alle società con partecipazione dello Stato, nel corso del 1966 non hanno ostacolato l'estendersi dell'assistenza da parte delle banche alle imprese medie e piccole, presso le quali si è concentrata in gran parte la ripresa degli investimenti. Nello scorso anno l'aumento degli impieghi delle aziende di credito e dei loro istituti centrali è stato di 2.027 miliardi, mentre l'anno precedente era stato di 933 miliardi. La quota assorbita dal settore pubblico nei due anni posti a confronto è stata di 343 miliardi e di 255 miliardi, pari rispettivamente al 17 e al 27 per cento. Le grandi imprese del settore privato nel loro complesso non hanno praticamente attinto al credito ordinario; cosicché 1.672 miliardi, pari all'82 per cento dell'incremento verificatosi nel 1966, sono affluiti alle

imprese medie e piccole, comprendendo in questo aggregato le famiglie. Nel 1966 l'aumento dei titoli in portafoglio del sistema bancario è stato di 1.340 miliardi. Al 31 dicembre 1966 la loro consistenza ammontava a 5.516 miliardi; di essi 3.135 miliardi erano liberamente disponibili.

L'abbondante offerta di titoli di Stato e di titoli garantiti dallo Stato (fra i quali si comprendono le obbligazioni emesse dal Consorzio di credito per le opere pubbliche in contropartita di finanziamenti al Tesoro), nonché di obbligazioni di enti pubblici, e il mantenimento della stabilità nelle relative quotazioni non potevano non esercitare un cospicuo effetto di attrazione sulle disponibilità del sistema bancario. Conviene riconoscere che una offerta in continua espansione di titoli pubblici, quando si colleghi con la stabilizzazione delle loro quotazioni, alla lunga non può non alterare la struttura del sistema bancario. Essa invero esercita effetti sia dal lato delle operazioni attive, sia dal lato di quelle passive; in entrambi i casi, i titoli tendono a sostituirsi alle operazioni proprie del sistema bancario. Accumulandosi copiosamente nei portafogli bancari, tendono a scacciare le operazioni di prestito e specialmente quelle che recano con sé maggiori rischi. D'altro canto, la sostanziale equiparazione dei titoli ai depositi sotto il profilo della liquidità non può non influire sul comportamento dei risparmiatori; le aziende di credito con sezioni autorizzate alla emissione di obbligazioni vi concorrono ogni qualvolta effettuano il collocamento dei propri titoli assumendo l'impegno di riacquisto sulla base di un prezzo convenuto.

Man mano che il pubblico è divenuto cosciente del processo di assimilazione dei titoli ai depositi, ha manifestato la tendenza a prelevare dai depositi per investire in titoli. Il sistema ha procurato di contenerla innalzando i saggi di interesse corrisposti sui depositi; nello stesso tempo, esso ha dovuto proteggersi dall'effetto di attrazione esterna esercitato dall'altezza dei tassi corrisposti sui depositi bancari in altri paesi. La facilità con la quale tali disponibilità possono migrare da un mercato all'altro si è riflessa nei cospicui trasferimenti di capitali che hanno avuto luogo anche sotto forma di esportazioni di banconote.

In queste condizioni è apparsa dubbia l'opportunità di un intervento delle autorità diretto a impedire il rialzo dei saggi di interesse corrisposti sui depositi bancari. Certamente la competizione tra aziende di credito si è inasprita e l'area dei depositi sui

quali si corrispondono interessi più alti di quelli convenuti nell'accordo interbancario si è estesa; anche se poi gli aumenti del costo complessivo della raccolta, nella media dell'anno, risultino nel 1966 rispetto al 1965 contenuti per la generalità delle aziende entro il limite di un quarto di punto. La competizione è stata ed è più aspra specialmente dove depositanti sono gli enti pubblici, le grandi imprese pubbliche e le grandi imprese private. Ma raggiunge anche i depositi di media entità; restano esclusi i più piccoli specialmente nei centri minori. Questo fenomeno, comune anche a mercati meglio organizzati del nostro, presenta quindi un aspetto di sperequazione distributiva; ma non va sottovalutato che l'ampia offerta di titoli a prezzi stabili consente ai modesti risparmiatori impieghi convenienti senza esporli al rischio di sensibili perdite quando abbiano immediate necessità di realizzo.

D'altra parte, le recenti esperienze dei maggiori mercati monetari confermano che riesce arduo imporre una disciplina coercitiva dei saggi di interesse, quando esista uno squilibrio fra domanda e offerta di fondi liquidi, quando i mercati siano intercomunicanti, quando gli ordinamenti tributari sovrappongano a quelli derivanti dalle condizioni di mercato ulteriori stimoli che sospingano verso l'alto il costo della raccolta. L'asprezza assunta dalla concorrenza fra le banche americane e fra esse e le istituzioni non bancarie, l'espansione dei depositi sui quali possono essere corrisposti interessi più alti di quelli stabiliti dalle autorità, dimostrano quanto mediocri siano i risultati che si possono ottenere dalla coercizione.

Da questa constatazione non deduciamo che l'atteggiamento delle autorità debba essere di indifferenza. Ma gli strumenti di un più efficace intervento andrebbero ricercati non nella coercizione, bensì influenzando sul comportamento delle aziende di credito attraverso la modifica dei calcoli di convenienza cui sono soggette nel loro operare. A questo scopo potrebbe essere utile adattare il sistema dell'imposizione tributaria all'esigenza di mantenere distinti, anche se collegati, i tassi del mercato finanziario da quelli che si corrispondono sui depositi.

Nel quadro della riforma tributaria, la disciplina della raccolta a breve e di quella a lungo termine e il mantenimento della linea di demarcazione istituzionale fra esse potrebbero essere agevolati dalla introduzione di due distinte aliquote della imposta proporzionale da applicarsi alla fonte sugli interessi corrisposti sui depositi bancari,

secondo una procedura analoga a quella seguita attualmente per l'imposta di ricchezza mobile di categoria A. Quando le aziende di credito corrispondessero interessi su depositi bancari in misura contenuta entro il limite massimo indicato dalle autorità monetarie, l'aliquota dovrebbe essere ridotta al minimo; quando superassero quel limite, e cioè invadessero l'area compresa nei confini del mercato finanziario, l'aliquota dovrebbe essere eguale a quella massima applicabile sugli interessi delle obbligazioni. In attesa della riforma, si potrebbero differenziare le aliquote di ricchezza mobile di categoria A e stabilire la detraibilità dell'imposta dal reddito tassabile in categoria B soltanto nel primo caso.

In questo modo si creerebbe un incentivo per le aziende a mantenere la corresponsione degli interessi ai depositanti entro il limite massimo indicato dalle autorità monetarie e si rafforzerebbero i meccanismi di controllo sulla veridicità delle dichiarazioni. Competerebbe alle aziende di credito la responsabilità di esporre nella dichiarazione annuale dei redditi gli interessi assoggettabili all'una e all'altra aliquota; con la conseguenza che si applicherebbero le sanzioni previste dalla legge quando l'attestazione non fosse veritiera. Nel riferirci a interessi entro il limite massimo, intendiamo alludere a un sistema nel quale, rispettato il limite, sarebbe mantenuta integra la facoltà discrezionale delle aziende di credito di determinare i tassi effettivamente applicati; ciò non escluderebbe la facoltà di stipulare accordi interbancari compatibilmente con gli obblighi verso il Mercato comune.

Il sistema descritto potrebbe associarsi con l'abrogazione di ogni vincolo in materia di tassi attivi; inoltre potrebbe stabilirsi la libertà di contrattazione dei saggi di interesse sui conti interbancari. L'indicata disciplina provocherebbe la conseguenza di razionalizzare la distribuzione delle risorse finanziarie. Nascerebbe un mercato del denaro attraverso il quale esse verrebbero convogliate ai richiedenti disposti a remunerarle di più. L'ampia comunicazione esistente fra il mercato interno e il mercato internazionale permetterebbe che la distribuzione dei fondi avvenisse su un'area più vasta; così il livello dei tassi di interesse interni si collegherebbe più direttamente con quello dei tassi di interesse esterni. L'offerta di buoni ordinari del Tesoro in quantità limitata consentirebbe alle aziende di credito l'opzione di impiegare in essi, in tutto o in parte, la propria liquidità; l'oscillazione dei saggi di interesse potrebbe creare le

condizioni nelle quali diverrebbe possibile attuare una manovra più elastica del saggio dello sconto.

Con il progredire dell'integrazione fra i mercati monetari, lo stesso controllo esercitato dai pubblici poteri non può non atteggiarsi a forme ispirate al principio secondo il quale l'efficienza della singola azienda si deduce essenzialmente dai risultati conseguiti; il profitto esplica così una funzione strumentale, quella di sostituire al giudizio di singoli uomini, che può essere arbitrario, l'evidenza dei risultati; ma l'indicazione dedotta da questi ultimi è significativa quando essi siano stati conseguiti in un quadro istituzionale che assicuri la parità di soggetti in concorrenza fra loro nell'esercizio di una funzione di interesse pubblico. A questo scopo le aziende di credito devono essere soggette alla medesima disciplina, indipendentemente dalla forma giuridica, pubblica o privata, secondo la quale esse sono ordinate.

Il tipo dei controlli esercitato dalla Banca d'Italia non è, né deve essere, simile a quello esercitato sulle erogazioni effettuate dalla pubblica amministrazione. L'azienda di credito, pubblica o privata, deve adattare il proprio comportamento alle mutevoli condizioni del mercato; concedendo o rifiutando il credito ai singoli richiedenti sulla base sia di previsioni ragionevoli circa la loro solvibilità sia delle eventuali garanzie, sia del concorso di entrambi i criteri. Una ricorrente critica, nelle discussioni che si svolgono nelle varie sedi intorno alla politica del credito, è l'asserito eccesso delle garanzie richieste solitamente dal sistema bancario; se ne fa seguire la raccomandazione che la concessione del credito si basi piuttosto sul giudizio formulato nei confronti delle attitudini di chi lo riceve. Ma questa valutazione è fatta da uomini e anche quando sia fatta con la maggiore oculatezza non può essere, né deve presumersi, infallibile. Nell'esercizio del credito la ricerca della infallibilità significherebbe paralisi.

Nella cornice dell'attività di controllo del sistema bancario si inserisce lo studio degli assetti aziendali più consoni al mantenimento dell'equilibrio economico delle gestioni; alla loro attuazione procediamo metodicamente, rimuovendo con pazienza le situazioni pregiudizievoli, specialmente quando esse siano derivate da un'azione che ha urtato contro gli ostacoli caratteristici delle aree economicamente meno avanzate.

L'estendersi della concorrenza nel settore bancario, in conseguenza dell'abrogazione di disposizioni limitative dell'attività delle singole aziende e della

presenza più diretta di aziende straniere, sollecita le autorità responsabili a creare un quadro istituzionale in cui l'esercizio del credito avvenga in condizioni di parità. In Germania e in Francia le aziende di credito hanno facoltà di istituire filiali senza autorizzazione; nel primo paese sono liberalizzati i tassi attivi e passivi, nel secondo quelli attivi.

Affinché l'efficacia della concorrenza si dispieghi, occorre che la selezione dei dirigenti delle aziende di credito si compia evitando ogni considerazione estranea alla loro competenza; nel caso di aziende di natura pubblica operanti nell'intero territorio nazionale, è necessario che le scelte siano effettuate dal potere esecutivo, il quale ne risponde dinanzi al Parlamento, e non siano subordinate all'obbligo di intese fra Governo e organi regionali, provinciali e comunali. Infine, gioverebbe che l'avvicinarsi degli amministratori fosse agevolato da norme le quali disponessero un limite massimo di permanenza negli incarichi.

Spetterà al Parlamento adattare le disposizioni concernenti l'esercizio del credito alle condizioni imposte dall'ampliamento della concorrenza nell'ambito della Comunità economica europea. Ciò appare ancor più urgente quando si consideri che l'auspicabile partecipazione della Gran Bretagna inserirà più direttamente nel Mercato comune il sistema bancario e assicurativo più efficiente d'Europa. Alla disciplina uniforme della professione bancaria si dovrà giungere con gradualità; ma è necessario astenersi dall'attuare provvedimenti che potrebbero non essere orientati verso quella disciplina.

Compito dell'istituto di emissione resterà quello di promuovere la ristrutturazione delle aziende bancarie necessaria affinché si mantengano atte a sostenere il confronto sempre più immediato con quelle di paesi stranieri, dove sono state eseguite concentrazioni in vista appunto di una maggiore efficienza.

LA POLITICA MONETARIA E FISCALE

Nelle riunioni dei responsabili di politica monetaria si odono solitamente due ordini di lagnanze: i governi non sono solleciti quanto sarebbe desiderabile nell'adattare il volume della spesa pubblica e i modi del suo finanziamento agli obiettivi

dell'equilibrio tendenziale della bilancia dei pagamenti e della stabilità dei prezzi; i provvedimenti di politica monetaria incontrano ostacoli che ne diminuiscono l'efficacia, quando siano attuati in mercati in cui esista un'ampia libertà di trasferimento dei fondi.

Ha contribuito a dare rilievo crescente alla politica fiscale l'esperienza recente degli Stati Uniti d'America ove, come è ben noto, l'uso accorto delle riduzioni di imposta, negli anni successivi al 1961, è considerato tra i fattori che hanno concorso a promuovere e mantenere l'espansione, in condizioni di soddisfacente stabilità.

Questa stessa esperienza, tuttavia, ci indica che, quando occorra attuare provvedimenti volti a frenare il delinarsi di una ascesa dei prezzi l'impiego degli strumenti della politica fiscale non riesce sufficientemente rapido, così che occorre integrarli con provvedimenti tipici della politica monetaria. Né sembra si possa asserire, alla luce della esperienza americana, che si sia riusciti a dosare i provvedimenti fiscali e monetari in maniera atta a temperare l'asprezza di questi ultimi. Il tasso di espansione del credito a lungo e a breve termine nel secondo semestre del 1966 è declinato ad un livello corrispondente all'incirca a un terzo di quello del primo semestre, propagando effetti di ampia portata sui mercati finanziari e monetari del resto del mondo attraverso migrazioni di capitali di importo ingente, che hanno sottoposto a una dura pressione le riserve valutarie di qualche istituto di emissione.

Dalle discussioni intorno ai limiti nei quali, in questo o in quel caso specifico, sarebbe stato opportuno contenere l'impiego dei provvedimenti propri della politica monetaria, si trae conferma della necessità di considerare le diverse forme di politica fiscale e monetaria non come alternative che si escludono a vicenda, bensì come azioni che si completano, concorrendo in varia misura al raggiungimento degli obiettivi posti dai parlamenti.

Le analisi contenute nella Relazione sono lungi dal confortare la speranza che sia prossimo il momento nel quale gli strumenti di politica fiscale trovino anche nel nostro Paese un efficace impiego per la regolazione dell'economia.

La complessiva richiesta di credito proveniente dagli enti pubblici (cioè dalla pubblica amministrazione e dalle aziende autonome) per i disavanzi che si produrranno nel 1967 può prevedersi in oltre 3.000 miliardi. Per lo Stato e per le aziende autonome,

il fabbisogno risulta dai rispettivi bilanci di previsione, nonché dalle spese, contemplate da leggi di contenuto particolare, da iscrivere nel corso della gestione; l'importo ammonta a circa 2.000 miliardi e il suo riflettersi sulla cassa presuppone che la situazione dei residui si mantenga invariata e che non si verifichino importanti trasferimenti di spesa da un esercizio all'altro. Per gli enti territoriali ci si deve attendere un disavanzo non inferiore a quello del 1966 (700-800 miliardi). In recenti dichiarazioni ufficiali, infine, il disavanzo dei principali istituti previdenziali è stato stimato, in termini di competenza, in circa 700 miliardi, cifra che inciderebbe sulla domanda di credito per circa 500 miliardi se si detrae il presumibile importo da destinare alla formazione di riserve; anche in questo caso l'effettivo fabbisogno dipende dall'ampiezza degli sfasamenti tra la gestione di cassa e quella di competenza.

Di quei 3.000 miliardi, almeno 1.200-1.300 dovranno essere finanziati con emissioni di valori mobiliari per lo Stato e le aziende autonome, in conformità di quanto previsto dai rispettivi provvedimenti di autorizzazione di spesa; a queste emissioni potranno tuttavia aggiungersi le necessità di copertura relative all'avvio della seconda fase quinquennale del piano di potenziamento delle Ferrovie e il ricorso al mercato da parte della Cassa depositi e prestiti, se questa dovesse essere autorizzata ad emettere direttamente obbligazioni. Mentre è possibile che il volume delle erogazioni da finanziare con tali mezzi non si realizzi per intero, il ricorso al mercato finanziario dovrà verificarsi integralmente nell'ammontare indicato, essendo il reperimento delle entrate requisito indispensabile affinché divenga possibile l'impostazione nel bilancio statale delle corrispondenti spese.

Gli elementi di rigidità che condizionano la politica fiscale e monetaria derivano non soltanto dall'accumulazione di impegni di spesa da parte dello Stato, degli enti locali, degli istituti previdenziali e delle aziende autonome, ma anche dall'entità degli impegni di finanziamento degli istituti speciali connessi con programmi aziendali di investimento in corso di esecuzione. Sono da aggiungere gli impegni di esportazione con pagamento differito concernenti la costruzione di impianti all'estero, che andranno maturando nel corso dei prossimi anni. Nelle indagini contenute nella Relazione abbiamo cercato di determinare l'ammontare globale degli obblighi di spesa non

suscettibili di adattamento alle condizioni del mercato e ne deduciamo che la politica monetaria risulta ulteriormente condizionata.

Occorre aggiungere che la manovra delle aliquote di imposta e la sua efficacia (indipendentemente da ogni considerazione sul comportamento dei cittadini nell'assolvimento dei loro obblighi quali contribuenti) sono subordinate all'esistenza di un relativo equilibrio tra le entrate e le spese del settore pubblico. Quando, come nel caso nostro, il disavanzo complessivo dello Stato, delle aziende autonome e degli enti locali aumenta ogni anno, riesce arduo immaginare quali margini siano consentiti alla politica tributaria; essendo lo Stato, e non potendo non esserlo, sotto l'assillo costante della ricerca di nuove entrate, per restringere il vuoto da colmare con il risparmio volontario dei cittadini.

Il riconoscimento di queste limitazioni ha sollecitato lo sforzo di affinamento degli strumenti della politica monetaria. L'esame degli interventi compiuti per regolare la liquidità del sistema bancario pone in evidenza come abbiano assunto crescente importanza le operazioni di debito pubblico e quelle su titoli effettuate direttamente dalla Banca d'Italia o dal sistema bancario con l'impiego di mezzi monetari volta a volta liberati dalla stessa Banca d'Italia. In presenza di un crescente disavanzo del settore pubblico, che non obbedisce alla esigenza di un suo coordinamento anticiclico con la posizione di avanzo o di disavanzo degli altri settori della economia, le autorità monetarie, per regolare il processo di creazione della liquidità, non possono non mutare i modi di finanziamento di quel settore. Ciò è attuabile aumentando o diminuendo la quota del disavanzo coperta con mezzi monetari e integrando questa manovra mediante cessioni o acquisti di titoli.

Dei fattori autonomi di variazione della liquidità il maggiore è stato quello costituito dal disavanzo del Tesoro, pari, nel 1966, a 1.867 miliardi. Le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno apportato 867 miliardi; dedotta la quota assorbita dai movimenti di capitali, l'effetto netto espansivo del settore estero è stato di 418 miliardi. Gli altri settori hanno esercitato un effetto riduttivo di 84 miliardi.

Le operazioni di debito pubblico e quelle di mercato aperto effettuate dalla Banca d'Italia hanno provocato un riassorbimento di mezzi liquidi per 1.368 miliardi; ma le altre operazioni su titoli, compresa la loro inclusione nelle riserve obbligatorie,

hanno determinato un effetto espansivo di 666 miliardi, cosicché l'effetto netto è stato di contrazione della liquidità per 702 miliardi. Le operazioni di sconto di portafoglio e quelle del sistema bancario nazionale con i sistemi bancari dell'estero hanno avuto una parte limitata: le prime hanno esercitato un effetto di espansione di 172 miliardi e le seconde un effetto di contrazione di 182 miliardi. Nel complesso, gli interventi delle autorità monetarie, tenuto conto di altre partite minori, hanno diminuito la liquidità di 714 miliardi.

L'effetto combinato dei fattori autonomi e degli interventi delle autorità monetarie è stato di accrescere la base monetaria di 1.487 miliardi e, tenuto conto della quota di 806 miliardi assorbita dal pubblico, di espandere le disponibilità liquide del sistema bancario nella misura sufficiente a consentire l'aumento dei crediti precedentemente descritto (con un incremento di depositi che ha comportato l'obbligo di versamenti nelle riserve obbligatorie per 586 miliardi) nonché un accrescimento della liquidità delle aziende di credito di 95 miliardi.

Il saggio di incremento della liquidità del pubblico fra principio e fine dell'anno è stato nel 1966 inferiore a quello del 1965, ma sensibilmente superiore all'aumento del reddito ai prezzi correnti. La stabilità dei prezzi e quella dei corsi dei titoli a reddito fisso hanno indotto le famiglie a sottoscrivere importi più elevati di obbligazioni: 1.220 miliardi, contro 719 nell'anno precedente. Nonostante ciò, l'assunzione di obbligazioni da parte del sistema bancario è aumentata, fra il 1965 e il 1966, dal 36 al 42 per cento dei depositi raccolti durante l'anno.

L'inclusione, fra gli obiettivi della politica monetaria, del mantenimento di un livello di saggi di interesse nel mercato finanziario coerente con il fine di promuovere gli investimenti ha avuto riflessi importanti sulle scelte dei canali attraverso i quali mezzi liquidi sono stati diretti dalla banca centrale verso il mercato, o sono stati riassorbiti. Le operazioni in titoli di Stato o assimilati hanno assunto dimensioni cospicue: sia quelle effettuate direttamente dalla Banca d'Italia, sia quelle effettuate attraverso la collaborazione sempre più stretta con le aziende di credito e in particolare con l'Istituto centrale delle casse di risparmio. Nel corso del 1966 la Banca d'Italia ha compiuto operazioni di compravendita di titoli della specie sopra indicata per un ammontare di circa 800 miliardi; l'istituto centrale, a sua volta, per circa 1.380 miliardi.

Le decisioni di politica monetaria sono state suggerite dalla considerazione dell'intero spettro delle attività finanziarie e non soltanto dalle variazioni della moneta e della quasi moneta. Quindi sono stati resi più efficaci gli strumenti che consentono la trasformazione delle une nelle altre, secondo le preferenze autonomamente manifestate dal pubblico. Poiché, in determinate circostanze, il pubblico si ritira dal mercato mobiliare per dirigersi verso i depositi a risparmio, nella seconda metà del 1965 si decise di aumentare l'elasticità del mercato, sopprimendo l'obbligo dell'investimento in conti presso la Banca d'Italia o in buoni ordinari del Tesoro delle riserve obbligatorie a fronte degli incrementi dei depositi a risparmio e consentendo opzionalmente l'acquisto di cartelle fondiarie e agrarie.

Gli interventi delle autorità monetarie hanno esercitato anche un effetto di orientamento degli impieghi in titoli avendo sollecitato l'acquisto delle cartelle fondiarie. Nel 1966 i finanziamenti all'edilizia residenziale sono stati di 559 miliardi, superando largamente l'ammontare raggiunto negli anni precedenti.

Una politica come quella descritta ha possibilità di successo quando siano soddisfatte diverse condizioni, tra le quali due vanno in particolar modo sottolineate.

In primo luogo è necessaria l'esistenza di un quadro istituzionale adattato agli obiettivi di sviluppo indicati nel programma economico, e non esposto a mutamenti di carattere episodico dai quali possano derivare alterazioni, nella propensione al risparmio e nei modi di impiego di esso, non suscettibili di essere rettificate mediante interventi di carattere monetario; in regime di mercati aperti, quote di risparmio potrebbero essere trasferite all'estero indipendentemente dalla considerazione della redditività degli impieghi.

Altra condizione è che l'offerta di titoli pubblici non assuma proporzioni incompatibili con la possibilità di un loro collocamento sulla base di saggi di interesse conformi alla ricordata esigenza di promuovere gli investimenti. L'aumento del disavanzo di competenza del settore pubblico accresce la probabilità di ampie dilatazioni del disavanzo di cassa. Ove alle relative occorrenze si voglia provvedere con collocamenti di titoli nel mercato finanziario, il repentino dilatarsi del disavanzo di cassa tenderà a deprimere i corsi. Se si desiderasse evitare un inasprimento dei saggi di interesse, si potrebbe essere spinti a una creazione di disponibilità liquide superiore a

quella corrispondente al mantenimento della stabilità dei prezzi, con effetti più immediati quando il sistema fosse in prossimità del pieno impiego dei fattori produttivi.

In altri termini, non ci si deve nascondere che, chiedendo alla politica monetaria di soddisfare esigenze contrastanti, si finisce per porla di fronte a un dilemma. Le autorità monetarie potrebbero astenersi dall'intervenire, accettando la caduta dei corsi e quindi il verificarsi delle condizioni nelle quali diviene più arduo il collocamento di nuove emissioni; ma in questo caso potrebbe accadere che esse fossero costrette a finanziare direttamente il disavanzo del settore pubblico, concorrendo in tal modo ad ampliare la base monetaria. Qualora invece esse decidessero di intervenire per difendere il livello dei tassi di interesse, assorbendo l'offerta dei titoli eccedente la domanda a quei tassi e favorendone una larga immissione nei portafogli bancari, ne deriverebbe pur sempre il sostanziale conferimento ai titoli stessi della qualità di componenti della base monetaria.

Nel momento presente, occorre considerare che una quota importante dei titoli in portafoglio del sistema bancario è assoggettata ai vincoli imposti dalle autorità monetarie, mentre quella costituita da titoli di libera disponibilità appartiene in larga parte alle Casse di risparmio, istituzionalmente orientate verso tale forma di impiego. Si aggiunga che, nel rispetto delle direttive del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, l'istituto di emissione non mancherebbe di operare con risolutezza, ove le circostanze lo richiedessero. Ma, sebbene ciò consenta di ritenere che, nel periodo breve, l'indicato dilemma non pone di fronte a scelte che implicino il sacrificio della continuità dello sviluppo del Paese, occorre ribadire che questa continuità, in un futuro meno immediato, richiederà necessariamente l'osservanza delle condizioni illustrate.

Preoccupazioni non dissimili, del resto, per quanto concerne il medio termine, si trovano esposte nell'apposito programma redatto dalla Comunità economica europea, ai cui orientamenti i governi membri si sono impegnati a uniformarsi. Esplicita, infatti, è l'indicazione di squilibri connessi con la pressione delle spese pubbliche e con l'espansione dei consumi che, ove non fossero corretti mediante la politica salariale, fiscale e monetaria, potrebbero pregiudicare il conseguimento dell'atteso tasso di sviluppo globale dell'economia.

PROBLEMI E RESPONSABILITÀ DI UN'ECONOMIA APERTA

Nel 1967 vediamo compiersi il decimo anno dalla creazione della Comunità economica europea e dal primo lancio spaziale, e non è senza significato che una realizzazione che sottolineava il ritardo tecnologico dell'Europa occidentale rispetto alle maggiori potenze abbia coinciso con l'inizio dello sforzo unificatore, il solo che possa consentirle di mantenere vivo il suo contributo al progresso civile.

La restaurazione delle economie devastate dalla guerra avvenne in parte sotto l'impulso di principi che l'Europa ritrovò nella sua tradizione culturale dopo l'offuscamento del periodo fra le due guerre e che le vennero anche riproposti dall'esterno, quali la liberalizzazione degli scambi e dei pagamenti, e in parte secondo linee d'inerzia che riflettevano le concezioni degli anni '30.

Il fatto nuovo destinato a determinare trasformazioni profonde è stato appunto il disegno di unificazione tra i paesi europei, anche se realizzato in un ambito più ristretto di quello inizialmente configurato. La sua attuazione non è finora avvenuta senza superare gravi ostacoli; essa richiederà anche in futuro il consapevole concorso delle forze economiche e sociali.

La reazione, spontanea più che organizzata, della nostra economia alla grande opportunità fornita dal suo inserimento nel Mercato comune europeo e, più in generale, allo stimolo della competizione internazionale ha consentito di realizzare traguardi incontestabilmente importanti. Tra il 1958, anno dell'entrata in vigore del Trattato di Roma, e il 1966, il prodotto nazionale lordo è aumentato di oltre la metà, a un tasso annuo fra i più elevati nell'ambito delle economie occidentali. Durante il periodo sono stati creati oltre un milione di posti di lavoro nelle attività extra-agricole. Il nostro commercio di esportazione è più che raddoppiato, risultato questo che supera di gran lunga i progressi conseguiti dalle altre economie sviluppate, con l'unica eccezione del Giappone. La nostra partecipazione al commercio mondiale dei manufatti è salita dal 4 al 7 per cento; il rapporto fra i prezzi all'esportazione dell'Italia e quelli internazionali per gli stessi prodotti è disceso in media dell'1,3 per cento all'anno, quale effetto combinato di una flessione dello 0,4 per i primi e di un aumento dello 0,9 per i secondi. La considerazione dei risultati raggiunti vorrebbe anche essere auspicio per l'avvenire.

Di fronte ai problemi di adattamento imposti dai prossimi sviluppi del Mercato comune europeo e da una maggiore apertura di esso verso il resto del mondo, la preoccupazione dominante non può non essere quella di un intenso sforzo produttivistico, che impegni le regioni economicamente arretrate non meno di quelle più progredite. Le scadenze che si approssimano sembrano lasciare scarsi margini ai ritardi per misure che si manifestano indispensabili e non lasciarne alcuno per errori, quali la creazione artificiosa di attività produttive, o di doppioni di attività produttive, destinate ad una fatale eliminazione in una economia integrata, con una dissipazione di risorse reali e finanziarie. Qualunque soluzione si accolga, sembra certo che essa debba ispirarsi alla esigenza di affinare i meccanismi mediante i quali riesca di applicare agli impieghi più produttivi le risorse di cui la comunità nazionale dispone, nella consapevolezza che soltanto in questo modo si potrà dare un contributo non effimero alla necessaria valorizzazione dei territori economicamente meno sviluppati del nostro Paese.

Impegnativo è quindi il compito da assolvere per coordinare le necessarie trasformazioni secondo programmi redatti a livello nazionale e regionale. Non soltanto occorrerà aver cura che l'intreccio delle disposizioni legislative e l'inquadramento organizzativo non frenino l'indispensabile impulso ad operare, ma occorrerà altresì non perdere mai di vista che l'intensificarsi del carattere manifatturiero della nostra economia, avvenendo in regime di mercato aperto, è soggetto alla condizione di un alto grado di competitività delle produzioni nazionali. A questo proposito si deve avvertire che dietro il mantenimento di prezzi competitivi all'esportazione si nascondono aumenti dei costi che vanno alterando gli equilibri aziendali.

Ciò che abbiamo affermato nelle precedenti Relazioni continua ad essere vero nel momento presente. La struttura finanziaria delle imprese del nostro Paese appare attualmente in condizioni di minor forza di quella che ha consentito negli anni scorsi di ampliare l'inserimento della nostra economia nel mercato internazionale.

Confronti eseguiti sulle situazioni patrimoniali di un gruppo di società manifatturiere tra le maggiori dei paesi della Comunità economica europea mostrano che il peso dell'indebitamento è maggiore nella struttura finanziaria delle imprese italiane.

Nelle società italiane i debiti nel loro insieme corrispondevano, nel triennio 1963-65, al 57 per cento delle attività, contro il 32 per cento nel Benelux, il 39 in Germania e il 53 in Francia. Il rapporto tra i mezzi propri, compresi i fondi di previdenza, e i capitali fissi risulta pari a 1,7 per le società del Benelux, 1,4 per quelle francesi e tedesche e 1,2 per le italiane.

Meritano un'attenta considerazione i dati esposti nella Relazione intorno ai flussi di risparmio tra un settore e l'altro dell'economia. La creazione di attività finanziarie dell'economia, rappresentate da biglietti, depositi, titoli e altri crediti, nel 1961 fu di 3.650 miliardi di lire; nel 1966 è stata di 6.500 miliardi e la parte affluita nei patrimoni delle famiglie è stata di 4.400 miliardi. Di fronte a queste grandezze, non lieve è la comune responsabilità perché la ricchezza che esse misurano abbia una adeguata produttività immediata o differita.

Merita altresì attenta considerazione l'alta quota di risparmio assorbita dalla pubblica amministrazione (2.109 miliardi nel 1966), anche se non intendiamo indulgere ai giudizi negativi che è divenuto consuetudine esprimere circa la sua attitudine a impiegare produttivamente la ricchezza che le viene affidata. In ogni caso, da quanto è esposto in questa Relazione risulta che anche una parte della ricchezza che affluisce alle imprese viene investita in condizioni che non consentono di effettuare adeguati ammortamenti e di remunerare il capitale.

La conclusione dei negoziati di riduzione doganale ispirati all'iniziativa del Presidente Kennedy, che superano per importanza ogni precedente, pone il nostro sistema in maggiore e diretto contatto con quelli tecnologicamente più avanzati e rende necessaria la ricerca di nuove applicazioni industriali. Occorre che la nostra economia non tragga gli impulsi propulsivi esclusivamente dalla domanda di prodotti convenzionali: non possiamo rinunciare all'obiettivo più ambizioso della nostra presenza in associazioni di imprese che si costituiscono in ambito europeo per sviluppare produzioni di avanguardia.

In definitiva, se desideriamo avvicinare il livello del reddito *pro capite* del nostro Paese a quello della Comunità europea converrà incrementare l'impiego di capitale per persona occupata, accettando i vincoli che ne conseguono in sede di volume

e composizione della spesa pubblica, di imposizione fiscale e di distribuzione del reddito.

Signori Partecipanti,

Le analisi condotte nel corso della Relazione si sono proposte di recare contributi alle conoscenze intorno alle forze che provocano la trasformazione della nostra società, allo scopo di individuare alcuni tra gli adattamenti imposti da necessità obiettive, in mancanza dei quali le energie produttive sarebbero costrette entro schemi non idonei alla loro efficace valorizzazione.

La complessità e la rapidità dei mutamenti che sono avvenuti negli ultimi tempi, e che si preannunciano per il futuro, rendono arduo lo stesso processo interpretativo, che rischia di essere riferito a situazioni già superate, anche quando intenda proiettarsi verso l'avvenire. Si accresce pertanto l'opportunità che il dialogo tra le categorie produttive, già apparso, in più di una circostanza, molto elevato nel nostro Paese, divenga sempre più sollecito e aperto, anche attraverso il concorso delle nuove generazioni, e che ciascuna parte vi rechi, oltre all'apporto di dirette conoscenze, un impegno di contemperamento delle esigenze particolaristiche, in vista di ben precisati traguardi di interesse generale.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1967

Signori Partecipanti,

L'amministrazione della Banca è descritta nei suoi vari aspetti in un apposito capitolo della Relazione che vi viene distribuita, il quale offre anche una compiuta analisi del conto d'esercizio. Da quelle pagine potrete rilevare che abbiamo mantenuto fermo l'impegno con cui procediamo all'ammodernamento dei nostri servizi; alcuni risultati concreti sono stati già conseguiti, altri verranno gradualmente a maturazione. In particolare stiamo attuando un vasto disegno, in base al quale tutte le informazioni occorrenti sono acquisite, nel luogo e nel momento in cui nascono, direttamente su un supporto automatico, e dopo essere state elaborate secondo le diverse esigenze sono messe a disposizione degli uffici che ne abbisognano. Alcune procedure in cui il sistema ha già raggiunto ambedue gli obiettivi sono divenute operanti presso l'Amministrazione centrale o sono di imminente avvio; esse riguardano la documentazione statistica del Servizio studi, la documentazione del Servizio personale, il protocollo e l'archivio. In questi giorni dobbiamo prendere una decisione circa la scelta del mezzo di comunicazione che consentirà, entro un anno circa, di realizzare analoga integrazione fra centro e periferia. La trasmissione dei dati a distanza è accompagnata necessariamente dalla revisione di interi rami del servizio interno, già attuata, come per il Servizio di tesoreria, o il cui studio analitico si trova in uno stadio molto avanzato, come per la contabilità delle operazioni delle filiali e la contabilità generale della Banca e come per il complesso rilevazioni statistiche del sistema creditizio.

Per queste ultime, il programma di riforma prevede la istituzione di un «*pool delle informazioni bancarie*», consistente nella registrazione nelle memorie dell'elaboratore del Centro di tutti i dati e le notizie che possano interessare ai fini dell'esercizio della politica del credito e delle funzioni di Vigilanza. Le informazioni così raccolte verranno rielaborate secondo programmi concordati con i vari uffici utilizzatori delle statistiche che potranno accedere a queste attraverso apposite stazioni di interrogazione.

Ancora nel settore della Vigilanza, è stato introdotto sperimentalmente l'uso di una guida, alla quale gli ispettori si atterranno nell'esecuzione del loro mandato, che è intesa a rendere più sistematica la procedura di accertamento dello stato delle aziende ispezionate e più uniformi i riferimenti degli incaricati, nonché più agevole e celere la formulazione dei rilievi.

L'attività del Servizio studi si offre in modo più diretto al vostro apprezzamento critico nella rassegna dell'economia internazionale ed italiana da cui prende corpo la Relazione. Riteniamo che la parte internazionale acquisti qualche valore di testimonianza immediata di vicende complesse e drammatiche, sulle quali io stesso mi soffermerò, dalla partecipazione della Banca, a vari livelli, agli organi di cooperazione monetaria; e che la parte italiana rechi l'impronta dei sensibili miglioramenti intervenuti, sotto il duplice profilo dell'informazione e del metodo, nell'analisi del funzionamento del nostro sistema economico, con riguardo in ispecie alla formazione dei prezzi e dei costi nonché alla presentazione dei flussi finanziari fra i vari settori dell'economia, ormai abbastanza affinata per acquistare efficacia anche ai fini previsionali e di programmazione.

Fra le iniziative culturali promosse o assistite dalla Banca, è in allestimento un'opera storica di notevole impegno sui bilanci degli istituti di emissione in Italia. In questi giorni viene messo in distribuzione il primo volume in due tomi, di complessive 1.300 pagine circa, recante le serie elementari e consolidate dei bilanci e delle operazioni degli istituti di emissione, insieme con serie sussidiarie sopra il sistema bancario, i tassi ed altri fenomeni d'interesse monetario, dalla metà del secolo scorso fino alla riforma bancaria del 1936.

La compagine del personale sta subendo un sensibile rinnovamento per effetto dei numerosi collocamenti a riposo, compensati dalla immissione di giovani che vengono selezionati attraverso prove di esame e corsi di addestramento. La conseguente presenza di molti elementi culturalmente ben preparati nei gradi iniziali delle carriere, e specialmente di quella direttiva, ha costituito una condizione favorevole per le iniziative intese a promuovere la qualificazione professionale del personale. In particolare, i segretari e i capi ufficio vengono chiamati a convegni nei quali dibattono argomenti di lavoro con dirigenti dell'amministrazione centrale e della periferia, e che offrono loro

una forma di concorso diretto alla determinazione dei metodi secondo cui viene condotta l'attività della Banca nei vari settori e delle linee lungo le quali essa si sviluppa.

A questi giovani, ai dirigenti, agli altri impiegati di ogni grado, agli operai, rivolgo un saluto e un ringraziamento cordiali, formulando l'auspicio che la collaborazione di tutti al buon andamento dell'Istituto abbia a mantenersi e a rinsaldarsi ancora.

Non sempre l'esame dei fenomeni economici e monetari può racchiudersi nella misura breve dell'anno o nell'ambito angusto di un territorio nazionale; ond'è che un tentativo di analisi e di interpretazione ci conduce oltre i limiti temporali formalmente assegnati a questa Relazione e oltre i limiti geografici del nostro paese.

Gli stessi confini che separano il mercato interno da quello internazionale divengono più incerti per l'accrescersi dell'integrazione fra le diverse economie, sebbene avvenimenti recenti sembrano interrompere la continuità del processo. Ci riferiamo in special modo alle restrizioni alla spendibilità del dollaro, nonché al progressivo allentamento dei legami di ordine monetario fra i paesi dell'area della sterlina.

L'espansione del commercio mondiale, nell'ultimo decennio, è stata imponente; il saggio di sviluppo degli scambi, soprattutto fra i paesi industriali, si è mantenuto costantemente al disopra di quello della produzione. Ciò non sarebbe stato possibile senza la soppressione dei contingenti, l'abbassamento dei dazi doganali, la multilateralizzazione dei pagamenti, la convertibilità delle monete, il rispetto dei cambi fissi. Sebbene in misura minore degli scambi di merci e servizi, anche i movimenti dei capitali sono stati liberalizzati. L'intensità di questi processi è stata accentuata dalla costituzione della Comunità economica europea.

Ripristinata, sul finire del 1958, la convertibilità delle valute europee, le autorità monetarie si sono preoccupate di assicurare una adeguata creazione di liquidità; ne sono testimonianza gli aumenti delle quote di partecipazione al Fondo monetario internazionale e gli Accordi generali di prestito per fornire mezzi addizionali allo stesso Fondo, nonché il costante ampliamento della rete degli accordi monetari reciproci fra

banche centrali, i cosiddetti *swaps*. Da ultimo, gli accordi di Stoccolma sanzionati dalle decisioni del Fondo hanno portato alla predisposizione di un piano di creazione deliberata di riserve da rendere operante qualora si verificassero certe condizioni, fra cui un migliore equilibrio esterno dei paesi a moneta di riserva.

Nel periodo compreso fra il 1950 e il 1967 le riserve mondiali sono cresciute del 50 per cento (da 49 a 73 miliardi di dollari) mentre le importazioni mondiali si sono quasi quadruplicate (da 58 a oltre 200 miliardi). Le riserve dei paesi diversi dagli Stati Uniti sono cresciute del 140 per cento (da 24 a 58 miliardi di dollari): l'oro è aumentato di 16 miliardi di cui 6 corrispondenti all'acquisizione di metallo di nuova produzione e 10 alle perdite subite dagli Stati Uniti; le componenti fiduciarie sono aumentate di 18 miliardi, rappresentati per 13 da valute convertibili, in massima parte dollari creati dal disavanzo della bilancia dei pagamenti americana, e per il resto da posizioni creditorie nel Fondo, che riflettono in parte l'indebitamento del Regno Unito. L'evoluzione delle varie componenti è stata assai differente nel corso del periodo considerato; in particolare, negli anni sessanta, le valute di riserva si sono sviluppate otto volte più dell'oro.

Queste cifre sembrano confermare, da una parte che il bisogno di liquidità internazionale non si è attenuato, dall'altra che l'accrescimento delle riserve è dipeso prevalentemente dal disavanzo degli Stati Uniti e del Regno Unito, cioè da un meccanismo che rappresenta un fattore di debolezza per il sistema e per i due paesi interessati. Da questa duplice considerazione hanno tratto alimento le critiche al funzionamento del sistema monetario internazionale e le proposte di riforma.

Invero il funzionamento del *gold exchange standard* ha per condizioni che l'oro dei centri di riserva aumenti in una certa proporzione con l'accrescimento dei loro debiti a breve termine e che l'offerta di oro sia sufficiente a consentire agli altri paesi di mantenere un'espansione della componente aurea commisurata a quella delle loro riserve globali. Negli anni più recenti le due condizioni suddette non si sono verificate; innanzi a una scarsità di oro, gli Stati Uniti ne sono divenuti il fornitore residuale.

L'ORO E L'AVVENIRE DEL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

Alcuni critici della politica economica degli Stati Uniti fanno risalire gli inconvenienti odierni del sistema monetario internazionale alla circostanza che quelle autorità, da un lato hanno finanziato il disavanzo esterno con emissione di moneta nazionale, dall'altro hanno mantenuto invariato il prezzo dell'oro accentuando la penuria del metallo. Esse sarebbero state costrette, da ultimo, a proteggere le riserve contenendo l'offerta di dollari attraverso una politica monetaria che propaga impulsi verso il rialzo dei tassi di interesse, e a prendere provvedimenti che restringono l'importazione di merci e servizi recando danno ai paesi esportatori. Pertanto, si conclude, sarebbe sufficiente aumentare il prezzo dell'oro perché tutto si risolvesse senza deflazione, senza controlli quantitativi, senza cambi multipli, scoperti o camuffati.

La validità di questa soluzione può sembrare avere ottenuto un parziale riconoscimento nelle decisioni, prese a Washington nel marzo, le quali prevedono la costituzione del doppio mercato dell'oro: uno per le banche centrali con il prezzo fisso di 35 dollari l'oncia, l'altro per i privati con il prezzo determinato esclusivamente dal giuoco della domanda e dell'offerta.

Sebbene il cosiddetto *pool* dell'oro dal suo inizio nel 1961 fino al 1965 non abbia causato perdite di oro alle banche centrali che lo costituirono, già nella Relazione del 1962, consapevoli che il mercato di Londra non svolgeva alcuna utile funzione dal punto di vista monetario, sottolineammo l'illogicità di un meccanismo tendente a soddisfare senza limitazione i bisogni del tesoreggiamento e della speculazione privati, mentre si cercava di limitare per quanto possibile le conversioni di dollari in oro nei rapporti fra banche centrali. Tale assetto avrebbe presto finito col porre il drammatico dilemma se continuare a cedere oro al mercato depauperando le riserve, in ultima istanza suscitando dubbi sulla possibilità di mantenere il prezzo di 35 dollari l'oncia, o cessare di farlo, fornendo così la dimostrazione di un tale aggravamento delle pressioni speculative da costringere le banche centrali ad uscire dal mercato. I movimenti speculativi che hanno avuto luogo successivamente alla svalutazione della sterlina sono noti. Essi si riassumono in perdite di oro pari a 1.500 milioni di dollari fino al 31

dicembre 1967, a 240 milioni nel primo bimestre di quest'anno, e a 1.270 milioni nelle prime due settimane di marzo.

A suo tempo la Banca d'Italia aveva avanzato il suggerimento della separazione dei due mercati mediante un sistema appropriato di intese tra banche centrali. Opportuni accorgimenti avrebbero limitato la possibilità che dal circuito ufficiale l'oro si trasferisse in quello del mercato libero e gli speculatori sarebbero stati privati della immunità che li assicurava in ogni caso contro perdite in linea capitale.

Le decisioni di Washington, pur rispondendo alle esigenze contingenti, si inseriscono nel processo evolutivo che ha ridotto la funzione monetaria dell'oro, dapprima all'interno e poi sul piano internazionale. Esse sono state imposte dalla necessità di evitare che, aggravandosi il deflusso di metallo dalle banche centrali verso i tesaurizzatori privati, il *gold exchange standard* si trasformasse in un *dollar standard*; peraltro, il contemporaneo riconoscimento che le banche centrali partecipanti all'accordo non ritengono più necessario di acquistare il metallo se non mediante transazioni fra loro e con altre banche centrali ha per risultato di mantenere pressoché invariata la quantità di oro monetario, diminuendone l'importanza rispetto alle altre componenti delle riserve.

La soluzione scelta ha riproposto il dibattito sulle possibili alternative. Alcuni ritengono che, essendone stato mantenuto invariato il prezzo dal 1934 in poi, l'oro sia divenuto troppo a buon mercato rispetto alle merci; ciò avrebbe progressivamente acuito la scarsità del metallo e accentuato negli ultimi anni la propensione delle banche centrali a spostare le proprie riserve verso di esso. L'aumento uniforme del prezzo conterrebbe in sé gli elementi per capovolgere questi comportamenti e sarebbe pertanto il mezzo più adatto per l'adeguamento della liquidità internazionale.

Ma una rivalutazione dell'oro potrebbe essere considerata come la prima di una serie e alimentare il convincimento della possibile indefinita permanenza di un disavanzo finanziabile con sempre minori quantità di metallo. Infatti coloro che negli Stati Uniti propugnano questa soluzione sono mossi generalmente da considerazioni opposte a quelle cui obbediscono i sostenitori della medesima tesi in Europa. Interpretando un'opinione largamente diffusa nel paese, i primi invocano l'aumento proprio allo scopo di liberare gli Stati Uniti dalle costrizioni derivanti dalla esigenza di

riequilibrare la bilancia dei pagamenti, alla quale sono sensibili invece i responsabili della politica monetaria. Sarebbero così appagate anche le aspirazioni di un certo numero di finanzieri sulle due sponde dell'Atlantico, che, animati dal desiderio di estendere il giro di affari delle proprie istituzioni, auspicano la politica del dollaro facile e le conferiscono rispettabilità restituendo in pristino la liturgia basata sul mito dell'oro.

L'aumento del prezzo dell'oro viene proposto da altri allo scopo di privare il dollaro delle caratteristiche di moneta di riserva e della possibilità in futuro di finanziare il disavanzo americano. A tal fine, dopo una rivalutazione di ampiezza sufficiente per consentire agli Stati Uniti una plusvalenza aurea mediante la quale essi riacquisterebbero la totalità dei dollari attualmente compresi nelle riserve degli istituti di emissione, basterebbero modeste rivalutazioni periodiche per provvedere alle esigenze di adeguamento della liquidità

L'impiego dell'oro come unico strumento in cui convertire le valute estere detenute dalle banche centrali significherebbe non soltanto l'abbandono della linea evolutiva implicita negli accordi di Bretton Woods, ma anche il ritorno al puro e semplice sistema aureo di altri tempi. Appare infatti speciosa ogni distinzione tra il *gold standard* del secolo XIX basato sulla convertibilità interna e quello di cui si prospetta l'adozione, che si fonderebbe invece sulla convertibilità esterna. Quando si stabilisca la comunicazione fra il circuito monetario e quello mercantile dell'oro, le due forme di convertibilità si equivalgono; esistendo la libertà di esportazione dei capitali, il residente che non avesse la facoltà di cambiare la propria moneta in oro nel suo paese la eserciterebbe su un qualsiasi mercato estero.

Riproporre un simile sistema soltanto per aver modo di infliggere una mortificazione ai paesi che emettono le monete di riserva non sarebbe una risposta responsabile ad uno, e non il minore, fra i molti problemi interni e di convivenza internazionale che il nostro tempo ci propone.

A prescindere dalle conseguenze immediate di un aumento del prezzo dell'oro nelle proporzioni suggerite, non è affatto certo che la crescente domanda di metallo per usi monetari potrebbe essere soddisfatta nel tempo mediante successive rivalutazioni periodiche; queste ultime, infatti, avrebbero l'effetto perverso di eccitare la tesaurizzazione privata. Nella concorrenza tra banche centrali e privati per

l'accaparramento del metallo, le prime si difenderebbero aumentandone il prezzo e suscitando nuove attese al rialzo; a lungo andare, alla diminuzione dell'oro monetario non potrebbero reagire che con provvedimenti di deflazione, restrizioni quantitative, controlli dei cambi e da ultimo con uno sganciamento delle monete dall'oro e con l'adozione di cambi completamente liberi. È, questa, una soluzione che alcuni propongono di attuare sin d'ora; in tal modo, essi sostengono, diventa irrilevante il bisogno di riserve internazionali e si restituisce al mercato la funzione di determinare il prezzo di ciascuna moneta rispetto alle altre. La polemica fra cambi fissi e cambi flessibili si svolge, essenzialmente, intorno ad un falso dilemma: se la contrapposizione fosse fatta fra cambi stabili e cambi instabili, si trarrebbe quasi immediatamente la conclusione che lo sviluppo del commercio mondiale e il movimento internazionale dei capitali di investimento richiedono che si riduca al minimo l'incertezza, in altre parole che i cambi siano stabili.

Si aggiunga che i mercati a termine delle valute si sono sviluppati in regime di cambi fissi e difficilmente potrebbero funzionare nel mare aperto dei cambi liberi. Questa obiezione viene meno con i cambi regolati mediante interventi di banche centrali, ma in tal caso le riserve divengono nuovamente necessarie, anzi se ne richiede un volume maggiore.

Con un sistema di cambi fissi, al contrario, le autorità monetarie nel dichiarare l'intenzione di difendere la parità a un determinato livello rendono meno variabili le attese del mercato. La preferenza delle banche centrali per questo regime non ha soltanto implicazioni di carattere internazionale, ma anche conseguenze sul piano interno: con i cambi fissi v'è un vincolo particolare per le autorità responsabili della politica economica, quello di evitare l'inflazione dei prezzi o di contenerla sul livello medio internazionale; invero, la mancanza di vincoli esterni congiunta, all'interno, alla eventuale presenza di un sistema generalizzato di scala mobile accrescerebbe la tendenza dei prezzi all'aumento e renderebbe le autorità meno sollecite nella difesa del potere di acquisto della moneta.

La nostra posizione, in definitiva, si può riassumere nelle seguenti proposizioni.

L'espansione degli scambi internazionali deve avvenire in regime di libertà dai contingenti e dalle altre restrizioni ed essere agevolata dal progressivo abbassamento

dei dazi doganali. I pagamenti devono essere effettuati in un assetto multilaterale e in monete liberamente convertibili sulla base di tassi di cambio fissi.

All'uopo le riserve esistenti devono essere integrate da nuovi strumenti creati mediante decisioni alle quali ciascun paese concorra secondo l'importanza che riveste negli scambi internazionali. Il volume della moneta internazionale deve potersi adeguare costantemente allo sviluppo degli scambi e le riserve di essa appartenenti ai singoli Stati devono ora assottigliarsi e ora ingrossarsi di nuovo secondo le oscillazioni nei saldi dei pagamenti, ma le fonti dalle quali quella moneta ha origine e si diffonde sui mercati non dovrebbero essere le miniere dalle quali si estrae un metallo. Il sistema deve contenere stimoli efficaci affinché il processo di aggiustamento degli squilibri si compia evitando discontinuità nello sviluppo del reddito e degli scambi mondiali. Occorre quindi che la liquidità internazionale creata multilateralmente nell'ambito del Fondo e bilateralmente mediante accordi fra banche centrali sia di ammontare sufficiente per finanziare i trasferimenti di capitali che possono aver luogo fra i vari mercati soprattutto quando intervengano attese di carattere speculativo.

L'accordo sulle modifiche allo statuto del Fondo, sottoposto all'approvazione formale dei paesi membri nello scorso aprile, accoglie non pochi suggerimenti avanzati da parte italiana. La riforma affianca ai crediti condizionati un complesso di crediti automatici denominati diritti speciali di prelievo, che integrano le riserve in proprietà e, secondo determinate procedure, sono utilizzabili al pari di queste. I nuovi strumenti si aggiungeranno progressivamente alle riserve esistenti, cosicché il peso dell'oro, del dollaro e della sterlina andrà declinando.

La riforma non risolve tutti i problemi ed in special modo quelli nascenti dalla instabilità tuttora insita nel *gold exchange standard*, che rimane soggetto alle tensioni derivanti dalla trasformazione di sterline in dollari, di dollari in oro e in genere di una componente delle riserve in un'altra. A questo riguardo, riaffermiamo la necessità di una politica comune delle riserve che coordini l'utilizzo dei diversi strumenti; di essa si ritrova un promettente inizio nei criteri di amministrazione dei diritti speciali di prelievo.

La costruzione di un sistema monetario internazionale che si fondi sull'esclusione di ogni privilegio deve proporsi, insieme con gli altri obiettivi, quello di

un collegamento più stretto fra l'Est e l'Ovest europeo. Un fattore limitativo del processo di espansione degli scambi fra i paesi dell'Europa orientale, e fra questi e i paesi dell'Europa occidentale, risiede nella circostanza che i relativi pagamenti sono stati e continuano ad essere basati sull'equilibrio bilaterale.

Il commercio dell'Italia con quei paesi, e in particolare con l'Unione Sovietica, è stato agevolato dalla concessione, da parte nostra, di ingenti prestiti; se a quelli accesi nell'ultimo quadriennio si aggiungono le promesse di credito, si ottiene un totale superiore ai depositi in dollari e ai certificati in dollari con garanzia di cambio in lire da noi accumulati nello stesso periodo. Ma, mentre i crediti verso l'Unione Sovietica sono assistiti da piani di ammortamento distribuiti lungo un certo numero di anni e non sono mobilizzabili prima della scadenza, quelli verso gli Stati Uniti sono realizzabili a vista e spendibili ovunque. Di qui la necessità di procedere, anche nel finanziamento dell'interscambio con l'Unione Sovietica e con gli altri mercati dell'Europa orientale, alla introduzione di sistemi basati su crediti in tutto o in parte trasferibili. L'adesione di questi paesi al Fondo monetario internazionale potrebbe sollecitare l'evoluzione in tale senso.

La riforma dello statuto del Fondo getta le basi di una progressiva concentrazione di tutte le riserve in una istituzione nel cui ambito le funzioni di regolazione della liquidità internazionale potrebbero essere più pienamente esercitate e sarebbero effettuati i pagamenti nascenti da un commercio in espansione tra paesi aventi i regimi politici più diversi. In ambienti ufficiali esteri è stata prospettata la eventualità della istituzione nel Fondo monetario internazionale di conti speciali (i cosiddetti *conversion accounts*) in cui potrebbero essere depositate le disponibilità di dollari, ed eventualmente di sterline, che nel giudizio degli istituti di emissione eccedessero le necessità di intervento nel mercato dei cambi.

È, questo, un obiettivo verso il quale occorre tendere senza disconoscere gli ostacoli che si oppongono al suo raggiungimento. Gruppi potenti resistono contro l'accoglimento delle soluzioni fondate sulla ragione e invocano l'aumento del prezzo dell'oro, affinché l'abbondanza di riserve metalliche che ne seguirebbe affranchi il sistema dalle costrizioni alle quali è sottoposto nel momento presente. Costoro discettano sul prezzo vero e su quello falso o artificioso; il prezzo vero essendo quello

che essi vorrebbero imporre. Altri suggeriscono un dollaro cartaceo assistito da garanzia aurea, nel convincimento che l'offerta di dollari potrebbe continuare in quantità illimitate consacrando la perpetuazione del deficit «senza lacrime».

LA CRISI DELLE MONETE DI RISERVA E LE RESPONSABILITÀ DELLA COMUNITÀ INTERNAZIONALE

Nell'ultimo decennio l'atteggiamento dell'Europa continentale nei confronti dei disavanzi esterni e della politica economica degli Stati Uniti sembra essere stato influenzato da due ordini di considerazioni: i riflessi sulla economia europea dell'afflusso di dollari, e la mancata applicazione, da parte americana, delle terapie seguite in Europa di fronte a un disavanzo di bilancia dei pagamenti.

Nella Relazione presentata nel 1966 rilevammo come si fosse creduto di individuare una delle cause della concentrazione delle riserve valutarie nei paesi della Comunità economica europea nella preferenza degli istituti di emissione a soddisfare i bisogni di base monetaria attraverso operazioni con l'estero anziché con l'interno e nella elevata propensione alla liquidità dei risparmiatori europei. Questa spiegazione, che contiene un elemento di verità, trascura però la circostanza che quella domanda di riserve ha potuto essere soddisfatta perché gli Stati Uniti hanno allargato l'offerta monetaria.

È stato sostenuto che a causa dello squilibrio della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti si è determinato in Europa un eccesso di domanda per beni e servizi con sfavorevoli ripercussioni sul livello dei prezzi. Ma la bilancia commerciale americana è stata chiaramente in avanzo, e non sembra d'altra parte che l'Europa abbia sofferto di un eccesso di investimenti provocato dall'afflusso di capitali americani; la sollecitazione sulla domanda europea sarebbe stata quindi soltanto indiretta. Poiché l'avanzo esterno si traduce in un aumento della base monetaria e della liquidità interna, la minaccia alla stabilità dei prezzi sarebbe derivata proprio da questa espansione non desiderata della quantità di moneta. Ma quand'anche la logica di siffatto ragionamento fosse irrecusabile, è pur vero che le banche centrali dei paesi eccedentari avrebbero potuto effettuare operazioni compensative.

Invece, le banche centrali europee non soltanto hanno accettato l'effetto espansivo derivante dall'aumento delle attività sull'estero ma lo hanno rafforzato accrescendo quelle sull'interno. In questo modo hanno ritenuto di dover tornare all'economia le liquidità necessarie affinché lo sviluppo economico si mantenesse elevato, ammettendo implicitamente di essere disposti a pagarne lo scotto sotto forma di un'ascesa dei prezzi.

L'altro motivo di insoddisfazione deriva dalla constatazione che gli Stati Uniti hanno potuto sottrarsi alla disciplina alla quale si sono viceversa sottoposti nel recente passato i paesi del vecchio continente con bilancia dei pagamenti deficitaria. Pur in presenza di un ampio disavanzo esterno che persiste dal 1958, la politica economica americana ha continuato ad applicarsi con priorità all'obiettivo di accrescere il livello d'impiego dei fattori produttivi disponibili; in Europa, invece, al manifestarsi di uno squilibrio esterno, il timore di vederlo divenire persistente e di non poter quindi mantenere fede alla parità dichiarata ha quasi sempre spinto le autorità responsabili a restringere tempestivamente la domanda interna, così da riportare in equilibrio la bilancia dei pagamenti, anche a costo di un rallentamento dell'attività produttiva. Questa fu la linea seguita dall'Italia nel 1963-64 e dalla Germania nel 1965-66.

Nel richiamare quelle esperienze, non ignoriamo le maggiori difficoltà del problema americano. Queste derivano in parte dalla durata stessa del deficit, la quale ha abituato il resto del mondo a contare sopra una certa dimensione sia della domanda di beni e servizi, sia dell'investimento americano all'estero. Sotto il profilo dell'equilibrio interno degli Stati Uniti, le difficoltà procedono più specialmente dall'ampiezza dello spostamento di risorse reali verso l'esportazione netta, che occorre conseguire in una situazione in cui alcuni usi interni, quali quelli per le forze armate e gli investimenti sociali, presentano una rigidità non risolvibile senza opzioni fondamentali e rischi di accentuazione delle tensioni in atto; inoltre il rapporto fra importazioni e reddito nazionale è piuttosto basso negli Stati Uniti, mentre relativamente elevata è la quota delle importazioni americane nel commercio mondiale.

In presenza di queste rigidità, e poiché il disavanzo esterno americano deriva dall'insufficienza dell'avanzo corrente a compensare l'esportazione di capitali, è comprensibile che, quando infine le autorità sono intervenute per tentare di eliminarlo,

la loro azione si sia volta a ridurre il volume degli investimenti diretti all'estero o, almeno, l'onere del loro finanziamento. Lo spostamento di quest'ultimo verso i mercati europei, se ha aggravato i problemi del loro equilibrio, ha consentito di mantenere nelle nostre economie il volume degli investimenti su un livello probabilmente più elevato di quello che si sarebbe raggiunto ove l'apporto delle iniziative americane fosse stato bloccato.

La domanda di credito all'interno degli Stati Uniti e le restrizioni deliberate dalla Riserva Federale hanno spinto i saggi di interesse al rialzo, richiamando in tal modo capitali dal resto del mondo. Il meccanismo attraverso il quale le variazioni delle condizioni a New York si propagano in Europa e mediante il quale si finanziano le imprese americane all'estero è costituito dai mercati dell'euro-dollaro e delle euroemissioni; entrando in concorrenza dal lato dell'offerta con i singoli mercati nazionali, essi finiscono col trasmettere a questi ultimi l'effetto delle tensioni e dei provvedimenti d'oltreoceano. Ove si tenga presente che le dimensioni, in termini di flussi, dei due maggiori mercati finanziari europei sono pari a un ottavo soltanto di quelle del mercato finanziario americano, risulta chiaro perché le conseguenze destabilizzatrici per l'Europa siano particolarmente gravi.

La reattività del mercato dell'euro-dollaro e l'ordine di grandezza delle operazioni che in esso si compiono accrescono in determinate circostanze i pericoli di disturbo per i sistemi bancari nazionali. Le conseguenze dei trasferimenti sono diverse secondo che la posizione, nei confronti dell'estero, delle banche del paese che subisce i prelievi sia eccedentaria, equilibrata o deficitaria; nei primi due casi la pressione si trasmette alle contropartite estere creando la possibilità di insolvenze, nel terzo si estende anche alle riserve della banca centrale. Alla minaccia di crisi bancaria dovuta a trasferimenti di tal genere, delineatasi in alcuni paesi in coincidenza con la svalutazione della sterlina, si è reagito mediante una politica coordinata degli istituti di emissione intesa a orientare i flussi dei fondi nel mercato dell'euro-dollaro e attuata con un'appropriata combinazione di operazioni a pronti e a termine.

Dalla constatazione degli ostacoli interni e internazionali che si oppongono al ristabilimento dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti non intendiamo affatto trarre la conclusione che le autorità americane debbano astenersi dal regolare il volume della

domanda monetaria in modo idoneo a porre argine all'entità e alla persistenza dello squilibrio. In altre circostanze riteniamo di avere dato la dimostrazione che i processi inflazionistici in Europa derivano in gran parte da fattori insiti nei meccanismi di sviluppo in atto, quando si rifiuti una politica dei redditi. Ma il perdurare di un disavanzo della bilancia dei pagamenti americana di proporzioni simili a quelle constatate nella seconda metà del 1967 potrebbe produrre la conseguenza che politiche monetarie autonome diverrebbero di ardua attuazione.

Si ritiene generalmente che sia responsabilità degli Stati Uniti di trasferire al resto del mondo, nella forma di spese governative, aiuti e investimenti all'estero, l'1,5 per cento circa del reddito nazionale, ossia che essi debbano conseguire, nella situazione attuale, un'esportazione netta di risorse reali pari a quasi 12 miliardi di dollari. Noi crediamo che la forza dell'economia americana consenta di soddisfare questa condizione e ricondurre la bilancia dei pagamenti in prossimità dell'equilibrio, senza che si rendano necessari la modifica delle parità monetarie vigenti, il ricorso ai cambi multipli o l'adozione di restrizioni quantitative. Ma l'ampiezza del miglioramento dei conti con l'estero che gli Stati Uniti devono a tal fine realizzare, fra le difficoltà che abbiamo appena richiamato, richiede che il relativo processo di aggiustamento abbia a compiersi sopra un periodo di tempo piuttosto lungo. Una compressione troppo brusca della domanda americana, ove anche fosse attuabile, pregiudicherebbe la continuità dello sviluppo economico negli Stati Uniti come nel resto del mondo. D'altro lato, ove gli Stati Uniti si rifiutassero alla disciplina del processo di aggiustamento, il mantenimento della convertibilità monetaria alle parità attuali renderebbe inevitabile una riduzione del volume dei trasferimenti per le causali menzionate che li riconducesse alla quantità delle risorse reali esportabili.

Nell'assenza di un'azione di sufficiente contenimento della domanda interna, l'aggiustamento potrebbe anche essere ricercato attraverso la modificazione della parità del dollaro rispetto all'oro; ma, secondo ogni probabilità, gli altri paesi modificherebbero in ugual misura la parità aurea delle loro monete, cosicché il cambio di esse con il dollaro rimarrebbe immutato. In tal caso riesce arduo immaginare come i paesi eccedentari potrebbero rifiutarsi di accogliere altri dollari nelle proprie riserve.

Qualora questa conclusione fosse respinta, le nostre impazienze potrebbero condurre all'alternativa, che è stata prospettata, o di ampliare i margini di oscillazione del dollaro rispetto alla parità ufficiale o addirittura di sopprimerli, creando così un dollaro inconvertibile. In questa eventualità i paesi della Comunità economica europea si troverebbero di fronte al dilemma, se mantenere inalterato il rapporto di cambio delle proprie monete accumulando dollari in quantità illimitate oppure ammettere che esso possa oscillare secondo il giuoco della domanda e dell'offerta in un unico mercato o in due mercati distinti, l'uno per le transazioni correnti, l'altro per quelle finanziarie. Inoltre, essi dovrebbero valutare le conseguenze sul futuro assetto della Comunità di un eventuale comportamento difforme.

Abbiamo presente che fra le soluzioni configurate vi è quella di rinsaldare i vincoli di carattere economico e monetario fra i Sei stabilendo rapporti rigidi di cambio fra le loro monete che fluttuerebbero insieme nei confronti delle altre. Convinti come siamo che il progresso dell'economia del nostro paese è stato e continuerà ad essere sollecitato dalla sua più ampia partecipazione agli scambi internazionali, crediamo che una sostanziale autarchia monetaria di tipo europeo continentale non sarebbe benefica.

In questa ipotesi si imporrebbe con maggiore urgenza la necessità di un ampliamento dei confini economici dell'Europa comunitaria e di un coordinamento più stretto delle politiche economiche e monetarie, in esse inclusi i criteri secondo i quali si determina la composizione delle riserve, anche perché altrimenti si accentuerebbero le tendenze alla formazione di un'area del dollaro, verso la quale sarebbero attratti paesi attualmente inclusi nell'area della sterlina.

Caratteristica di quest'ultima è stata quella di permettere una compensazione multilaterale dei pagamenti fra i paesi membri. Presupposto fondamentale del suo corretto funzionamento era, peraltro, che essi mantenessero tutte le loro riserve nella valuta-chiave: una condizione, questa, che ormai più non sussiste.

I paesi eccedentari non versano più dollari alle riserve centrali ma li trattengono; i paesi deficitari, anche quando abbiano dollari nelle proprie riserve, finanziano il disavanzo in primo luogo con prelievi di sterline. Ne segue che il processo di compensazione all'interno dell'area non può compiersi: gli avanzi non si riflettono in un accrescimento delle riserve della Banca d'Inghilterra, i disavanzi le riducono.

Ovviamente, analogo effetto è prodotto dall'autonoma decisione dei paesi dell'area di modificare la composizione delle proprie riserve.

Nel 1965 l'Italia aveva attirato l'attenzione dei responsabili della politica monetaria internazionale sulla necessità di evitare che i movimenti di capitale a breve termine di natura destabilizzatrice nei confronti della sterlina potessero sovrapporsi ai disavanzi di parte corrente, come di fatto è accaduto. Il nostro suggerimento prevedeva la possibilità di trasformare i saldi in sterline in crediti sul Fondo monetario internazionale, ciò che avrebbe eliminato almeno in parte la pressione sul cambio della moneta britannica. Una parziale realizzazione di questa proposta furono le intese stipulate nel 1966 nell'ambito della Banca dei regolamenti internazionali e tuttora in vigore, in base alle quali un gruppo di banche centrali si impegnò a finanziare una parte della diminuzione dei saldi in sterline nel breve periodo. Per la eventualità che le esigenze di finanziamento si prolungassero nel tempo fu previsto il ricorso al Fondo. Grazie a questi accordi, la Banca d'Inghilterra è stata in grado di finanziare la quasi totalità del deflusso di valuta dalle proprie riserve nel corso dell'estate. Tuttavia, nonostante il considerevole sforzo della cooperazione internazionale, in novembre la sterlina venne svalutata.

L'atteggiamento che sarebbe stato assunto dai governi della Comunità economica europea, innanzi a una variazione della parità della sterlina, era stato definito in precedenza. Riaffermato il principio che la responsabilità della decisione di difendere la parità spetta esclusivamente alle autorità monetarie interessate, i paesi della Comunità economica europea si dichiararono disposti a fornire alla Gran Bretagna, qualora fosse stata richiesta, un'adeguata assistenza finanziaria attraverso il Fondo monetario internazionale, e fecero conoscere il limite fino al quale non avrebbero reagito se le autorità britanniche, nell'esercizio della loro sovranità e dopo la preventiva consultazione nell'ambito del Fondo, avessero deciso di variare la parità. Nella stessa circostanza si accennò da parte nostra alla possibilità di adottare provvedimenti restrittivi delle importazioni ai quali è lecito ricorrere secondo le disposizioni del GATT e del Fondo in caso di disavanzo della bilancia dei pagamenti; né si mancò di richiamare l'attenzione sulle gravi conseguenze che sarebbero derivate dalla variazione della parità se non fossero stati stabilizzati almeno parzialmente i saldi in sterline. Era

nostro convincimento che la svalutazione sarebbe stata certamente seguita da ingenti trasferimenti di fondi i cui effetti si sarebbero propagati dal mercato dei cambi a quello dell'oro.

In effetti, ciò è accaduto: la crisi della sterlina, che aveva concorso a determinare quella dell'oro, è stata a sua volta aggravata da quest'ultima; le diffuse attese di un aumento del prezzo del metallo hanno indotto i detentori di sterline a trasformare queste in dollari e a scambiare i dollari contro oro.

La circostanza che gli effetti più gravi si siano concentrati sulla sterlina indica chiaramente che questa moneta, nella quale sono tuttora investite ingenti somme di pertinenza estera, mentre continua ad assolvere una funzione importante nel regolamento delle transazioni internazionali, non sembra poter mantenere uno stato di moneta di riserva paragonabile a quello che ebbe in passato.

Inoltre, la svalutazione della sterlina conferma che, in una struttura mondiale basata sui cambi fissi, ogni variazione di parità, specialmente delle monete più importanti, anche se esplicitamente prevista dagli statuti del Fondo nel caso di uno squilibrio fondamentale, costituisce un evento drammatico.

La variazione della parità non può essere considerata alla stregua di un intervento taumaturgico, in grado di eliminare lo squilibrio nei conti con l'estero. Si dimentica, spesso, che la liberazione di risorse interne per ottenere un avanzo sull'estero è possibile soltanto se si perseguono adeguate politiche; infatti, la domanda estera reagisce piuttosto lentamente alla nuova parità mentre può riceverne immediato stimolo l'inflazione dei prezzi che di regola si trasmette ai salari. Indagini compiute nel Regno Unito indicano che il miglioramento competitivo delle merci britanniche, conseguente alla svalutazione, sarebbe dell'ordine del 6 o 7 per cento e che questo margine appare suscettibile di ulteriore contrazione. Gli energici provvedimenti deliberati dal governo britannico nel marzo, recentemente integrati da severe misure di restrizione creditizia, confermano che la svalutazione non è una cura indolore.

Nel tempo compreso fra la seconda e la terza svalutazione della sterlina, lo sviluppo dell'economia britannica (mediamente del 3 per cento l'anno in termini reali) è stato interrotto più volte da provvedimenti restrittivi della domanda interna, resi

necessari dalle frequenti crisi della bilancia dei pagamenti. Pur non potendosi prescindere dal carico di debiti a breve termine che il paese ha ricevuto in eredità dal secondo conflitto mondiale e dall'incidenza sulla bilancia dei pagamenti di oneri derivanti da spese militari o comunque connessi con l'assolvimento di responsabilità di ordine internazionale, è indubbio che il disagio della economia britannica in questo dopoguerra è attribuibile a cause più complesse. Nel periodo 1950-1966 la proporzione rispetto al reddito degli investimenti complessivi è stata sensibilmente inferiore a quella dei principali paesi dell'Europa continentale e la loro produttività è stata relativamente bassa.

Non sembra si possa negare che specialmente nelle moderne economie industriali l'obiettivo dell'elevazione del saggio di sviluppo non può essere raggiunto con il semplice incremento della quota degli investimenti nel prodotto nazionale lordo; occorre altresì avere cura della loro produttività. L'indicazione degli obiettivi nei programmi economici non può essere disgiunta dalla necessità di consentire una sufficiente latitudine alle decisioni dei dirigenti delle imprese circa le possibili combinazioni produttive; né sembra contestabile che tali decisioni producono effetti più efficaci quando obbediscono alle sollecitazioni delle forze di mercato. Si tratta, d'altra parte, delle stesse considerazioni che hanno indotto l'Unione Sovietica e gli altri paesi dell'Europa orientale ad avviarsi sulla strada delle riforme economiche. Ma la determinazione delle proporzioni nelle quali conviene combinare i fattori della produzione non deve essere ostacolata da pratiche restrittive che ne impediscano la mobilità.

Se il problema della ristrutturazione dei rapporti di ordine monetario che collegano la Gran Bretagna con il resto dell'area della sterlina impegna la responsabilità dei maggiori paesi industriali, il superamento delle difficoltà che da anni affliggono l'economia del Regno Unito resta esclusiva responsabilità delle autorità britanniche. Non può tuttavia disconoscersi che il compito non lieve che esse devono assolvere sarebbe agevolato quando si eliminassero le incertezze che incombono sul futuro dei rapporti tra la Comunità economica europea e la Gran Bretagna; il persistere di dubbi intorno alle relazioni con l'Europa continentale rende difficili agli imprenditori britannici le decisioni di investimento.

Alle discussioni sulla riforma del sistema monetario internazionale i paesi della Comunità economica europea hanno recato contributi importanti, sia quando hanno insistito nell'affermare la necessità di rimuovere le cause degli squilibri ai quali il *gold exchange standard* è esposto, sia quando hanno additato i modi con i quali quegli squilibri potrebbero essere eliminati, e non sembra contrario alla verità concludere che, nonostante le divergenze emerse, gli elementi di una sostanziale concordia preponderano. Le preferenze di quelli che credono che il nuovo sistema monetario debba essere impostato sulla creazione di una moneta internazionale non sono condivise dalla totalità dei paesi; ma la ricchezza di conoscenze acquisite intorno al funzionamento dei mercati finanziari e monetari internazionali ha suscitato una più stretta cooperazione. Sebbene siano in atto processi di ristrutturazione radicale dei rapporti economici e monetari fra gli Stati, l'azione congiunta delle autorità monetarie ha impedito arresti nello sviluppo dei commerci. Probabilmente lo stesso grado di interconnessione stabilitosi fra le diverse economie ha agevolato il conseguimento di questi risultati; non sembra arrischiato concludere che l'unità già raggiunta non è suscettibile di spezzarsi nonostante le tensioni monetarie in atto. Il 1968 sarà un anno nel quale l'espansione dei traffici mondiali continuerà intensa.

L'AVANZO SULL'ESTERO E GLI INVESTIMENTI ALL'INTERNO

Il contributo dell'Italia al funzionamento del sistema monetario internazionale in questi anni non si è esaurito nella partecipazione al dibattito sulla sua riforma, ma ha riguardato anche la gestione delle nostre attività sull'estero.

Ridivenuta attiva nell'aprile 1964, la nostra bilancia dei pagamenti ha presentato nel quadriennio successivo un'eccedenza di 3,7 miliardi di dollari. Circa un terzo dell'avanzo è defluito all'estero in conseguenza dell'obbligo imposto alle aziende di credito di pareggiare le posizioni esterne le quali, nel complesso, sono così passate da un saldo fortemente negativo a uno leggermente positivo. La manovra ha restituito al mercato internazionale una parte notevole della liquidità sottrattagli dall'avanzo e, grazie alla circostanza che le banche italiane hanno preferito espandere le attività piuttosto che rimborsare le passività, ha contribuito all'ampliamento del mercato

dell'euro-dollaro e ad un ancor maggiore inserimento del nostro sistema creditizio in un mercato internazionale vasto e fortemente competitivo.

La restante parte dell'avanzo, pari a 2,6 miliardi di dollari, è affluita alle riserve ufficiali e di essa i due quinti sono stati investiti in oro o in certificati espressi in oro derivanti da operazioni ordinarie e straordinarie con il Fondo monetario internazionale, o effettuate nel quadro degli Accordi generali di prestito. Con gli altri tre quinti si è provveduto sia a estinguere nostri debiti a breve e a lunga scadenza, principalmente attraverso il riacquisto di titoli italiani, sia ad acquisire titoli a medio e lungo termine emessi da non residenti.

Alla fine del marzo scorso le nostre attività ufficiali sull'estero erano rappresentate per il 64 per cento da oro o da attività garantite in oro, per il 9 da attività con garanzia espressa in lire e per il restante 27 per cento da valute convertibili. La partecipazione di queste ultime al totale delle disponibilità ufficiali risultava in tal modo all'incirca uguale a quella del Belgio e della Germania e di gran lunga inferiore a quella del Giappone, della Svezia e del Canada. Tra gli altri paesi del Gruppo dei dieci, soltanto in Francia, Olanda e Svizzera la partecipazione delle valute convertibili al totale delle riserve era inferiore a quella italiana. Nel nostro caso le valute convertibili, rappresentate per l'86 per cento da dollari, costituiscono una disponibilità liquida di entità adeguata alle necessità operative di un paese che non persegue l'obiettivo della difesa ad oltranza del tesoro valutario, ma ammette che una parte possa esserne assorbita da disavanzi di bilancia dei pagamenti, quando ciò occorra per consentire un più vigoroso impulso all'attività produttiva.

L'avanzo della bilancia dei pagamenti globale nel quadriennio considerato è la risultante di un saldo attivo delle partite correnti di 7,7 miliardi e di uno passivo dei movimenti di capitali di 4,0 miliardi, nel quale sono compresi i crediti per il finanziamento delle nostre esportazioni di beni capitali.

Sarebbe possibile, invero, perseguire una politica di esportazione di capitali interamente compensativa dell'avanzo delle partite correnti, ma la sua validità, se è assoluta ai fini del ristabilimento dell'equilibrio nei rapporti internazionali, sul piano interno va giudicata in relazione agli obiettivi di politica economica che le condizioni stesse di un paese propongono. Nel corso del 1967, come già durante il 1966, un certo

deflusso di capitali è derivato dalla politica intesa a evitare la propagazione al nostro mercato della diffusa tendenza all'aumento dei saggi di interesse, che avrebbe frenato la ripresa degli investimenti; entro questi limiti, vi è stata coincidenza fra esigenze interne ed esigenze di cooperazione internazionale. In virtù anche di questa azione, il saldo della bilancia dei pagamenti globale si è dimezzato rispetto all'anno precedente, risultando di 324 milioni di dollari, pari a un quinto di quello delle partite correnti.

Una volta che sia assicurata la copertura di eventuali disavanzi a carattere ciclico, decresce rapidamente l'utilità sociale ed economica che un paese ricava da successivi aumenti delle proprie riserve valutarie, mentre parallelamente aumentano i costi dello stesso tipo per quei membri della collettività internazionale le cui bilance dei pagamenti sono passive, e viene limitata l'espansione del commercio mondiale con riflessi negativi sullo sviluppo anche dei paesi in posizione eccedentaria.

Si pone quindi il problema di determinare quale condotta da parte delle autorità responsabili sia necessaria per ridurre o eliminare il saldo attivo delle partite correnti. A tal fine occorre considerare l'evoluzione delle principali componenti del nostro interscambio con l'estero e le più importanti variabili che le determinano.

Il tratto caratteristico negli anni cinquanta e nei primi del decennio in corso è stata l'esistenza di un saldo negativo degli scambi commerciali e di uno, di segno opposto e di importo complessivamente poco superiore, dei servizi e dei trasferimenti unilaterali. La formazione di sensibili avanzi nelle partite correnti è dipesa principalmente dal graduale passaggio da una posizione passiva ad una attiva nella bilancia commerciale. Il turismo e le rimesse degli emigrati hanno continuato a svilupparsi, costituendo sempre le due maggiori fonti di entrate valutarie nette; il primo essendo una forma particolare di esportazione di servizi dipende soprattutto dalle variazioni nel reddito di coloro che li utilizzano, come chiaramente mostra l'andamento del 1967, nonché dalla concorrenza degli altri paesi che offrono servizi turistici, mentre le seconde derivano dal nostro passato di paese esportatore di mano d'opera.

Le nostre esportazioni di merci si sono sviluppate nel 1967 in ragione dell'8,3 per cento, cioè a un tasso inferiore al 16,7 del triennio precedente, ma pur sempre elevato se si tiene conto della situazione di quasi recessione in alcuni dei principali paesi con i quali più intensi sono i nostri rapporti.

Condizioni per lo sviluppo del nostro commercio di esportazione sono che la domanda internazionale si accresca in maniera adeguata e che le nostre merci si mantengano competitive. Sulla prima condizione non vi è modo di influire, ma le attese per il medio periodo non possono essere pessimistiche, se tutti i governi annoverano tra i propri obiettivi, sia pure con diversa priorità, quelli dello sviluppo economico e dell'occupazione. Alla realizzazione della seconda condizione partecipano gli operatori economici, i sindacati, lo stesso governo attraverso la tassazione, l'incentivazione e la fornitura di migliori servizi pubblici; le autorità monetarie poi, che hanno particolari responsabilità nel difendere il potere di acquisto della moneta, mancherebbero al loro dovere se non avvertissero che in una Comunità europea prossima all'abolizione totale delle barriere doganali è necessario difendere il vantaggio competitivo che le nostre imprese sono riuscite ad assicurarsi.

La componente estera è di particolare importanza per la nostra economia proprio perché le nostre esportazioni riguardano quasi esclusivamente i manufatti. L'apertura dei mercati, che è stata una costante della politica economica italiana del dopoguerra, consente, infatti, di ampliare i confini che uno sviluppo economico, sospinto principalmente dalla attività di trasformazione, incontra dal lato della domanda. L'espansione dell'industria manifatturiera, recando con sé aumenti dell'occupazione e della produttività, genera un processo che si autoalimenta e si estende al settore terziario. La domanda per esportazioni, sommandosi con quella interna provocata dall'aumento della massa delle retribuzioni e favorendo il conseguimento delle economie di scala, stimola ulteriormente gli investimenti delle imprese, attraverso i quali vengono introdotte le tecnologie più avanzate.

È questo, in sintesi, il processo di sviluppo che ha operato nel nostro paese e che si ritiene necessario debba continuare negli anni futuri perché si consegua il desiderato aumento del reddito e dell'occupazione, anche se occorre più attentamente sorvegliarne il funzionamento e guidarne il corso affinché non si creino nuovi squilibri, ma vengano anzi gradualmente ridotti e eliminati quelli esistenti. Non appare quindi possa attendersi, e tanto meno auspicarsi, una apprezzabile riduzione dell'avanzo attraverso il rallentamento delle esportazioni.

Il tasso di sviluppo delle importazioni italiane, che era stato del 4,2 per cento nel periodo 1964-66, è salito al 12,9 per cento nel 1967, anno in cui il reddito nazionale è aumentato del 5,9 per cento; ciò significa che le importazioni si muovono principalmente in funzione della domanda interna.

La relazione, peraltro, opera diversamente secondo i vari tipi di merci: in modo immediato e costante per quelle, come le materie prime e i generi alimentari, per le quali l'offerta interna è inesistente o molto anelastica; con discontinuità per i manufatti, in quanto l'incidenza della produzione estera nel soddisfacimento della domanda all'interno si sviluppa in misura apprezzabile solo allorché, a parità di altre condizioni, si restringe oltre un certo limite la residua offerta potenziale interna, rappresentata dalla capacità inutilizzata dei nostri impianti. L'osservazione vale particolarmente per quelle lavorazioni, soprattutto di beni di consumo, per le quali il nostro apparato produttivo offre una copertura qualitativa della domanda interna praticamente completa; non altrettanto può dirsi per larghi settori dei beni di investimento, per i quali esiste una situazione di complementarità con altre economie e quindi un più immediato rapporto fra domanda interna e importazioni.

Queste considerazioni inducono a ritenere improbabile, nel quadro della presente situazione, lo spontaneo conseguimento di uno sviluppo delle importazioni tanto più elevato di quello delle esportazioni da assorbire in breve volgere di tempo l'avanzo corrente, e indicano alcune direttive per accelerare tale sviluppo e al tempo stesso indirizzarlo nel modo più consono agli obiettivi di lungo periodo della nostra economia.

Se il presupposto necessario per l'aumento delle importazioni è l'allargamento della domanda interna, l'azione di incoraggiamento non deve essere indiscriminata, ma, pur avendo presenti i nessi che legano consumi e investimenti, deve rivolgersi soprattutto a questi ultimi, sia perché essi sono tuttora la componente più debole, sia perché dal loro sviluppo dipende l'ampliamento futuro dell'offerta. Una economia che si proponga di migliorare, o almeno di mantenere, la propria posizione in un mondo economico in rapido progresso non può limitare troppo a lungo l'attività di investimento soltanto alla riorganizzazione e a un mero ammodernamento dell'apparato produttivo nella struttura esistente.

Nella Relazione scorsa abbiamo sottolineato che il volume degli investimenti produttivi non poteva considerarsi soddisfacente e che in particolare scarseggiavano nuove iniziative nei settori più avanzati; abbiamo notato altresì l'esigenza di accelerare l'apprestamento di adeguate infrastrutture economiche e sociali. Nonostante i miglioramenti intervenuti nel corso del 1967, queste osservazioni valgono ancora.

L'inadeguatezza del volume degli investimenti è confermata dal loro rapporto con il reddito nazionale lordo; nel 1967, invero, tale rapporto ha ripreso a salire dopo tre anni di diminuzioni, ma è stato ancora inferiore a quello previsto dal programma economico quinquennale. L'avanzo delle partite correnti, occorre ricordarlo, trae origine dall'abbassamento della propensione ad investire e non da un aumento di quella a risparmiare, che negli ultimi anni è rimasta pressoché invariata e in linea con le previsioni programmatiche.

È da auspicare che all'incremento degli investimenti, pubblici e privati, concorrano le procedure di informazione e di consultazione avviate nell'ambito del programma, nonché una più appropriata regolazione della finanza pubblica tanto dal lato della entrata che della spesa. La specializzazione raggiunta dalle varie economie nella produzione di beni strumentali e le connessioni che si sono stabilite tra di esse attraverso il commercio estero e gli investimenti internazionali hanno collocato l'Italia tra i grandi assuntori di appalti ed esportatori di complessi impianti industriali. D'altro lato, quella stessa specializzazione suggerisce la possibilità di ottenere effetti più immediati ai fini dell'assorbimento dell'avanzo sull'estero e al tempo stesso più rispondenti alle esigenze di accelerazione dello sviluppo, stimolando il rinnovo delle attrezzature della pubblica amministrazione e dei laboratori di ricerca pubblici e privati mediante l'importazione di beni strumentali che per le tecnologie incorporate si collochino in posizione di avanguardia e la cui produzione non sia per il momento prevista nel nostro paese.

L'attuazione di un simile programma potrebbe valersi di procedure sperimentate in altri tempi. Il Ministero del Tesoro potrebbe chiedere all'Ufficio italiano dei cambi la cessione delle valute estere necessarie, effettuandone il pagamento con il ricavo di emissioni di titoli sottoscritti dalla Banca d'Italia o dallo stesso Ufficio; le valute estere sarebbero mutate agli enti importatori da un istituto di credito mobiliare a condizioni

particolarmente convenienti; gli acquisti dovrebbero essere effettuati ovunque fosse soddisfatto il principio di ottenere subito ciò che le tecnologie più avanzate sono in condizioni di offrire.

L'azione di ampliamento della domanda interna non potrà non tener conto dei limiti rappresentati dall'andamento dei prezzi e dei costi. Nel corso del 1967, come già nei due anni precedenti, i prezzi si sono mantenuti su un livello di soddisfacente stabilità, specialmente ove si consideri che una parte non piccola del loro aumento è dipesa dalla maggiore imposizione fiscale e parafiscale e dall'adeguamento delle tariffe controllate di alcuni servizi.

Tuttavia occorre considerare che anche negli ultimi tre anni, nei quali, salvo temporanee insufficienze di alcuni beni agricoli, le possibilità dell'offerta sono state adeguate al soddisfacimento della domanda, il sistema dei prezzi ha registrato aumenti dell'ordine del 2-3 per cento.

Oltre che da effetti ritardati della precedente fase inflazionistica, la tendenza è stata alimentata, come è di tutte le economie industriali dell'Occidente, dalle note imperfezioni dei mercati dei fattori e dei prodotti. Queste si manifestano principalmente sotto due aspetti interdipendenti: le rigidità che nei settori con più alto sviluppo della produttività impediscono il trasferimento sui prezzi di parte dei guadagni da essa derivanti, e la sostanziale uniformità dei miglioramenti retributivi, che, quando non si accetti una politica dei redditi, tendono ad allinearsi sui tassi dei settori di punta, indipendentemente dai diversi incrementi di produttività.

Con l'inizio del 1968 il costo della vita ha risentito anche della parziale abolizione del blocco dei fitti, peraltro necessaria, con tutte le cautele socialmente opportune, per contribuire al ritorno verso una situazione di normalità nel settore dell'edilizia.

Inoltre, la recente maggiorazione degli oneri previdenziali per la parziale copertura degli aumenti delle pensioni appesantisce ulteriormente la gestione economica delle imprese, aggiungendosi agli aggravii intervenuti nel 1967.

Nell'anno passato, infatti, la tendenza alla diminuzione del costo del lavoro per unità di prodotto, che nel 1965 e nel 1966 aveva permesso di riassorbire, sia pure in

limitata misura, i forti aumenti del triennio precedente, si è rovesciata. Nell'industria manifatturiera la spesa sostenuta per ogni dipendente è aumentata del 9,3 per cento, in misura assai più elevata che nel 1966, mentre l'incremento della produttività del lavoro per occupato si è dimezzato, scendendo dal 9,2 al 4,5 per cento; la maggiore spesa per il personale comprende gli effetti della defiscalizzazione, ma, anche senza di essa, avrebbe superato l'aumento della produttività. Il forte rallentamento, poi, di quest'ultimo, sebbene rifletta in parte l'andamento ciclico, in quanto i maggiori sviluppi coincidono con le fasi iniziali dei movimenti di ripresa, è da ritenere discenda anche dallo scarso volume degli investimenti negli ultimi anni. L'intensa riorganizzazione interna operata dalle imprese ha potuto parzialmente compensare il minor incremento della produttività da investimenti, ma evidentemente incontra ormai dei limiti.

Inoltre, la direzione principale in cui essa potrà svilupparsi nei prossimi anni sembra essere, per importanti rami di attività come il chimico e il tessile, quella di una concentrazione di unità produttive inseparabile da nuovi investimenti.

L'aumento dei costi del lavoro e l'accresciuta pressione tributaria hanno dato luogo già nel corso del 1967 a un rallentamento nella formazione dei profitti globali; d'altra parte l'utilizzo delle capacità produttive, sensibilmente aumentato nella prima parte dell'anno, è diminuito nel secondo semestre; la ripresa degli investimenti ha subito una attenuazione che sembrava però in corso di superamento in aprile.

LA FORMAZIONE E L'IMPIEGO DEL RISPARMIO

In precedenti Relazioni abbiamo descritto una condizione di inferiorità delle nostre imprese rispetto a quelle di altri paesi, costituita dall'altezza dei loro debiti in rapporto ai capitali investiti, sottolineandone le conseguenze in termini di limitazione degli investimenti e di danni per l'occupazione.

Questa volta abbiamo esaminato il fenomeno dal lato della formazione del risparmio: il suo volume globale, come già si è detto, si è sviluppato negli ultimi anni in linea con le indicazioni del programma; al suo interno, però, si sono verificate

modificazioni profonde nella partecipazione dei tre grandi operatori nei quali si è soliti suddividere il sistema economico.

In particolare, a seguito di sviluppi avvenuti soprattutto nel quadriennio 1962-65 e solo in parte corretti nei due anni successivi, la formazione del risparmio netto si è accentrata fortemente nel settore delle famiglie, cosicché la quota che si genera presso la pubblica amministrazione e presso le imprese è minore che negli altri paesi industrializzati. Al tempo stesso si è ridotta la quota di risparmio che le famiglie destinano agli investimenti diretti.

La dissociazione fra centri di formazione del risparmio e centri di decisione degli investimenti si è approfondita. Le condizioni di ordine istituzionale e fiscale che limitano ad un tempo la disposizione delle imprese ad emettere azioni e quella delle famiglie a sottoscriverle non consentono l'afflusso di un adeguato volume di capitali di rischio alle imprese e le costringono a ricorrere all'indebitamento; con la duplice conseguenza che da ultimo esse incontrano maggiori difficoltà a ottenere finanziamenti e divengono più esitanti a effettuare investimenti di carattere innovativo.

Accade così che il circuito del reddito: sua formazione; acquisizione di esso dalle famiglie; suo ritorno alle imprese produttive, direttamente attraverso i consumi o indirettamente attraverso il trasferimento del risparmio, non si chiuda completamente; l'eccedenza del reddito prodotto su quello impiegato all'interno si risolve in un trasferimento del risparmio all'estero. Né supplisce la pubblica amministrazione, non perché siano insufficienti le decisioni di spesa, ma perché persistono i ritardi di esecuzione, con conseguenze che sono state di particolare rilievo proprio nel 1967.

Poiché quote elevate del risparmio si formano presso le famiglie e queste, dato anche l'attuale assetto del nostro sistema finanziario, mostrano spiccata preferenza per le attività liquide o ad esse assimilate, è nostra preoccupazione di perfezionare quei meccanismi attraverso i quali in prevalenza avviene attualmente il trasferimento del risparmio dalle famiglie agli utilizzatori del settore pubblico e di quello privato.

Anche nel corso del 1967, infatti, l'eccedenza delle entrate delle famiglie sulla loro spesa per consumi ed investimenti diretti è continuata ad affluire in misura notevole alle aziende di credito. I depositi bancari delle famiglie sono aumentati di

1.872 miliardi; se ad essi si aggiungono quelli del resto dell'economia l'aumento è stato di 3.344 miliardi; le altre attività liquide dell'economia si sono accresciute di 949 miliardi. La quota di queste costituita da circolante ha presentato un aumento in linea con l'evoluzione del reddito.

La domanda di fondi ha continuato invece ad assumere prevalentemente la forma di debiti a medio e lungo termine dando luogo in particolare ad emissioni di titoli a reddito fisso, pubblici e privati, in misura pari, al netto dei rimborsi, a 2.826 e 2.414 miliardi rispettivamente nel 1966 e nel 1967. La quantità degli stessi titoli acquistata direttamente dal pubblico è stata nei due anni di 1.256 e di 1.208 miliardi, cosicché si è mantenuta elevata l'intermediazione del sistema bancario, volta a rendere compatibili le forme di indebitamento preferite dagli utilizzatori del credito con le forme di attività finanziarie preferite dal pubblico.

Nel 1966 ha avuto inizio una politica di diretto intervento da parte dell'istituto di emissione sul mercato dei titoli a reddito fisso, al fine di contenere le oscillazioni dei corsi e in tal modo indirizzare una quota di quei titoli, più elevata che nel passato, direttamente nei portafogli privati, in presenza di una soddisfacente stabilità monetaria. Questa politica si svolge nel medio periodo assorbendo i titoli eccedenti la quota che il pubblico e le banche sono disposti a detenere, mentre nel breve periodo assume la forma di un'attività di intermediazione grazie alla quale si collega nel tempo la domanda di fondi con l'offerta di essi da parte dei sottoscrittori finali dei titoli. In tal modo l'acquisizione netta di titoli a lungo termine da parte del pubblico è passata dal 22,4 per cento dell'aumento dei depositi bancari e postali nel 1965 al 36,2 nel 1966 e al 32,7 nel 1967.

Sulla base dei piani di spesa pubblica per l'anno 1968 e delle richieste di finanziamento agli istituti speciali di credito, le emissioni lorde di titoli a reddito fisso previste per il 1968 si aggirano sui 4.500 miliardi e quelle nette sui 3.200 miliardi, di cui circa 2.000 provenienti dal settore pubblico e il resto dagli istituti speciali di credito; totalmente assenti sarebbero le imprese, peraltro finanziate dagli istituti speciali.

Non sembra opportuno, però, spingere le emissioni nel 1968 al disopra dei 3.000 miliardi netti. Infatti, nell'ipotesi di un aumento del reddito in termini reali compreso tra il 5 e il 6 per cento e di una variazione dei prezzi impliciti tra il 2,5 e il 3,0 per cento,

nonché della continuazione dell'attuale politica della banca centrale intesa a stabilizzare i corsi, si può prevedere un assorbimento di titoli da parte del pubblico intorno ai 1.400 miliardi; il superamento di questo limite non sembra agevole, nonostante il massimo impegno del sistema bancario nell'azione di collocamento.

Ferme quelle ipotesi e supponendo stabili i tassi passivi delle banche, i depositi bancari dovrebbero accrescersi all'incirca di 3.300 miliardi. Qualora all'aumento ipotizzato del reddito concorra un incremento di circa il 12 per cento degli investimenti fissi, la domanda di credito sotto forma di impieghi dovrebbe rimanere stazionaria intorno ai 2.500 miliardi.

Considerata l'evoluzione delle altre attività delle banche, quali liquidità, riserve obbligatorie in contante e buoni ordinari del Tesoro, nonché delle altre passività diverse dai depositi, e assunta un'espansione del credito da parte della Banca d'Italia o eventualmente dell'estero aggirantesi sui 500 miliardi, non sembra che il sistema bancario possa assorbire un ammontare di titoli a reddito fisso superiore ai 1.200 miliardi, da destinare per un terzo alla riserva obbligatoria.

Gli acquisti di titoli da parte della Banca d'Italia non possono spingersi molto al di sopra dei rimanenti 400 miliardi. La base monetaria creata da tale intervento va infatti ad aggiungersi a quella derivante dai crediti concessi direttamente al sistema bancario e ad altri 400 miliardi circa che si prevede saranno creati dal settore pubblico.

L'insieme delle ipotesi e delle previsioni fin qui formulate mette capo a una creazione di base monetaria pari all'incirca a 1.300 miliardi e presuppone che la componente estera rappresentata dalla bilancia dei pagamenti sia neutrale; un suo eventuale apporto sarebbe compensato da variazioni di senso opposto nella creazione dovuta alle componenti interne. Interventi della Banca d'Italia per importi maggiori di quelli previsti comporterebbero un aumento eccessivo nella liquidità delle banche e in definitiva comprometterebbero il controllo dell'espansione del credito e della liquidità del sistema.

Dei 1.300 miliardi di base monetaria, l'assorbimento da parte del pubblico può essere previsto intorno a 800 miliardi complessivi, di cui circa 400 sotto forma di circolante e il rimanente sotto forma di depositi postali; gli altri 500 miliardi

resterebbero a disposizione delle banche e per una parte verrebbero utilizzati come riserve obbligatorie in contanti e buoni ordinari del Tesoro mentre per il resto andrebbero a migliorare la loro posizione di liquidità.

Sulle precedenti previsioni influisce in maniera notevole l'andamento della spesa pubblica. Sulla base della relazione previsionale e programmatica dei Ministri del Bilancio e del Tesoro per l'anno 1968 e tenendo conto di altri successivi impegni, si è ipotizzato per il Tesoro, la Cassa depositi e prestiti e le aziende autonome un disavanzo complessivo di cassa aggirantesi fra i 1.600 e i 1.700 miliardi e su tale base sono state effettuate le valutazioni indicate. Giova ricordare, però, che in questo campo le previsioni incontrano notevoli difficoltà soprattutto a causa dell'incertezza dei tempi di erogazione degli stanziamenti in corso e della rilevante massa di residui in essere. L'espansione dei residui passivi del bilancio statale è stata nel 1967 pari, nelle risultanze provvisorie, a circa 1.260 miliardi ed è dipesa per metà dalle spese in conto capitale; l'importo si riduce a 960 se si escludono i rimborsi di prestiti. Il rapporto fra i residui passivi esistenti alla fine del 1967 e le previsioni iniziali di spesa per il 1968 risulta intorno al 50 per cento; forti variazioni dei residui passivi, oltre che riflettersi sull'offerta di base monetaria e di titoli pubblici, possono alterare il flusso della domanda globale, sviluppando effetti di perturbamento sulla formazione del reddito e sulla bilancia dei pagamenti.

In altra occasione abbiamo richiamato, sottolineandone la validità, l'impostazione data nel programma alla politica della finanza pubblica, intesa come strumento atto a favorire lo sviluppo del reddito, la piena occupazione dei fattori produttivi e la stabilità monetaria. Ma la realtà nella quale ci troviamo ad operare continua ad essere profondamente diversa da quella ipotizzata e presenta aspetti contrastanti: da un lato, infatti, sono stati previsti impegni di spesa per un volume tale che la loro integrale esecuzione avrebbe spinto l'indebitamento complessivo del settore pubblico a livelli non compatibili con il mantenimento dell'equilibrio monetario; dall'altro, l'acceleramento delle entrate, soprattutto destinate a copertura di nuove spese, e i sensibili ritardi nell'esecuzione di queste ultime si sono risolti in un comportamento della finanza pubblica che di fatto è stato, nel 1967, di contenimento della domanda interna.

Il sistema economico avrebbe potuto sostenere una spesa pubblica più ampia, oppure, qualora il prelievo fiscale fosse stato minore, avrebbe potuto generare una spesa privata proporzionalmente maggiore; non ne sarebbero derivate tensioni pregiudizievoli né dal lato delle risorse reali poiché la maggior domanda sarebbe stata fronteggiata con l'utilizzo delle capacità produttive esistenti e la riduzione dell'avanzo delle partite correnti; né sotto il profilo monetario, poiché la creazione di liquidità aggiuntiva per il finanziamento del maggiore disavanzo pubblico sarebbe stata, almeno in parte, compensata dalla minore creazione di liquidità del settore estero.

L'ADATTAMENTO DELLA STRUTTURA DEL SISTEMA CREDITIZIO AD UNA ECONOMIA IN SVILUPPO

Abbiamo descritto aspetti della complessa manovra finanziaria con la quale il nostro Istituto promuove la ripartizione dei flussi del credito tra le varie destinazioni in conformità alle linee di sviluppo fissate dal programma economico nazionale. Il successo di tale manovra dipende da fattori di ordine istituzionale, specialmente in considerazione della circostanza che notevoli possono essere i trasferimenti di titoli dal pubblico al sistema bancario e viceversa, mentre il collocamento delle nuove emissioni, opportunamente distribuito nel corso del tempo, sarà agevolato da interventi diretti della Banca d'Italia. Nostra cura è quella di adattare la struttura del sistema bancario all'esigenza di rendere più efficace la regolazione dei flussi del credito e di ridurre il costo dell'intermediazione bancaria per l'economia.

Sull'argomento dei conti economici delle aziende di credito abbiamo avuto modo di soffermarci in occasione dell'assemblea dell'Associazione bancaria italiana. Abbiamo colà iniziato anche un discorso sui possibili miglioramenti da apportare al sistema, e ora intendiamo riprenderlo sulla scorta delle informazioni acquisite nei mesi più recenti.

Nel 1967 i ricavi complessivi delle aziende di credito censite e degli istituti di categoria sono stati di 2.334 miliardi, provenienti per il 60 per cento dagli impieghi ordinari in lire e in valuta, per il 16 per cento dalle operazioni di mercato finanziario, per il resto dalle altre attività. A tali ricavi che, esclusa una quota derivante dai rapporti

fra banche e con la Banca d'Italia, rappresentano costi per gli utilizzatori del credito e dei servizi bancari, e cioè per il settore produttivo, la pubblica amministrazione e in piccola parte l'estero, corrispondono 1.198 miliardi di costo diretto della provvista, 1.067 miliardi di spese generali, incluse quelle di personale, e 69 miliardi di profitti, pari al 3 per cento dei ricavi.

Le spese generali misurano il valore delle risorse impiegate nella produzione dei servizi bancari di ogni tipo; la parte di esse attribuibile all'attività di raccolta e di impiego dei fondi, dedotta cioè quella imputabile agli altri servizi bancari, è stata pari al 2,33 per cento dei fondi amministrati e al 3,36 per cento della provvista ordinaria. Confronti con altri paesi, significativi nella misura in cui le differenze istituzionali lo consentono, pongono in luce che le nostre percentuali sono tra le più elevate.

Un esame più approfondito mostra che il costo riferito ai fondi amministrati tende a crescere allorché la dimensione delle aziende diminuisce, raggiungendo, per le più piccole, valori aggirantisi sul 3 per cento. Ma anche tra queste si incontrano unità che, tenuto conto della particolare composizione del loro attivo e del loro passivo, presentano costi di amministrazione piuttosto bassi; in esse, invero, è possibile notare una buona utilizzazione degli sportelli e del personale dipendente; per contro, anche tra le aziende di dimensioni maggiori, allorché il rapporto tra fondi amministrati e sportelli non è sufficientemente elevato, le spese di personale e gli altri costi di amministrazione tendono a divenire eccessivi in relazione al volume di attività svolta.

Alla luce di queste considerazioni, una politica volta ad aumentare l'efficienza del sistema diminuendo i costi di intermediazione deve passare attraverso un'azione di concentrazione che interessi quelle tra le aziende minori che operano con costi troppo elevati. Sembra anche opportuna una riorganizzazione della esistente rete di sportelli, al fine di dotare tutte le parti del territorio nazionale di servizi bancari adeguati ad accompagnare il loro sviluppo, colmando le lacune che ancora si lamentano in talune zone ed eliminando le ridondanze in altre.

Gli elevati costi dell'intermediazione bancaria e la loro tendenza a crescere in parallelo alla pur rapida espansione dei fondi amministrati limitano l'efficacia di politiche volte a governare i tassi di interesse e i flussi dei fondi attraverso la regolazione della liquidità.

I tassi di interesse sugli impieghi non possono scendere al disotto del costo diretto della raccolta aumentato della quota di spese generali attribuibile alle operazioni di impiego; questa quota è più elevata del costo medio precedentemente citato, a causa della maggiore onerosità di tali operazioni. Anche per il rendimento dei titoli nel portafoglio delle banche, e di riflesso per tutti i titoli, esiste un analogo limite; in questo caso, tuttavia, l'incidenza delle spese generali dovrebbe risultare sensibilmente più bassa della media.

La situazione a questo riguardo ha presentato peraltro dei miglioramenti: gli elementi generali di costo sono infatti cresciuti tra il 1965 e il 1967 del 21 per cento, di fronte ad un aumento del 35 per cento dei fondi amministrati. Tra le spese generali, quelle di lavoro si sono accresciute, sempre nello stesso periodo, del 17 per cento, ma a causa del rinnovo del contratto dei dipendenti bancari sono previsti nuovi aumenti per l'anno in corso.

Alla più rapida espansione rispetto al reddito nazionale dei fondi amministrati dalle banche, a sua volta collegata all'entità della base monetaria a disposizione del sistema economico, ha così potuto fare riscontro una lieve diminuzione dei tassi attivi, passati, per il complesso degli impieghi in lire e in valuta, sull'interno e sull'estero, dal 7,27 per cento nel 1965 al 7,12 per cento nel 1967. La riduzione ha in effetti incontrato un ostacolo anche nell'aumento del costo diretto della provvista, passato, durante lo stesso intervallo, dal 3,28 al 3,49 per cento.

L'andamento dei tassi sulle operazioni ordinarie d'impiego è influenzato dalla diffusione del credito agevolato. Questo ha raggiunto una estensione molto ampia e continua ad espandersi ad un ritmo assai superiore a quello delle operazioni non agevolate. Nel 1966, su 569 miliardi di nuovi crediti concessi all'industria e alle opere pubbliche, il 52 per cento godeva di agevolazioni di tasso; nel 1967, su 886 miliardi di nuovi crediti la proporzione è salita al 71 per cento. Nello stesso anno il costo medio ponderato dei finanziamenti agevolati è stato del 4,8 per cento per le iniziative localizzate nelle regioni settentrionali e centrali e del 3,7 per quelle del Mezzogiorno; nel complesso il costo medio ponderato è stato del 4,4 per cento, approssimativamente di quasi 4 punti inferiore al tasso medio di mercato.

Questi sviluppi hanno esercitato anche un effetto di indifferenziazione nelle due opposte direzioni: mentre il credito agevolato si estendeva verso la zona del credito di esercizio, oltre i confini di questo si è in qualche misura allargata l'attività delle banche. L'unico limite effettivo che finora si pone all'offerta di crediti agevolati è dato dall'ammontare dei trasferimenti iscritti nel bilancio dello Stato a valere sui diversi provvedimenti di favore.

L'aumento dei tassi corrisposti ai depositanti trova in parte la sua origine nell'azione svolta dalle autorità monetarie sul mercato dei titoli a reddito fisso, intesa a stabilizzarne i corsi al fine di aumentare la quota degli stessi acquisita direttamente dai privati. Lo spostamento della domanda verso tali tipi di attività finanziarie ha indotto le banche ad elevare i tassi pagati sui depositi per difendere la loro quota di intermediazione sul flusso totale dei fondi; ne è derivato un aumento ancora sostenuto dei depositi e dei crediti bancari, ma altresì l'incremento del costo diretto della raccolta.

Sembra pertanto opportuno rivolgerci a considerare quelle modifiche che intendiamo apportare al funzionamento del sistema bancario allo scopo di migliorare la sua capacità di corrispondere, nella destinazione delle risorse finanziarie, agli impulsi sia espansivi che restrittivi provenienti dalle autorità monetarie.

In realtà, il nostro sistema creditizio, per l'assenza di un vero mercato monetario, sul quale gli strumenti di credito possano essere acquistati e venduti ad un prezzo effettivamente variabile, può svolgere una efficace azione restrittiva, ma appare meno idoneo a trasmettere un'azione propulsiva mediante l'attivazione della liquidità immessa nel sistema e la connessa riduzione dei tassi d'interesse.

Tra gli istituti che intendiamo sottoporre a revisione al fine di conseguire le dette finalità, è da menzionare per primo quello della riserva bancaria obbligatoria. Del resto, l'ammissione delle cartelle fondiari e di altri titoli tra quelli utili all'assolvimento dell'obbligo ha già modificato, da un lato, la redditività complessiva della riserva per il sistema e, dall'altro, l'area della sua operatività come strumento di controllo quantitativo del credito. Riteniamo che l'ulteriore evoluzione dell'istituto debba essere nel senso di una maggiore uniformità degli obblighi di riserva rispetto all'incremento dei depositi per tutte le aziende iscritte all'albo. Inoltre, allo scopo di rendere più omogenea la composizione delle riserve in essere, si potranno autorizzare sostituzioni di

contante o di buoni ordinari del Tesoro attualmente nelle riserve con titoli a più alto reddito tratti dal portafoglio della Banca d'Italia.

Insieme a questa revisione è nostro convincimento che sia d'uopo affidare alle autorità di governo il compito di decidere se e come debba rendersi effettiva la separazione tra il rendimento dei buoni ordinari del Tesoro versati nelle riserve obbligatorie e quello dei buoni in cui si investe una parte delle disponibilità liquide delle banche e, parallelamente, se e come debba procedersi alla separazione del saggio ufficiale di sconto sul portafoglio ammassi da quello sul portafoglio ordinario. Così operando, si potrebbe mantenere costante sia la remunerazione globale delle riserve, sia il costo per lo Stato delle vecchie gestioni di ammasso, e si potrebbe restituire alle variazioni del saggio dello sconto la funzione di assecondare la politica di liquidità che le autorità monetarie intendono perseguire e quella di influire sul saggio d'interesse bancario, in armonia con gli interventi in titoli che l'istituto di emissione effettua sul mercato aperto.

In vista delle stesse finalità non condividiamo invece i suggerimenti circa la presunta necessità di accentrare presso di noi quella parte della raccolta, di ampiezza sempre maggiore, che proviene dalle eccedenze di liquidità di enti appartenenti ai settori pubblico e assimilato, e quella parte che, originata nell'ambito del sistema creditizio, prende forma di conti interbancari. L'una e l'altra devono rimanere nel sistema e concorrere all'offerta e alla domanda di fondi e, quindi, alla formazione dei saggi di interesse. Ove fossero sottratte alle banche, verrebbe compromessa la possibilità di creare un efficiente mercato monetario e l'effetto immediato sarebbe quello di generare squilibri in talune aziende o gruppi di aziende e di costringere l'istituto di emissione a effettuare interventi compensativi.

L'attuazione del programma che siamo venuti esponendo, sia per la parte che riguarda le fusioni di aziende e la riorganizzazione territoriale degli sportelli, sia per la parte relativa ai miglioramenti funzionali da apportare al sistema, richiede un lavoro preparatorio adeguato che la Banca d'Italia sta svolgendo e che è principalmente inteso ad ampliare le conoscenze degli organi di vigilanza e delle stesse aziende di credito in merito alla struttura dei costi e ricavi e alle condizioni applicate alla clientela. Il programma dovrà seguire gradualmente nel tempo la via che per esso sarà tracciata,

ponendo ogni cura affinché siano evitati turbamenti nella continuità di funzionamento del sistema e nel processo di creazione di nuove attività monetarie e finanziarie in quantità adeguate alle esigenze di sviluppo dell'economia. A questo fine, anzi, sarà cercata la collaborazione delle aziende, degli istituti e delle loro associazioni di categoria, poiché siamo consapevoli che i risultati sono tanto più fecondi, quanto maggiore è il grado di consenso acquisito.

In una precedente Relazione abbiamo sostenuto la necessità di mantenere la linea di demarcazione istituzionale fra crediti a breve e crediti a lungo termine, sottolineando l'opportunità di conservare un sistema nel quale il trasferimento di risparmio dalle famiglie che lo producono alle imprese che lo investono avvenga mediante l'acquisto da parte delle banche di titoli degli istituti speciali, i quali realizzano una aggregazione di rischi selezionati e acquisiscono come presidio dei crediti accordati adeguate garanzie. L'esperienza conferma che tale ordinamento ha mantenuto le aziende di credito sufficientemente al riparo dalle vicende che hanno colpito alcuni settori della nostra economia. Non può tuttavia tacersi la preoccupazione delle manifestazioni più gravi di tali vicende in settori quali quello tessile. Conviene chiedersi ancora una volta perché la generalizzata tendenza ad estendere il credito agevolato si sia arrestata proprio ai confini di una delle zone più tormentate della nostra industria, e che più necessita di una vasta ristrutturazione.

Nella Relazione abbiamo descritto i criteri ai quali si è ispirato il governo della liquidità nel 1967; avendo perseguito lo scopo di stabilizzare il corso dei titoli a lungo termine, si è lasciato arbitro il mercato di attingere tutta la liquidità di cui riteneva di aver bisogno, alle condizioni stabilite e attraverso il canale prescelto dall'istituto di emissione. La riduzione di fatto del coefficiente delle riserve obbligatorie avutasi nell'anno a causa dell'esercizio, da parte delle banche, della facoltà di versare titoli ha ridotto di altrettanto il loro bisogno di base monetaria. Anche perciò, il minor apporto del Tesoro e della bilancia dei pagamenti alla creazione di questa ha richiesto un compenso soltanto parziale negli interventi della banca centrale.

In queste considerazioni finali abbiamo affermato che anche nel 1968 ci proponiamo di mettere a disposizione dell'economia la liquidità necessaria affinché l'assorbimento delle previste emissioni di titoli a reddito fisso avvenga sulla base di

tassi di interesse stabili. Abbiamo altresì dichiarato che ciò è compatibile con uno sviluppo degli impieghi bancari sufficiente a finanziare un processo produttivo che permetta al reddito di accrescersi, in condizioni di soddisfacente stabilità dei prezzi, al tasso medio di lungo periodo.

Non crediamo possibile un'espansione del volume del credito superiore a quella indicata, perché ciò richiederebbe che da parte della Banca d'Italia si provocasse un abbassamento del tasso di interesse a lungo termine. Se il richiamo dei più elevati tassi di interesse esteri ha determinato nel 1967 un cospicuo deflusso di capitali, un allargamento del divario spingerebbe ancor più i nostri risparmiatori a cogliere le occasioni di impiego remunerativo oltre confine.

Abbiamo l'obbligo di avvertire ancora una volta che gli investimenti in titoli esteri sono compiuti non soltanto per considerazioni di redditività, ma anche per l'opportunità di diversificare il portafoglio; il nostro mercato dei capitali, sebbene sia tra i più importanti in Europa per dimensioni, è povero sia di istituzioni, sia di strumenti; non offre, quindi, che limitate possibilità di scelta a coloro che desiderano effettuare investimenti finanziari.

Gli effetti della scarsa varietà di titoli sono aggravati dal regime di tassazione sui redditi conseguiti dalle imprese e sulla parte distribuita sotto forma di dividendi, cosicché cresce l'attrazione esercitata sul risparmio nazionale dai mercati finanziari nei quali si offrono titoli con caratteristiche più gradite ai nostri investitori. In definitiva, ne scapita gravemente l'economia italiana e ne possono essere danneggiati quanti affidano i propri risparmi ai fondi comuni di investimento stranieri; in più di un caso, infatti, la composizione dei portafogli di questi enti e la qualità dei titoli che vi sono compresi sono lungi dal soddisfare i principi di una corretta amministrazione. I risparmiatori nazionali sono privati di protezione, le imprese di finanziamenti e il sistema produttivo, nel suo complesso, dell'opportunità di offrire maggiori occasioni di lavoro, che i capitali italiani concorrono, invece, a creare all'estero, dove trova impiego una parte della nostra manodopera.

Per impedire che i capitali defluiscano all'estero non valgono mezzi coercitivi. Se si crede nella necessità di mantenere l'intercomunicabilità delle economie, è indispensabile armonizzare le legislazioni sui titoli e quelle fiscali sui redditi da

capitale; occorre arricchire il nostro mercato, sia ampliando il numero delle società quotate, sia istituendo i fondi comuni di investimento ai quali ci siamo ripetutamente riferiti. Riteniamo che le grandi imprese, pubbliche e private, che fruiscono di crediti agevolati debbano essere vincolate ad offrire una parte delle proprie azioni in pubblica sottoscrizione e a chiederne la quotazione presso le borse valori. In tal modo, oltre ad ampliare le possibilità di scelta per i risparmiatori che desiderano acquistare azioni, si estenderebbe la cerchia dei partecipanti ai benefici e ai rischi aziendali e, nello spirito della riforma della legislazione sulle borse e sulle società, si creerebbero le premesse per un più informato apprezzamento da parte del pubblico.

Accanto a questi adattamenti, ne abbiamo indicati altri, che sono di nostra più diretta responsabilità; essi non potranno non recare giovamento nel lungo periodo ad un'economia che, considerata nel complesso, è in una situazione soddisfacente sia sul piano interno che su quello esterno. Secondo nostre stime, alla fine del 1967 il totale delle attività pubbliche e private sull'estero ammontava a 16,1 miliardi di dollari e quello delle passività a 9,7, con un'eccedenza attiva di 6,4 miliardi, costituita per 5,8 da averi liquidi. Nonostante l'attuale posizione favorevole dell'Italia nei confronti dell'estero, la politica che abbiamo perseguito nel 1967 potrà essere continuata soltanto nei limiti in cui la situazione dei mercati internazionali, la congiuntura produttiva e monetaria interna e l'andamento del nostro saldo sull'estero lo permetteranno.

Grazie al continuo affinamento delle tecniche di intervento, i margini di manovra della banca centrale non sono piccoli; ma il processo di integrazione del nostro paese nell'economia internazionale, mentre rende quella manovra più necessaria, le assegna dei limiti che non possono essere superati senza che esso si interrompa. La nostra azione più recente ha già incontrato ostacoli maggiori che nel 1967; noi crediamo che le difficoltà che ci attendono siano pur sempre sormontabili, a condizione, però, che nell'apprestamento delle necessarie riforme si sappia evitare il timore di imprevedibili mutamenti negli assetti istituzionali e tributari, o soluzioni di continuità negli sviluppi programmati della politica economica.

Signori Partecipanti,

al termine di questo stesso giorno si sarà perfezionata l'approvazione dei diritti speciali di prelievo e delle altre modifiche di alcune disposizioni statutarie degli Accordi di Bretton Woods. Il nostro Paese, prontamente aderendo, ha dato nuova prova del suo impegno nella ricerca delle vie idonee a salvaguardare i principi e gli istituti della collaborazione internazionale, che contribuirono validamente ad aprire nuove prospettive e a dare impulso al riassetto economico postbellico.

Non possiamo tuttavia nasconderci che, con il procedere degli anni, si sono moltiplicate le incrinature all'armonico edificio allora costruito: a quelle che ne apparvero le pietre angolari si vogliono oggi contrapporre soluzioni che non sempre costituiscono ragionevoli adattamenti, ma talvolta pongono in forse la stabilità delle strutture a suo tempo create. Con il loro indebolimento, nondimeno, vigorosamente contrasta una solidarietà di fatto tra i vari paesi al livello delle imprese, dei gruppi finanziari, delle vive forze culturali, dei tecnici.

Questo intreccio di legami attenua il rischio che il cammino compiuto debba essere percorso a ritroso e che il mondo debba nuovamente sperimentare quella politica restrizionistica che portò alla segmentazione delle economie, ai velleitarismi autarchici e quindi al declino della stessa idea di una solidale comunità internazionale. Oggi, anche le posizioni più critiche dell'assetto istituzionale si ispirano, è giusto riconoscerlo, a punti di vista dai quali si può dissentire ma che in ogni caso presuppongono la convivenza pacifica di paesi in condizioni di uguaglianza.

Non soltanto, dunque, appaiono in generale confortanti le condizioni e i risultati dell'attività produttiva, ma forze ed energie nuove si sprigionano, sia pure in forme non sempre appropriate, attraverso i molteplici e sempre più intensi rapporti tra i vari paesi, trovando l'elemento vivificatore ultimo nelle capacità di inventiva, di adattamento e di tenacia dell'uomo.

Sono state queste le constatazioni e le riflessioni che ci hanno indotto, all'indomani della svalutazione della sterlina e di fronte a persistenti difficoltà del dollaro, a dichiarare la nostra fiducia nella flessibilità e nelle capacità di resistenza dell'economia italiana. Anche il nostro Paese, infatti, ha in sé energie nuove, le quali copiosamente scaturiscono dal tessuto sociale; e al tempo stesso si giova della cooperazione internazionale, che persiste e si va anzi rafforzando sul piano operativo.

Grazie ai sicuri vantaggi derivanti dalla priorità che verrà data all'ammodernamento della infrastruttura amministrativa, alla quale è necessariamente legata la tempestività dell'azione di coordinamento e di guida dei pubblici poteri, il Paese potrà fiduciosamente indirizzare le capacità di cui dispone verso quelle realizzazioni, che appaiono oggi essenziali per il suo avanzamento.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1968

Signori Partecipanti,

il bilancio che vi viene sottoposto segna il compimento del terzo venticinquennio di vita della nostra Banca. Nel primo venticinquennio, le condizioni difficili in cui la Banca era nata assegnarono ai suoi amministratori il compito dominante di risanarne e consolidarne la situazione patrimoniale e con essa quella della moneta; il loro successo preparò una condizione favorevole allo sforzo che il Paese fu chiamato a sostenere nella guerra contro gli Imperi centrali.

Il secondo venticinquennio cominciò mentre alle nostre armi arrideva la vittoria; ma con un carico di ambizioni e di rancori che, unito alla difettosa conoscenza dei meccanismi economici, volse la sorte delle monete verso la deflazione e il bilateralismo. A tale involuzione non si sottrasse l'Italia; tuttavia, un appropriato quadro legislativo consentì alla Banca di mantenere serietà e responsabilità di indirizzi nella gestione del credito, mentre la sua conduzione aziendale continuava ad ispirarsi alla buona tradizione ormai costituita.

Quando il Paese risorse come società politica di uomini liberi, esso trovò nella Banca, giunta a mezzo secolo di vita, uno dei rari punti di forza nel grave dissesto delle strutture amministrative, e poté giovare del suo vario ed efficace contributo: nella formulazione della politica monetaria, nella sottostante analisi della congiuntura, nell'avvio dei rapporti di collaborazione finanziaria con gli Alleati e con le istituzioni internazionali di nuova formazione.

Nel venticinquennio che ora si chiude, l'evoluzione monetaria si è compiuta nel nostro Paese entro un assetto ad un tempo più stabile e più libero, di questi caratteri divenendo essa stessa una componente essenziale.

La vita di un istituto può contarsi dal suo anno di nascita nel senso nobilitante dell'accumulazione di valori della tradizione. Ma esso ha sempre l'età del suo tempo se adegua il proprio modo di operare all'avanzamento delle conoscenze e della tecnologia. La rapidità con cui questo si è prodotto nelle meno turbate condizioni dell'ultimo quarto

di secolo ha impresso alla trasformazione dei metodi di lavoro il carattere di un processo continuo, che nel nostro ambito ha avuto lo scorso anno, tra le più significative manifestazioni, l'entrata in esercizio delle nuove Officine carte-valori al Tuscolano e l'istituzione della Scuola di automazione per dirigenti bancari a Perugia, aperta ai funzionari delle aziende di credito e della pubblica amministrazione.

In questo processo di adeguamento delle nostre strutture si colloca anche lo sforzo della Banca per ammodernare il patrimonio immobiliare. Nell'amministrarlo, il nostro Istituto ha cercato sempre di portare un contributo positivo alla soluzione dei problemi urbanistici, ricorrendo alla collaborazione di architetti tra i più illuminati, chiedendo ad essi di assicurare le sue esigenze funzionali e mantenere alto il suo decoro, nel pieno rispetto dei valori ambientali.

Negli anni più recenti, la mole programmata delle nuove costruzioni e dei lavori di riordinamento è stata veramente notevole. Ma incertezze e divergenze di vedute tra gli organi preposti a invigilare sugli aspetti artistici e sulle esigenze urbanistiche hanno compromesso, nonostante la nostra disponibilità alle soluzioni meglio orientate verso il pubblico interesse, lo svolgersi di un'azione ordinata e tempestiva. Purtroppo questo stato di cose non mancherà di riflettersi a lungo andare su tutto il processo di aggiornamento tecnico-amministrativo.

Tra i beni materiali e immateriali adunati dalla Banca negli anni ha posto non piccolo la somma di esperienze e di dedizione racchiusa nel capitale umano al suo servizio, nel suo personale di ogni ordine e grado. La compagine impiegatizia ha mantenuto intatte, nel rinnovarsi delle generazioni, le qualità morali; il costante aggiornamento delle procedure operative fa appello alle sue capacità di apprendimento e adattamento, in definitiva apportando sempre migliori condizioni di lavoro e di vita.

Per solennizzare i 75 anni dell'Istituto, e quale grato segno di apprezzamento verso il personale in attività e a riposo, l'Amministrazione ha deciso di assegnare a ciascun dipendente medaglie in oro riproducenti le effigie dei biglietti di banca oggi circolanti.

In tutti i paesi industriali dell'Occidente l'economia ha conseguito, nel corso del 1968, un soddisfacente ritmo di sviluppo. Ormai da vari anni, questo ha tratto impulso

dall'integrazione internazionale dei mercati che ha offerto a un numero sempre crescente di cittadini maggiori possibilità di scelta, all'interno e all'estero, per gli investimenti, i consumi, o le decisioni riguardanti i luoghi ove lavorare, studiare, trascorrere il tempo libero. All'ampliamento notevole dell'area delle libere opzioni degli operatori e all'alto grado di interdipendenza delle economie non si è tuttavia accompagnato un accostamento apprezzabile delle politiche economiche seguite nei vari paesi; la diversità di esse essendo legata ad assetti istituzionali più lenti ad adeguarsi al dinamismo imposto dalla raggiunta interconnessione dei mercati, o a visioni e atteggiamenti particolaristici.

Ne discendono contrasti che si sono riflessi con particolare intensità sul sistema monetario internazionale. Quest'ultimo, posto al riparo nell'anno in esame da pressioni speculative sull'oro mediante la separazione dei due mercati, è stato in grado di far fronte alle contingenze grazie a rapide decisioni degli istituti di emissione. La sua adattabilità, concretatasi specialmente nel convogliare crediti addizionali nei luoghi ove più urgente se ne è manifestata la necessità, ha consentito di mantenere senza gravi menomazioni il collegamento tra le varie economie.

Ma, al di là delle soluzioni che hanno permesso di superare subitaneamente crisi, è aperto da tempo, come è ben noto, il dibattito su più radicali innovazioni da apportare al sistema monetario internazionale, per renderlo più rispondente all'evoluzione dell'economia mondiale.

L'operare dell'attuale meccanismo dipende direttamente dal livello e dalla distribuzione delle riserve valutarie, dal grado di cooperazione internazionale e dalla natura degli squilibri; risente negativamente delle divergenze nelle politiche nazionali di regolazione della domanda, nonché della diversa evoluzione dei costi unitari, che spesso si rivela meno favorevole nei paesi con basso incremento di produttività.

Negli anni, l'azione delle variabili menzionate ha generato tensioni nel sistema che si è pensato di risolvere in due modi distinti e non necessariamente alternativi: con la riduzione del grado di rigidità dei cambi e con aumenti della liquidità internazionale svincolati dal disavanzo americano.

Converrà perciò soffermarsi alquanto sul dibattito in corso circa il sistema dei cambi e volgere poi l'attenzione ai riflessi della situazione del dollaro sulle relazioni monetarie e finanziarie internazionali.

CAMBI FISSI, CAMBI FLESSIBILI, SOLUZIONI DI COMPROMESSO

Ogni discussione sull'alternativa tra cambi fissi e cambi flessibili non può prescindere dal riconoscimento della valida funzione che i primi hanno svolto nel favorire il riassetto valutario mondiale, secondo i principi meditatamente accolti negli accordi di Bretton Woods. Mentre è abituale, a proposito di questa alternativa, contrapporre il pensiero degli economisti a quello dei banchieri, non va dimenticato che esponenti particolarmente autorevoli dei primi contribuirono in larga misura alle decisioni che portarono a incardinare sui cambi fissi il sistema monetario internazionale del secondo dopoguerra. Il tempo trascorso ha tuttavia fornito nuove esperienze, tra le quali specialmente rilevanti per il problema in esame sono stati gli intensi spostamenti di fondi tra le varie economie, connessi con l'estendersi della convertibilità delle monete, e il grado di inflazione accettato da paesi in condizioni di determinare, per la loro preponderante importanza economica, vaste ripercussioni su gran parte della comunità internazionale e specialmente sui maggiori paesi industrializzati.

Gli avversari dei cambi fissi concedono facilmente che, in presenza di un'elevata mobilità dei fattori della produzione, un tale meccanismo presenta gli stessi vantaggi sul piano internazionale che una moneta unica ha su quello interno; ma si appellano alla odierna rigidità dei prezzi e dei costi per lamentare che, in caso di squilibrio esterno, l'aggiustamento viene effettuato o attraverso la deflazione o mediante la restrizione quantitativa discriminatoria delle importazioni. A loro avviso, la fluttuazione del tasso di cambio è da preferire alla prima alternativa perché comporta minori costi sociali, alla seconda perché non ostacola lo sviluppo dei commerci; mentre l'introduzione di restrizioni nelle correnti di traffico concentra in linea di fatto l'intero aggiustamento su alcuni prodotti e in alcune direzioni geografiche soltanto, il cambio flessibile distribuisce gli effetti al margine sull'intera gamma delle importazioni e delle esportazioni, nonché su tutti i paesi con i quali si hanno rapporti.

Ma è innegabile che l'introduzione dei cambi flessibili crea incertezza e che l'eliminazione di quest'ultima attraverso le contrattazioni a termine aumenta il costo delle transazioni con l'estero. Il problema dell'incertezza a sua volta è direttamente connesso con la capacità della speculazione di agire in senso stabilizzatore: e ciò soprattutto in presenza di inaspettate modificazioni nel livello generale dei prezzi e dei costi e di ogni altra variabile che influisca sulla bilancia dei pagamenti. Non sembra azzardato presumere che, dovendo la speculazione prospettare quelle che nelle nuove condizioni sarebbero le politiche delle autorità fiscali e monetarie, il suo comportamento possa risultare destabilizzatore. Né è da escludere un processo che si autoalimenti, nel senso che la condotta perversa della speculazione retroagisca sulle decisioni dei responsabili degli indirizzi di politica economica. I suoi effetti iniziali possono infatti sollecitare o piegare le autorità a quelle soluzioni, altrimenti evitabili, dalle quali la speculazione aveva inteso coprirsi o trarre profitto.

Altre argomentazioni pro e contro la fissità del cambio hanno un carattere ancor meno generale, facendo dipendere la preferenza per l'uno o per l'altro regime dalle condizioni in cui si trova l'economia in un determinato momento. Si afferma, ad esempio, che nel curare uno squilibrio verso l'estero dovuto a fattori ciclici, un meccanismo di cambi flessibili impone maggiori costi sociali, in quanto richiede a un paese di equilibrare le risorse con gli impieghi nel breve termine; poiché il processo di riallocazione è necessariamente lento e penoso, un sistema a cambi fissi che consenta di coprire i disavanzi sull'estero attingendo alle riserve e ricostituisca queste ultime nella fase favorevole del ciclo evita inutili riconversioni dell'apparato produttivo.

Se un saldo passivo della bilancia dei pagamenti ha origine da un rialzo dei costi interni, l'atteggiamento assunto dalla generalità delle banche centrali, ma che soltanto pochi economisti sono disposti ad avallare, è che la rigidità del cambio può essere di ausilio nel mantenere la stabilità dei prezzi e nel combattere le tendenze inflazionistiche; invece che una remora all'inflazione di origine salariale, il cambio fisso appare agli assertori dell'opposta tesi come fonte di politiche deflazionistiche. Quando l'inflazione dai costi fosse divenuta irreversibile e lo squilibrio avesse assunto un carattere strutturale, le conclusioni sarebbero diverse; ma anche in questo caso, a

fluttuazioni del cambio che adattino il livello interno di competitività a quelli stranieri, sembrerebbe preferibile un uso più tempestivo delle variazioni di parità.

Quando all'origine di un avanzo della bilancia dei pagamenti vi è un eccesso di domanda estera per il prevalere di tensioni inflazionistiche fuori del paese dove la stabilità interna viene viceversa mantenuta, l'opinione prevalente è che un cambio fluttuante sia più appropriato di uno fisso. Sotto quest'ultimo regime, l'aggiustamento dovrebbe avvenire attraverso un'espansione dei consumi e degli investimenti e quindi, data la continua pressione della domanda estera, mediante modificazioni del reddito nazionale e del livello dei salari e dei prezzi che comporterebbero necessariamente l'abbandono della stabilità interna. Con il cambio flessibile, invece, l'impatto della domanda estera sarebbe attutito dall'apprezzamento della moneta nazionale. Gli stessi obiettivi potrebbero essere raggiunti con frequenti variazioni della parità, eventualmente di carattere automatico.

Dal confronto delle opposte tesi sembra emergere che la stabilità del tasso di cambio, ossia l'assenza di oscillazioni violente, insieme ad un più tempestivo riconoscimento delle esigenze eventuali di variazione della parità, costituiscono requisiti essenziali al buon funzionamento del sistema economico internazionale. Mentre non risultano affatto preponderanti le ragioni teoriche a favore dei cambi flessibili, non è difficile portare argomenti, sia pure di carattere non analitico, per il mantenimento dell'attuale regime. Se da un lato è indiscusso che il cambio rigido assicura i vantaggi di un sistema monetario unico, dall'altro è innegabile che le condizioni per il suo buon funzionamento sono presenti soltanto in parte; ma è probabile che l'esistenza dei cambi fissi e la volontà politica di mantenere il sistema che su di essi si basa siano circostanze sufficienti a determinare condizioni appropriate alla continuità del sistema medesimo.

Attraverso l'ordinamento dei cambi fissi ogni paese, mediante la sua politica economica, è in grado di comunicare agli altri impulsi inflazionistici o deflazionistici proporzionati agli sbilanci del suo commercio estero e alla sua capacità di accumulare o perdere riserve; similmente, ogni paese è esposto agli impulsi che derivano dagli altri. Questo giuoco reciproco conduce nelle condizioni odierne, mediamente, all'accettazione di un moderato grado di inflazione. Si tratta, dunque, di un regime di

cambio il più atto a creare una coordinazione passiva di politiche economiche, avviamento a quella attiva che potrà succederle in una fase ulteriore dell'integrazione. Se così è, i cambi fissi sono irrinunciabili per qualsiasi comunità di Stati con economie integrate o desiderose di integrarsi. Ciò spiega perché coloro che credono nella possibilità di realizzare compiutamente il Mercato comune europeo sono favorevoli alla abolizione dei margini di fluttuazione tra le monete dell'area, anche se non sono ancora soddisfatte tutte le condizioni che la giustificano, tra cui, ad esempio, quella di un efficace coordinamento delle politiche economiche.

L'aggiustamento della parità in caso di squilibrio fondamentale, come pure l'ampliamento della fascia di oscillazione dei cambi, sono stati oggetto di proposte di modifica. Nel caso di squilibrio fondamentale si propone che l'adeguamento repentino, spesso di notevoli dimensioni, sia sostituito da una serie di piccole svalutazioni o rivalutazioni a intervalli settimanali, mensili o trimestrali; un vantaggio del sistema di parità mobili rispetto all'attuale è che esso non implica alcuna decisione sull'entità della variazione complessiva, lasciando al tempo e al mercato il compito di determinarla o di indicarla alle autorità.

Una caratteristica di questo meccanismo è quella di poter compensare l'incentivo che gli speculatori hanno a trasferire i propri fondi dalla moneta che si deprezza a quella che si apprezza mediante appropriati differenziali nei tassi di interesse a breve termine. Affinché questi ultimi si mantengano entro i limiti consentiti dalle possibilità operative, la variazione massima della parità nel corso di un anno non dovrebbe discostarsi dal 2 per cento. Ne consegue che il processo di aggiustamento diviene necessariamente lento; la credibilità da parte degli operatori che il cambio non potrà subire variazioni più ampie di quelle previste dal meccanismo resta affidata all'esistenza di cospicue riserve valutarie. Il sistema non è interamente scevro del pericolo di svalutazioni concorrenziali e di ritorsioni. Le autorità possono intervenire all'interno dei margini di fluttuazione in maniera difensiva o aggressiva, modificando il comportamento del mercato in funzione del quale le variazioni della parità vengono determinate. Queste ultime, però, non sarebbero più condannabili se si affermasse il principio che variazioni della parità modeste e quindi tollerabili non sono meritevoli di ritorsione, anche se ripetute.

Ciò significa che senza un'adeguata cooperazione non solo il problema dell'aumento della liquidità internazionale, ma anche quello del miglioramento dei meccanismi di aggiustamento risultano di impossibile soluzione. Ad esempio, i processi di riequilibrio sarebbero grandemente facilitati da intese sul piano internazionale circa gli obiettivi di politica economica che si perseguono nel medio periodo; per ciascuno dei paesi industriali più importanti occorrerebbe decidere se le partite correnti debbano essere in equilibrio o in avanzo; di quali proporzioni possano essere le eventuali eccedenze in relazione all'entità del reddito nazionale; quale sia la direzione preferibile per i flussi di capitale. Un maggior grado di armonizzazione è necessario entro la stessa Comunità economica europea se si considera che il livellamento del grado di inflazione al suo interno non è avvenuto; negli ultimi tre anni i prezzi al consumo sono aumentati in misura diversa, moderata in Germania e in Italia, piuttosto sostenuta in Francia, in Belgio e in Olanda, da un minimo, in ragione d'anno, del 2 per cento nel primo paese a un massimo di oltre il 4 per cento nell'ultimo. Anche il saggio di aumento dei prezzi accettabile dall'opinione pubblica si differenzia notevolmente nei cinque paesi.

L'esperienza del 1968 e quella dell'anno in corso confermano che l'onda ciclica in arrivo dagli Stati Uniti determina in Europa ripercussioni complicate dalla diversità delle congiunture nazionali e dalla difformità delle politiche stabilite per fronteggiarle. L'impronta predominante finisce per essere quella del grande paese unitario di oltre Oceano e ciò concorre a creare in Europa un senso di inforestieramento e di lesione dell'identità nazionale, riferita, questa, sia agli Stati sia ai loro raggruppamenti; ne deriva altresì una certa predisposizione all'allentamento dei legami tra le due sponde atlantiche.

D'altro canto, nell'interno dei paesi dell'Europa orientale diviene più manifesto il riconoscimento dell'interazione tra sviluppo economico e commercio internazionale; specialmente i paesi minori hanno raggiunto uno stadio di sviluppo che difficilmente potrebbero superare quando non fosse ampliata la dimensione del mercato. Inoltre, si fa sempre più strada in quelle economie il convincimento che il commercio internazionale e il suo espandersi sono legati a sistemi di pagamento multilaterali. Tutto ciò sembra suggerire che si approssima il momento nel quale converrà procedere ad una

riconsiderazione dell'intera struttura degli scambi e della cornice entro la quale essi si svolgono, per estendere le istituzioni esistenti ad una più ampia cerchia di paesi.

LA BILANCIA DEI PAGAMENTI AMERICANA, IL MERCATO DELL'EURO-DOLLARO E I TASSI DI INTERESSE

La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, nonostante l'annullamento quasi completo dell'avanzo mercantile, ha registrato dopo dodici anni il primo, lieve avanzo in termini di liquidità. È certamente questo l'aspetto saliente della recente congiuntura americana, soprattutto se si considera che, nello scorso anno, gli Stati Uniti hanno esportato capitali per 7 miliardi di dollari ed effettuato trasferimenti unilaterali per 3 miliardi, immettendo nel circuito dei pagamenti internazionali fondi per un totale di 10 miliardi. Poiché il saldo attivo delle merci, dei servizi e dei redditi dall'estero si è commisurato a 2 miliardi soltanto, l'equilibrio è stato ricostituito grazie all'imponente afflusso di capitali a lungo termine, soprattutto di provenienza europea, sollecitato sia dai più elevati rendimenti, sia da preoccupazioni di carattere politico o fiscale; esso ha assunto prevalentemente la forma di sottoscrizioni di azioni, di obbligazioni ordinarie e convertibili, di parti di fondi comuni che impiegano le proprie disponibilità in titoli americani. In definitiva, le risorse reali a favore dei paesi cui gli Stati Uniti hanno concesso finanziamenti o elargito aiuti sono state fornite dal resto del mondo e principalmente da tre paesi: la Germania, l'Italia e il Giappone, che hanno contribuito con circa 7 miliardi di dollari.

Nella precedente Relazione affermammo che gli Stati Uniti avrebbero dovuto acquisire eccedenze attive negli scambi di merci e servizi di ammontare sufficiente per compensare i trasferimenti finanziari nella forma di spese governative, aiuti e investimenti all'estero. Soggiungemmo che l'ampiezza del miglioramento nei conti con l'estero avrebbe richiesto che il relativo processo di aggiustamento si compisse sopra un periodo di tempo piuttosto lungo; altrimenti ne sarebbero derivate ripercussioni nocive al mantenimento della continuità dello sviluppo negli altri paesi. Infatti, i modi e i tempi in cui il pareggio della bilancia dei pagamenti si è realizzato non soltanto hanno avuto un'incidenza di grandi proporzioni sui mercati monetari e finanziari europei, ma hanno

anche provocato effetti indiretti, avendo spinto la maggior parte delle autorità monetarie europee a prendere provvedimenti difensivi.

A mano a mano che, col volgere del secondo semestre 1968, la politica del Sistema della Riserva Federale si faceva più restrittiva, i tassi di interesse hanno subito negli Stati Uniti aumenti di eccezionale ampiezza. Ciò nonostante la domanda di fondi è rimasta elevata; alla crescente scarsità di credito le imprese americane hanno cercato rimedio o ricorrendo ai mercati esteri direttamente o utilizzando quelle linee di credito che, ammaestrate dall'esperienza del 1966, si erano procurate in precedenza presso le banche.

Parte dei mezzi necessari per il finanziamento degli investimenti all'interno degli Stati Uniti sono stati reperiti emettendo obbligazioni convertibili sui mercati europei, ove sono stati anche attinti i mezzi occorrenti alle affiliate estere, secondo le direttive impartite all'inizio del 1968 dalle autorità americane. Poiché i tassi interni di rendimento delle obbligazioni primarie avevano superato il 7 per cento, è stato possibile a quelle imprese soddisfare le occorrenze marginali sui mercati europei, offrendo di pagare il danaro a un prezzo superiore. Attraverso il mercato delle euro-obbligazioni, la tensione sui tassi a medio e a lungo termine si è comunicata all'Europa e da questa è rimbalzata nuovamente al di là dell'Atlantico.

Con l'attivazione delle linee di credito e con la richiesta di nuove facilitazioni, la pressione delle imprese americane nella ricerca di fondi si è diretta verso le grandi banche che operano sul mercato monetario. Queste ultime avrebbero potuto realizzare parte dei titoli in portafoglio per procurarsi le disponibilità necessarie a soddisfare la crescente domanda di credito del settore produttivo, ma ove ciò avessero fatto su vasta scala non solo avrebbero sofferto perdite in conto capitale a causa della flessione nei corsi, ma non avrebbero comunque evitato una riduzione nella propria quota di intermediazione. Quando la tendenza dei tassi è all'aumento, l'esistenza di un limite massimo alla remunerazione dei depositi non permette alle banche di trattenere quella parte di essi che è più sensibile al tasso di interesse.

È accaduto in questa come in precedenti fasi di restrizione monetaria che il mercato dei certificati di deposito si è contratto, sottraendo fondi alle grandi banche proprio mentre la domanda di prestiti era più forte. Nell'intento di arginare il deflusso

dei depositi di maggiori dimensioni si è sperimentata l'emissione di certificati di partecipazione, comprovanti che i clienti hanno finanziato direttamente le imprese; mentre tali certificati sotto l'aspetto formale non hanno natura di depositi, e quindi non sono sottoposti ai vincoli ad essi applicabili, sostanzialmente garantiscono ai loro portatori lo stesso grado di sicurezza e di liquidità offerto dalle disponibilità affidate alle banche.

Peraltro, dinanzi al persistere di perdite di depositi causate dall'aumento dei tassi le grandi banche americane hanno reagito spostando la concorrenza nell'acquisizione dei fondi fuori degli Stati Uniti, in quanto, al riparo dalle disposizioni della Riserva Federale, ciascuna azienda poteva non solo difendere ma anche accrescere la propria quota di intermediazione mediante l'offerta di interessi più alti. Ciò spiega perché le maggiori spinte all'aumento dei saggi di interesse sull'euromercato siano attribuibili al comportamento delle grandi banche americane aventi filiali a Londra; queste ultime hanno trasferito alle rispettive case madri negli Stati Uniti disponibilità per 2,7 miliardi di dollari nel 1968 e per lo stesso importo nei primi tre mesi del 1969. I tassi da esse pagati hanno anche superato l'8 per cento, con un maggior costo rispetto alla provvista in patria compreso tra 1 e 1,5 punti soltanto.

La dimensione delle passività a breve termine degli Stati Uniti in dollari verso non residenti, ivi comprese quelle che costituiscono il mercato dell'eurodollaro, varia in funzione del saldo della loro bilancia dei pagamenti in termini di liquidità e delle operazioni delle banche centrali con la Tesoreria degli Stati Uniti e con la Riserva Federale. L'azione delle banche commerciali è invece senza conseguenze per il volume totale di dollari disponibili, ma non è indifferente per la distribuzione degli stessi fra le singole banche e fra le varie forme di impiego. Il risucchio di eurodollari da utilizzare negli Stati Uniti ha come prima conseguenza il trasferimento di depositi di non residenti dalle banche americane senza filiali estere a quelle con diramazioni a Londra. La disposizione delle banche americane a pagare più alti tassi di interesse induce le banche commerciali dei paesi nei quali la liquidità in moneta nazionale è elevata a trasformarne quote sempre maggiori in valuta da depositare presso le prime; l'effetto è un trasferimento di dollari dai conti delle banche centrali a quelli delle banche commerciali, dagli investimenti in titoli del governo americano ai depositi bancari. In

ultima istanza può accadere che le banche centrali siano costrette a integrare le proprie disponibilità liquide accendendo operazioni di riporto con il Sistema della Riserva Federale.

In seguito all'attrazione di eurodollari negli Stati Uniti, la dimensione lorda dell'euromercato si riduce perché viene accorciata la catena dei passaggi intermedi di fondi tra banche non americane. La sua stessa dimensione netta si contrae quando residenti negli Stati Uniti ritirino le disponibilità che avevano depositato presso banche europee, per impiegarle nel proprio paese. Nella misura in cui ciò avvenga, la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti migliora e la competizione sul mercato dell'eurodollaro si inasprisce.

L'aumento dei tassi su questo mercato ha propagato i suoi effetti all'interno dei singoli mercati europei. Le banche che hanno subito prelievi da parte dei clienti desiderosi di incanalare le proprie disponibilità liquide verso il mercato dell'eurodollaro o verso gli Stati Uniti hanno innalzato i tassi di interesse sui depositi. Ciò è avvenuto in particolar modo in Olanda e in Belgio, ossia in paesi nei quali più intenso è l'incrocio dei flussi internazionali di fondi. Poiché le banche con posizione verso l'estero pareggiata o deficitaria hanno dovuto fronteggiare l'eccesso dei rimborsi sui versamenti attingendo alle disponibilità dei rispettivi istituti di emissione, la conseguenza è stata che alcuni tra questi hanno creduto necessario alzare il saggio dello sconto. Altri, come il nostro, hanno ordinato il pareggio della posizione eccedentaria sull'estero delle banche.

Nell'intento di attenuare l'asprezza della concorrenza tra banche americane sul mercato dell'eurodollaro e quindi le ripercussioni sui singoli mercati monetari dell'Europa, è stato suggerito alla Riserva Federale di estendere ai fondi pervenuti da filiali straniere le disposizioni applicabili ai depositi, quali il limite massimo al tasso di interesse e l'obbligo della riserva.

Ma l'introduzione di una modesta aliquota di riserva produrrebbe, con ogni probabilità, l'effetto contrario a quello desiderato: poiché le grandi banche subiscono in maggior misura l'attrito della politica di restrizione creditizia, la necessità di procurarsi fondi addizionali manterrebbe pressoché intatto in esse lo stimolo a ricercarli sul mercato dell'eurodollaro. La conseguenza sarebbe analoga a quella di una riduzione

nella dimensione di quest'ultimo: i tassi di interesse tenderebbero ad aumentare ulteriormente. Pertanto, restrizioni creditizie nei confronti delle banche americane finirebbero con l'investire sia gli operatori che risiedono negli Stati Uniti, sia quelli che ne sono al di fuori.

Se poi si facesse ricorso all'imposizione del tasso di interesse massimo oppure all'applicazione di un'aliquota di riserva molto elevata o, addirittura, del cento per cento, i provvedimenti potrebbero essere elusi dalle banche americane ad esempio attraverso l'estensione dei certificati di partecipazione dall'interno all'estero. Il mercato dell'eurodollaro, quindi, si dimostrerebbe ancora una volta veicolo di tensioni monetarie.

Conviene dunque chiedersi in quale direzione i tassi americani moveranno nel futuro prossimo. Le condizioni di inflazione in cui si trova l'economia e il persistere di una forte domanda di credito hanno indotto il Sistema della Riserva Federale ad aumentare i coefficienti di riserva e ad innalzare il saggio di sconto, portandolo al livello record del 6 per cento. L'opinione prevalente è che i saggi di interesse si manterranno molto elevati, anche se non si esclude la eventualità di una attenuazione nel secondo semestre dell'anno. A questo risultato dovrebbe contribuire l'avanzo del Tesoro previsto in base all'ipotesi che vengano approvati i provvedimenti fiscali proposti dal governo americano.

In queste condizioni si è posto e si pone il problema se sia possibile a paesi come la Germania e l'Italia, le cui autorità hanno condotto una politica di stabilità del costo del danaro a prezzo di esportazioni di capitali, continuare a difendere l'attuale struttura dei tassi. Noi crediamo che non sia accettabile per lungo tempo un tipo di equilibrio nei nostri conti con l'estero che fa dell'Italia uno dei principali fornitori di risorse al resto del mondo. D'altro canto, in regime di cambi fissi e di relativamente ampia libertà nel movimento dei capitali, è difficile opporsi alla tendenza verso l'avvicinamento internazionale dei tassi di interesse. La risposta, quindi, sembra doversi ricercare in un rafforzamento della collaborazione internazionale e in un coordinamento degli obiettivi. In assenza di una armonizzazione, la rincorsa dei tassi di interesse verso livelli sempre più alti diventa una dura necessità i cui effetti non sono, forse, meno rovinosi di quelli derivanti da una guerra dei cambi.

IL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE E L'INTEGRAZIONE ECONOMICA

Alle tensioni esercitate dall'attrazione di fondi da parte americana, se ne sono aggiunte nel 1968 altre endogene all'Europa. I trasferimenti di capitali a breve termine sono stati esaltati da timori di variazioni di parità monetarie e di inconvertibilità di questa o quella moneta. Poiché la fiducia è tanto maggiore quanto più ampie sono le riserve valutarie di un paese, vi sono stati momenti nei quali i capitali si sono diretti verso i paesi che possedevano maggiori riserve. Essendo il deficit della bilancia dei pagamenti divenuto una funzione inversa delle disponibilità ufficiali, le banche centrali con scarsa liquidità sull'estero hanno cercato di proteggersi trasportando in alto i tassi di interesse, ma spesso la loro azione di difesa è stata frustrata dalla violenza delle ondate speculative.

La constatazione dell'ampiezza assunta dai trasferimenti di fondi da una piazza all'altra per effetto di timori di carattere politico e quella che le riserve di qualsiasi paese sono insufficienti quando simili trasferimenti avvengano, costituiscono il motivo fondamentale del nostro suggerimento di rimettere in circolo capitali a breve termine vaganti sotto l'impulso di fattori speculativi, contribuendo così alla ricostituzione delle riserve depauperate da quei movimenti. Quest'idea da noi avanzata nel corso della conferenza del Gruppo dei Dieci a Bonn, nel novembre 1968, fu suscitata dalla preoccupazione che avrebbero pur potuto ripetersi crisi subitane come quella che aveva causato l'improvvisa convocazione della riunione; in questo caso sarebbe stato preferibile apprestare tempestivamente meccanismi per il ritrasferimento dei fondi. Desideriamo reiterare che eventuali accordi sulla rimessa in circolo dei fondi contribuiscono solo ad attenuare le conseguenze derivanti da trasferimenti di capitali indotti dalle aspettative di variazioni di parità monetarie; essi non riducono l'urgenza di decisioni che rimuovano le cause stesse delle attese. Autorevoli interventi hanno dato luogo ad una migliore formulazione della proposta, suscettibile anche essa di ulteriori affinamenti, ma dispute definitive hanno impedito sino ad oggi che una soluzione fosse concordata.

Si è giunti così alla crisi della seconda settimana di maggio; il mercato dell'eurodollaro è stato sottoposto ad urti violenti e le banche centrali del Regno Unito, della Francia, del Belgio e dell'Olanda sono intervenute sul mercato con imponenti cessioni di dollari, trasferiti a miliardi nei conti della Bundesbank. Il sistema di aiuti reciproci ha alleviato le perdite di riserve sofferte dai paesi in maggiori difficoltà; noi ci siamo associati a questa azione in conformità delle intese raggiunte a Bonn, pur avendo subito perdite di riserve.

La corsa affannosa all'accensione di debiti nelle valute più esposte ad assalti speculativi ha provocato rialzi spettacolari nei tassi di interesse: in alcune giornate fino al 39 per cento in ragione d'anno. Il premio della lira a termine per operazioni ad un mese sul dollaro ha toccato il 6,72 per cento in chiusura di settimana, e ciò sia perché le banche italiane, per acquistare marchi, compravano copiosamente dollari a pronti rivendendoli a termine contro lire, sia perché taluni credevano che anche la nostra moneta sarebbe stata rivalutata.

A questo proposito, se si volesse procedere a un generale riallineamento delle parità, l'atteggiamento dell'Italia non potrebbe essere diverso da quello esposto in più di una occasione dal Ministro del Tesoro. Condizione del mantenimento di un alto saggio di sviluppo all'interno del nostro Paese è un aumento degli scambi internazionali, in entrambe le sue componenti, più che proporzionale rispetto a quello del reddito. Poiché il livello pro capite di quest'ultimo è più basso in Italia che nella maggior parte dei paesi industriali dell'Occidente, la riduzione del divario presuppone che il nostro interscambio aumenti più del loro. Ne segue che da parte italiana non potrebbe essere accolta alcuna soluzione che provocasse la conseguenza di menomare la nostra capacità competitiva nei mercati internazionali.

Qualora le esportazioni di capitali e i trasferimenti unilaterali dagli Stati Uniti seguitassero a superare largamente il saldo attivo degli scambi di merci e servizi, compresi i redditi dall'estero, converrebbe concordare attraverso intese multilaterali i modi più opportuni del finanziamento del deficit. Ove il regolamento avvenisse mediante aumento delle passività a breve termine verso il resto del mondo, poiché queste ultime concorrono a costituire la liquidità internazionale, esso provocherebbe un aumento della liquidità medesima di ammontare eccessivo; se avvenisse mediante

importazioni di capitali a lungo termine, produrrebbe effetti pregiudizievoli per i mercati finanziari. In entrambi i casi l'equilibrio del sistema esigerebbe che altri paesi esportassero risorse reali di importo assai consistente. Comunque, qualora il disavanzo americano dovesse persistere, sarebbe preferibile che il finanziamento di una parte di esso avvenisse mediante l'intervento del Fondo monetario internazionale, mediante crediti a breve termine, o, in ambedue le forme.

In definitiva, il corretto funzionamento del sistema monetario internazionale richiede l'assestamento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e del Regno Unito. Questo processo presuppone, affinché si compia senza pericolose involuzioni deflazionistiche, l'attivazione immediata dei diritti speciali di prelievo. Sarebbe auspicabile che i principali paesi industriali, in collaborazione gli uni con gli altri, concorressero in una decisione al riguardo entro quest'anno per un importo che tenga conto non soltanto dell'impoverimento delle scorte di oro monetario del mondo libero, ma anche della necessità di compensare la distruzione di liquidità conseguente al processo di aggiustamento dei maggiori paesi industriali, oltreché di quella di sostituire gradualmente il dollaro nelle sue funzioni di componente delle riserve ufficiali dei paesi industriali.

Un ulteriore perfezionamento del sistema potrebbe consistere nella introduzione delle parità mobili, di cui abbiamo innanzi detto. Non si dovrebbe nemmeno escludere una maggiore flessibilità dei cambi fra le due grandi aree monetarie Stati Uniti ed Europa, la quale troverebbe la propria giustificazione nel fatto che l'incidenza della componente estera sul reddito della zona al di qua dell'Atlantico diventerebbe, se non così esigua come quella degli Stati Uniti, sufficientemente piccola perché fossero ridotti al minimo gli inconvenienti del sistema. In assenza di una soluzione concordata, un sistema di cambi flessibili fra il dollaro degli Stati Uniti e le monete del resto del mondo potrebbe discendere da una decisione unilaterale: ciò rappresenterebbe un arresto del processo di cooperazione dal quale lo sviluppo economico nel mondo occidentale ha tratto grande beneficio e il ritorno a politiche isolazionistiche gravide di non prevedibili conseguenze.

In Europa, un sistema siffatto, se non fosse preceduto da intese in virtù delle quali fosse effettivamente accresciuto il grado di coordinamento fra le economie dei

paesi della Comunità economica europea, potrebbe produrre la disintegrazione di quest'ultima. Diverrebbe inoltre inderogabile la ricerca di soluzioni atte a rendere possibile l'inclusione del Regno Unito nella Comunità; se questa non avvenisse, l'effetto sarebbe di sospingere quel paese verso un'area americana, anche nel caso in cui questa non fosse considerata l'alternativa preferibile.

L'esposizione sin qui svolta sui problemi odierni del sistema monetario internazionale non può omettere, a nostro avviso, di prendere atto di un atteggiamento mentale che va oltre le discussioni di carattere tecnico e investe la validità dell'economia aperta che il sistema stesso ha contribuito a realizzare e ad affermare.

Poiché l'alto grado di integrazione delle economie può provocare, e di fatto ha provocato negli ultimi anni, tensioni e squilibri, accade di constatare che al dinamismo vitale, anche se talvolta incomodo, che questa integrazione comporta venga contrapposta la stabilità apparente di economie tuttora largamente costrette nell'ambito del mercato nazionale e legate con l'esterno mediante accordi di un tipo abbandonato dall'Occidente oltre venti anni or sono. È ben vero che economie legate le une alle altre dal baratto non conoscono crisi monetarie. Ma, poiché esse necessariamente comprimono l'area delle libere opzioni dei cittadini, ne conoscono di più laceranti, essendo esposte alle pressioni e ai sommovimenti attraverso i quali gli individui cercano di conquistare più ampi margini di autonomia per le loro scelte.

Esiste una relazione evidente tra struttura produttiva interna, regime degli scambi internazionali e modi del loro regolamento. In sistemi ordinati secondo un modello burocratico, dove l'iniziativa è spenta dalla insufficienza degli incentivi e dall'intralcio dei controlli, diviene inevitabile sacrificare la libertà dei traffici e dei pagamenti per gli accordi bilaterali e i clearings.

Del resto, appare anacronistico che i valori di una più aperta interdipendenza dei mercati siano talvolta rimessi in discussione proprio in una fase storica nella quale le economie dirette dal centro si rendono conto delle forme di arretratezza e di inefficienza connesse, tra l'altro, con il fatto che esse sono poste al riparo dalla pressione competitiva esterna. Per superare le constatate carenze vanno compendosi importanti sforzi di adattamento dell'ordinamento interno, i quali incontrano grave ostacolo nella

manca di dirigenti capaci di interpretare i comportamenti del mercato e di prendere con tempestività le decisioni conseguenti.

Si tratta di esperienze significative anche per un Paese come il nostro, ad economia mista, ove l'iniziativa pubblica si associa ad un alacre spirito imprenditoriale privato. Esse confermano infatti la necessità di preservare un mercato di concorrenza operante, idoneo cioè ad effettuare il collaudo delle capacità individuali, l'accertamento dell'economicità dei risultati produttivi, l'eliminazione delle inefficienze. Ma è altrettanto essenziale la salvaguardia del cammino compiuto ai fini della integrazione internazionale dei mercati. Poiché l'ambiente economico è spesso condizionato da grandi concentrazioni produttive, private e pubbliche, dall'estensione a volte eccessiva delle attività terziarie, dalla tendenza della disoccupazione nascosta ad annidarsi nelle attività amministrative, gli effetti stimolatori del mercato dipendono in larga parte dal suo deciso inserimento nell'economia mondiale. Questo legame non va quindi considerato esclusivamente in relazione ai vantaggi assicurati dalla specializzazione o al sostegno che la domanda estera dà all'andamento produttivo interno, ma anche in funzione dell'erosione che un attivo interscambio col resto del mondo esercita direttamente e indirettamente sulle posizioni di privilegio, come su quelle di inefficienza.

L'impegno di eliminare gli sperperi derivanti non soltanto da un impiego distorto delle risorse, ma anche dal mancato raggiungimento di realizzabili traguardi produttivi trascende le distinzioni abituali tra settore pubblico e settore privato; investe al tempo stesso sia il funzionamento dell'apparato statale, di tipo amministrativo o imprenditoriale, sia l'operare del sistema economico globalmente considerato. D'altra parte, questo intento, al pari di quello di cogliere esigenze fondamentali per l'avanzamento sociale di un paese che il meccanismo di mercato non è idoneo a rilevare, esprime il significato essenziale di una programmazione che, alla coerente scelta degli obiettivi, accompagni una realistica valutazione delle condizioni del Paese e degli strumenti operativi di cui esso può avvalersi.

La coesistenza che imprese pubbliche e private hanno raggiunto nel nostro Paese si è associata a un progresso della nostra economia che le ha consentito di collocarsi tra quelle industrialmente più avanzate e di affrontare con successo il confronto severo

della concorrenza internazionale. La trasformazione stessa del Paese ha posto, tuttavia, nuovi problemi che interessano ad un tempo il suo progresso civile e il pieno sviluppo delle sue capacità produttive. Poiché la realtà economica è mutevole, non dovrebbe sorprendere se varia la forma di convivenza tra l'iniziativa pubblica e quella privata: da antagonistica a cooperante e viceversa. Ma rimane comunque essenziale che entrambe accettino la sfida della pressione competitiva esterna, tenendo conto delle indicazioni e delle scelte prioritarie del Piano, e nello stesso tempo traendo dal meccanismo di mercato le indicazioni che questo è specificamente idoneo a fornire come centro di convergenza e di confronto di molteplici decisioni autonome e decentrate. In questo quadro istituzionale, alla scelta nella direzione di una economia aperta, che il nostro Paese ha consapevolmente compiuto, si riconnettono problemi non lievi nella sfera dei mercati finanziari e del sistema bancario: ai loro aspetti recenti volgeremo ora il nostro esame.

L'ESPORTAZIONE DI CAPITALI ITALIANI, LA FUNZIONALITÀ DEL MERCATO FINANZIARIO E DELLE AZIENDE DI CREDITO

In un anno in cui i tassi di interesse, sia a breve sia a lungo termine, hanno raggiunto all'estero altezze certamente ignote alla storia recente, era inevitabile che gli effetti di attrazione si facessero sentire con maggior forza su un sistema, come il nostro, che a un più basso livello dei saggi accoppia una scarsa varietà negli strumenti di credito e una sostanziale inferiorità di alcuni di essi nei confronti dei corrispondenti titoli esteri. L'ampiezza assunta dall'esportazione di capitali e le dispute sorte intorno ad essa ci inducono a dedicarle parte di questa esposizione, prendendo le mosse dall'andamento dei nostri conti col resto del mondo nel medio periodo.

Nel quinquennio 1964-1968 la bilancia dei pagamenti dell'Italia è stata caratterizzata dalla presenza di saldi attivi nelle partite correnti derivanti, in larga misura, dall'incremento delle esportazioni ad un saggio più elevato di quello delle importazioni; nell'intervallo considerato le prime sono aumentate del 16,5 per cento in ragione d'anno, le seconde dell'8,6. L'avanzo di 9.200 milioni di dollari nelle partite correnti è stato assorbito dai movimenti di capitali per 4.400 milioni. Il finanziamento

delle esportazioni a pagamento differito e i crediti concessi ai paesi in corso di sviluppo hanno contribuito al deflusso di fondi nella misura di 2.300 milioni. Gli investimenti diretti dell'Italia all'estero e dell'estero in Italia hanno presentato un saldo attivo di 1.200 milioni: circa il 60 per cento dei capitali stranieri investiti in Italia corrisponde all'assunzione di partecipazioni in imprese italiane, mentre appena il 12 per cento dei capitali italiani emigrati all'estero rappresenta partecipazioni in imprese. Il rimanente deflusso di capitali è stato di 3.300 milioni, di cui circa i due terzi sotto forma di utilizzo di banconote per impieghi all'estero. Al netto di partite minori, la bilancia dei pagamenti globale ha presentato un saldo attivo di 4.000 milioni di dollari, di cui una metà circa è affluita alle aziende di credito, la posizione delle quali verso l'estero da passiva per 1.254 milioni è divenuta attiva per 723 milioni; l'altra metà è stata acquisita dall'Ufficio italiano dei cambi e dalla Banca d'Italia.

Nella precedente Relazione, avendo individuato nel comportamento del settore pubblico nel 1967 una causa di contenimento della domanda interna, concludemmo che una politica espansiva nel 1968 si giustificava anche in ragione dell'adeguato livello di riserve che era stato raggiunto e dell'esistenza di un cospicuo saldo attivo nelle partite correnti. Nello stesso tempo non potemmo esimerci dal far richiamo ancora una volta agli svantaggi, da un lato, di una eccessiva dilatazione degli stanziamenti di spesa e, dall'altro, del fatto che essi non fossero seguiti da un andamento delle erogazioni di cassa appropriato alla fase ciclica. Nel mese di luglio il governo annunciò un complesso di provvedimenti che si proponevano non solo di suscitare un accrescimento del reddito ad un saggio più elevato, ma anche di promuoverne una diversa destinazione tra impieghi interni ed esterni. Poiché all'aumento della produzione avrebbe dovuto accompagnarsi uno sviluppo ancor più rapido della domanda interna e quindi una dilatazione delle importazioni maggiore di quella delle esportazioni, l'effetto ultimo sarebbe stata la contrazione del saldo attivo nelle partite correnti. Le previsioni per il 1969, formulate poco dopo che erano stati presi quei provvedimenti, indicavano che le vendite all'estero di merci e servizi sarebbero aumentate del 7,2 per cento, mentre gli acquisti sarebbero saliti del 15,3; una favorevole bilancia dei pagamenti si sarebbe potuta conservare sempreché l'esportazione di capitali si fosse mantenuta al di sotto dei 1.600 milioni di dollari, essendo questo l'ordine di grandezza del presumibile avanzo nelle partite correnti.

In occasione della Giornata del Risparmio sottolineammo che il conseguimento degli obiettivi suddetti non avrebbe provocato tensioni nei conti con l'estero, purché si fossero eliminate le cause che stimolano la fuoriuscita dei capitali, quali i disincentivi fiscali e la carenza di strumenti finanziari. L'introduzione nella legislazione italiana delle azioni di risparmio e dei fondi comuni di investimento, nonché l'applicazione alle une e agli altri di un regime tributario analogo a quelli vigenti nei mercati con i quali il nostro ha più diretti contatti, ci parvero, e ancor ci sembrano, costituire condizione necessaria affinché si riduca il deflusso verso l'estero del risparmio interno.

È ben noto che questa condizione non è stata sinora soddisfatta. I disincentivi fiscali esistenti nei confronti dei capitali di rischio hanno peggiorato la funzionalità del mercato dei capitali, accresciuto il ricorso all'indebitamento da parte delle imprese e provocato distorsioni nella loro struttura patrimoniale, probabilmente agendo in senso limitativo sul volume e sulla qualità degli investimenti produttivi. In pari tempo, col crescere del numero delle famiglie munite di redditi monetari destinabili in parte all'acquisto di titoli si è accentuata la dissociazione tra la formazione del risparmio e il suo investimento.

Le nostre indagini hanno consentito di individuare l'ampiezza delle trasformazioni arretrate dal progresso economico nella dimensione dei patrimoni familiari e nella diversificazione delle forme del loro impiego. L'acquisizione da parte del pubblico di attività finanziarie (biglietti, depositi e titoli) dipende fondamentalmente, oltre che dal volume e dalla composizione della ricchezza finanziaria, dall'andamento del reddito, dei prezzi e dei tassi d'interesse. Essa è anche fortemente influenzata dalle possibilità di scelta fra tipi di attività con differenti caratteristiche e dalle possibilità di guadagni e perdite in conto capitale ad esse connesse; quando il mercato nazionale non sia in grado di offrire titoli a reddito variabile atti a soddisfare le preferenze dei risparmiatori, è inevitabile che in regime di economie aperte essi siano acquistati all'estero.

I tempi per l'attuazione della riforma tributaria, di quella delle società per azioni e per la istituzione di fondi comuni italiani si sono manifestati di una lunghezza inattesa e pregiudizievole. Frattanto, organizzazioni sempre più agguerrite offrivano a risparmiatori medi e piccoli, anche nelle nostre regioni economicamente meno evolute,

forme di investimento della ricchezza mobiliare più gradite o, comunque, rese più attraenti da una propaganda al tempo stesso massiccia e capillare. Il passaggio a queste forme di impiego della ricchezza da quelle tradizionali è avvenuto in assenza di quelle misure disciplinatrici che erano state proposte dal Governo al Parlamento sin dal settembre 1964.

Gli interessi del Paese richiedono, invero, la sollecita approvazione non solo della disciplina civilistica e fiscale dei fondi comuni italiani, ma anche delle norme riformatrici dell'ordinamento societario. Il successo dei fondi comuni dipenderà in larga misura dal regime fiscale che ad essi e ai portatori di parti verrà riservato; a questo proposito, vorremmo reiterare il nostro convincimento che i redditi tassabili del fondo non dovrebbero comprendere le plusvalenze di borsa né i proventi derivanti dalla vendita dei diritti di opzione e che al singolo portatore dovrebbe essere lasciata la scelta tra il pagare un'imposta cedolare secca e il farsi riconoscere dagli uffici fiscali, fruendo in questo caso di un credito di imposta in sede di accertamento del tributo personale.

Affinché i fondi comuni possano svolgere durevolmente la loro utile funzione a favore del mercato interno, è necessario non solo che sia assicurata una più ampia possibilità di scelta dei titoli nazionali da acquistare, ma anche che le imprese societarie siano disposte a finanziarsi emettendo azioni. Ad entrambi i fini può essere di aiuto un'accorta politica fiscale che conceda facilitazioni a quelle aziende le quali chiedono la quotazione in borsa e alleggerisca i pesanti oneri che colpiscono i capitali di rischio. Inoltre, la disposizione dei fondi comuni a immettere nei propri portafogli titoli italiani sarà stimolata da una riforma delle società per azioni che ne accresca gli obblighi di informazione e disciplini meglio i poteri degli organi di controllo.

Nelle grandi società la serie continua di assemblee disertate dagli azionisti e affidate al giuoco delle concentrazioni di deleghe è interrotta soltanto da episodi sporadici dovuti a sollecitazioni essenzialmente emotive e alla mancanza di una sufficiente informazione. Le operazioni mediante le quali si modifica la composizione dei gruppi di comando avvengono nell'assenza di discipline idonee a garantirne la pubblicità; il che rende insicure le politiche di gestione e in ultima istanza le prospettive degli investitori. L'imperfetta disciplina delle scritture sociali consente,

nell'insufficiente ambito della regolamentazione in vigore, l'abuso delle partecipazioni incrociate, che altera in modo innaturale l'equilibrio dei gruppi.

Il mantenere immobili gli ordinamenti concernenti il mercato finanziario, nonostante i profondi mutamenti avvenuti nella nostra economia, ha accresciuto l'impegno delle istituzioni creditizie nel ricercare adattamenti idonei a supplire alle carenze della legislazione. Così, ad esempio, l'ampiezza assunta dalle contrattazioni in cambi esteri richiede l'organizzazione di un efficiente mercato della lira a termine; ma, in presenza di una elevata imposizione tributaria sui contratti di riporto, quel mercato è stato creato domiciliando all'estero le contrattazioni, senza introito per il fisco italiano e con guadagno per le banche straniere.

Nell'attesa di una disciplina che autorizzi anche in Italia la costituzione di fondi comuni e in presenza di un crescente sforzo di penetrazione da parte dei collocatori di titoli esteri, abbiamo ritenuto opportuno consentire alle banche italiane di inserirsi nel mercato, partecipando non solo ai consorzi di emissione, ma anche all'amministrazione di fondi comuni esteri e al collocamento di loro parti presso risparmiatori italiani e stranieri. In questo modo la destinazione dei capitali nazionali, sia pure entro determinati limiti, viene decisa con l'intervento di banche italiane. Aggiungasi che la presenza di queste ultime nell'amministrazione dei fondi comuni può agevolare, come in linea di fatto è avvenuto, l'investimento in azioni di società italiane. Infine, il collocamento attraverso le nostre aziende di credito avviene nell'osservanza delle norme vigenti nel nostro Paese; i titoli esteri, infatti, vengono immessi nei depositi in conformità di esse. Occorre, però, avvertire che si tratta più spesso di parti di fondi ad accumulazione, che cioè non distribuiscono dividendi.

Il volume delle euroemissioni intermediato dalle banche italiane nel 1968 ha raggiunto i 271 milioni di dollari, contro 221 nell'anno precedente; per 176 milioni il collocamento è avvenuto presso residenti e per 79 presso non residenti, mentre il modesto residuo è andato ad aumentare i portafogli bancari. Tuttavia, a causa della notevolissima espansione delle euroemissioni nell'anno in esame, la quota delle aziende di credito italiane è scesa dal 9,5 al 6,6 per cento. Nel 1968 le nostre banche hanno venduto in Italia parti di fondi comuni per alcune decine di milioni di dollari.

Le risultanze della bilancia valutaria nei primi quattro mesi dell'anno in corso hanno dimostrato che i motivi della nostra apprensione non erano immaginari. Sebbene l'apporto delle partite correnti si sia rivelato superiore alle attese, in quanto, pur perdurando la ripresa delle importazioni, il tasso di sviluppo delle esportazioni si mantiene molto elevato, la fuoriuscita di capitali è stata di tali dimensioni da indurci ad una sostanziale revisione delle previsioni circa l'andamento dei nostri conti con l'estero per l'intero 1969. Infatti, nel periodo gennaio-aprile il deflusso netto di capitali è stato, secondo dati ancora provvisori, dell'ordine di un miliardo di dollari, all'incirca doppio di quello degli stessi mesi del 1968; non è inverosimile che, in assenza degli auspicati provvedimenti, nell'intero anno 1969 i movimenti di capitali possano presentare un saldo passivo di circa 2 miliardi di dollari.

Date le nuove prospettive, è parso opportuno prendere alcuni provvedimenti allo scopo, da un lato, di ridurre, per quanto è a noi possibile, l'incentivo ad esportare capitali e, dall'altro, di difendere le nostre riserve ufficiali. Rientra nel primo tipo di interventi l'aver fatto salire il cambio della lira col dollaro verso il limite superiore; il maggior costo della valuta da impiegare all'estero, aumentando il rischio di perdita nel momento della riconversione in lire, tende a scoraggiare il deflusso di fondi a breve a iniziativa di operatori sensibili al tasso di interesse. Sebbene le cifre citate dimostrino ad evidenza che l'azione delle banche nella esportazione di capitali è stata piuttosto modesta rispetto alle dimensioni del fenomeno, abbiamo ritenuto congruente, nella nuova situazione, sostituire l'autorizzazione caso per caso a quella automatica, ma limitata nel suo ammontare massimo, di cui godevano le banche per la partecipazione a consorzi internazionali per il collocamento e la garanzia dei titoli esteri. Infine, è stato disposto dalle competenti autorità valutarie che la vendita delle parti di fondi comuni di qualsiasi tipo e da chiunque effettuata sia subordinata ad un permesso e che questo venga concesso e conservato soltanto ai fondi, o loro sezioni, il cui portafoglio sia costituito almeno per la metà da titoli italiani; ciò è valso a dar vita, con provvedimenti amministrativi, a fondi che sono italiani nella realtà economica, anche se non nella forma giuridica. Ma rimane immutata l'urgenza per una sollecita approvazione legislativa ed un equo trattamento fiscale che permettano la costituzione di questi intermediari anche nel nostro Paese.

Nella supposizione che nell'annata in corso i nostri conti con l'estero possano chiudersi in disavanzo, abbiamo impartito alle banche nel marzo scorso la direttiva di cedere all'Ufficio italiano dei cambi entro la fine del prossimo giugno la posizione netta che esse vantano sull'estero: già nel corso dell'aprile e della prima metà di maggio il credito netto delle banche si è ridotto da 748 a 515 milioni di dollari. Il ricorso ad uno strumento che ci è stato di grande aiuto nel controllo della congiuntura monetaria negli anni sessanta non è esente da costi per il sistema bancario, il quale, fra l'altro, viene privato dei maggiori redditi conseguenti ai più elevati tassi di interesse correnti all'estero. Il pregiudizio maggiore, però, deriva dalla separazione del nostro sistema bancario da quelli esteri; se questo effetto è relativamente modesto sul mercato dell'eurodollaro, dove le banche sono autorizzate a mantenere una posizione lorda purché bilanciata, esso è molto forte su quello delle nuove emissioni internazionali, tanto da mettere in pericolo le posizioni faticosamente costruite col paziente lavoro di anni. Consapevoli di ciò, non escludiamo che quando i nostri timori sull'andamento della bilancia dei pagamenti non dovessero avverarsi e quando le condizioni istituzionali del nostro mercato dei capitali fossero adeguatamente migliorate, si possa ritornare per le banche ad un regime di maggiore libertà operativa sui mercati stranieri.

Il ricorso ai provvedimenti di regolazione della posizione sull'estero conferma, se mai ve ne fosse bisogno, che l'efficacia degli interventi decisi dalle autorità monetarie e valutarie dipende dalla reattività del sistema bancario. Resta nostra preoccupazione, pertanto, conservare alle aziende di credito quelle caratteristiche di elasticità che permettono ad esse di adeguarsi con tempestività, con il minor costo possibile, agli impulsi trasmessi dalla banca centrale. Non sembrano compatibili con questo intendimento rinnovate proposte per la reintroduzione in Italia della banca mista: la presenza di rilevanti pacchetti azionari negli attivi delle banche accrescerebbe in essi gli elementi di rigidità, cosicché la politica monetaria, per continuare ad essere efficace, imporrebbe l'impiego o di nuovi strumenti o di quelli attuali con intensità grandemente accresciuta. Oltre che meno efficace, la politica monetaria diverrebbe anche più esitante nel decidere gli interventi; la maggiore variabilità del valore degli attivi, derivante a sua volta dagli andamenti di borsa, porrebbe ulteriori vincoli al governo della liquidità del sistema e delle singole aziende. La dipendenza delle istituzioni bancarie dal credito diretto della banca centrale è in Italia tra le condizioni che agevolano, specie nei casi di

urgenza, una politica monetaria di natura quantitativa, il cui indebolimento non è auspicabile.

All'intervento bancario diretto nell'industria ostano non soltanto ragioni di politica monetaria, bensì anche motivi di politica finanziaria in generale e creditizia in particolare. A favore dell'istituzione della banca mista si adducono la constatazione del graduale declino dell'investimento privato in azioni e l'intendimento di compensare la conseguente contrazione dell'offerta di risparmio alle imprese con una componente nuova di carattere istituzionale. Sembra, invero, contraddittorio il voler porre riparo alla scarsità di intermediari finanziari dalla quale sono afflitti i nostri mercati, non già creando le basi perché questi possano sorgere e prosperare, bensì affidando nuove funzioni a istituzioni già esistenti, impegnate in molteplici e non facili compiti, e condizionate nel loro agire dalla struttura della raccolta; non ne seguirebbe affatto un arricchimento del mercato finanziario.

Ma indipendentemente dalle conseguenze che ciò tenderebbe a produrre nel nostro come in altri sistemi economici, va osservato che il ritorno alla banca mista non potrebbe non ripercuotersi da noi a danno delle medie e piccole imprese industriali, che si alimentano fortemente al credito bancario non avendo, a differenza delle grandi unità produttive, accesso al mercato dei valori mobiliari. Sarebbe una marcia all'indietro rispetto a quanto si è fatto da trent'anni a questa parte; liberate dagli immobilizzi che ne avevano paralizzato l'azione, le grandi banche hanno infatti man mano esteso la loro cerchia di affari alle imprese di minori dimensioni. Ed è innegabile che i progressi di queste ultime sono stati direttamente stimolati dalla cospicua assistenza creditizia loro concessa.

Come abbiamo osservato altre volte, la capacità dell'impresa pubblica di attingere fondi al credito bancario supera quella dell'impresa privata, perché impropriamente si considera la prima immune dal pericolo dell'insolvenza: ma la diversa valutazione dei prenditori di credito non è legata al carattere pubblico o privato dell'ente erogatore; può senz'altro affermarsi che l'un tipo di azienda non meno dell'altro concorre al soddisfacimento delle esigenze finanziarie delle imprese private. Diverso potrebbe risultare il comportamento delle istituzioni creditizie quando si consentisse loro di acquistare la proprietà di azioni; ciò potrebbe indurre il settore

pubblico a finanziarsi con emissioni azionarie da collocare presso aziende di credito controllate direttamente o indirettamente dallo Stato. La situazione sarebbe ancora peggiore se queste ultime divenissero strumento di scalate in proprio o per conto di terzi. Sebbene mobile, la linea di demarcazione fra settore pubblico e privato non può divenire evanescente; ad essa è affidata la sopravvivenza dell'economia mista.

Infine, la nostra avversione al possesso azionario da parte delle aziende di credito trova radici anche in altre considerazioni. Nell'attuale fase della nostra finanza pubblica e privata, in cui già per altri motivi l'attività delle banche è sottoposta a distorsioni, la difesa dei depositanti esige che ci si tenga ancor più verso la stabilità dei valori sia nell'attivo sia nel passivo del bilancio. Infatti, il rapporto fra capitale azionario o fondo di dotazione e massa fiduciaria amministrata è da noi basso a causa dell'inflazione post-bellica; il processo di riadeguamento, nonostante le sollecitazioni delle autorità monetarie, è lento e incontra in taluni settori ostacoli istituzionali. Perciò non sarebbe giustificabile un indirizzo che consentisse alle banche di assumere per intero o per quote significative il capitale azionario di imprese industriali, soggetto ad oscillazioni di valore spesso cospicue e derivanti non solo dalla più o meno avveduta gestione delle imprese, ma anche da alternanze congiunturali, fattori speculativi e influssi esterni; esso aggraverebbe i rischi di perdite patrimoniali cui le aziende sono esposte per effetto della larga assistenza alle imprese più bisognose di credito.

È degna di menzione la circostanza che negli Stati Uniti un recente progetto di legge ammette l'estensione dell'attività delle banche in campi attualmente appena esplorati, ma continua ad escludere tassativamente che essa possa comprendere l'assunzione non solo dei rischi diretti dell'investimento in titoli azionari, ma anche di quelli indiretti attraverso partecipazioni in società finanziarie.

L'attuale fase evolutiva del sistema bancario americano può essere foriera di analoghe tendenze nelle economie occidentali ed è perciò meritevole di esame. In questo dopoguerra e soprattutto negli anni sessanta si è sviluppata negli Stati Uniti la concorrenza tra le banche e gli intermediari non bancari; il successo delle prime nel sottrarre fondi ai secondi ha comportato un aumento del costo medio della provvista bancaria, avendo la raccolta mediante depositi liberi ceduto il passo a quella attraverso conti vincolati sui quali è consentita la corresponsione di un interesse. Insieme con la

mutata attitudine alla concorrenza acquista sempre più spicco la trasformazione delle banche americane in «supermercati finanziari» che forniscono ai clienti i servizi più disparati: dall'amministrazione fiduciaria al «leasing», dalla contabilità aziendale ai calcoli elettronici, dai biglietti di viaggio alle polizze di assicurazione. Le autorità non sembrano opporsi all'ampliamento della gamma dei prodotti offerti dal sistema bancario, ma escludono che essa possa allargarsi sino alle operazioni proprie del mercato finanziario e delle istituzioni in questo operanti.

Le trasformazioni anzidette non hanno mancato di riflettersi sulla struttura giuridica delle imprese bancarie; anche a causa della peculiare legislazione in vigore negli Stati Uniti, alcune delle maggiori aziende creditizie hanno manifestato tendenza ad assumere la forma di società finanziarie per il coordinamento di imprese a ciascuna delle quali viene assegnata la gestione di uno dei servizi in cui l'attività bancaria si va diversificando. Se da parte delle autorità si vede con favore la formazione di gruppi omogenei di questo tipo, esplicita è la loro opposizione alla costituzione di conglomerati nei quali confluiscano, insieme a banche, imprese industriali, commerciali, assicurative; e questo atteggiamento affonda le radici nel timore che la contemporanea presenza, nel gruppo, di attività bancarie, produttive e distributive possa distorcere i flussi creditizi, orientando la concessione dei finanziamenti prevalentemente verso le unità che compongono il conglomerato.

Anche da noi si può affermare che si è sicuramente avuta una maggiore concorrenza sul mercato dei fondi; mentre negli Stati Uniti essa ha assunto l'aspetto di una lotta tra banche da una parte e intermediari non bancari dall'altra, in Italia per la scarsità di questi ultimi si è tradotta in una vivace competizione all'interno del settore bancario e conseguentemente nell'allentamento delle intese sui tassi; gli effetti della concorrenza si sono fatti sentire anche sulla struttura bancaria, imponendo in alcuni casi degli assorbimenti per evitare perdite ai depositanti, sollecitando in altri, ma molto debolmente, una autonoma tendenza alla concentrazione o al collegamento.

Inoltre, desideriamo sottolineare che la preoccupazione delle autorità monetarie concerne non soltanto la formazione dei legami che vanno dalle banche verso le imprese industriali ma anche di quelli che muovono dalle seconde verso le prime. La diffusa presenza di istituzioni con carattere pubblico nel nostro sistema può far sentir meno

l'urgenza del problema, ma non può annullarlo. Le disposizioni vigenti obbligano le aziende di credito a segnalare all'organo di vigilanza l'assunzione di una partecipazione bancaria o non bancaria e ad ottenerne l'autorizzazione per la propria fusione, ma non sottopongono ad alcuna forma di controllo l'acquisizione di una o più banche da parte di una persona, di una società o di un gruppo. I mutamenti nella composizione della proprietà di aziende di credito nel nostro Paese sono da noi seguiti con attenzione ed eventuali alterazioni degli equilibri esistenti non mancherebbero di dare luogo alla proposta di idonei provvedimenti.

Nonostante la maggiore concorrenza cui è stata esposta l'attività delle aziende di credito, di raccolta e di impiego, i risultati economici conseguiti dal sistema nel suo insieme non sono stati nel 1968 deludenti. Secondo le informazioni fornite dalle aziende di credito, il costo unitario della provvista ordinaria è salito dal 3,50 al 3,64 per cento, mentre il rendimento medio degli impieghi in lire sull'interno è rimasto sostanzialmente stabile intorno al 7,50 per cento. Il restringimento del margine tra i ricavi e i costi unitari delle operazioni indicate si è associato a un maggior volume di queste ultime. Nonostante l'aumento dei costi generali, gli utili netti di esercizio hanno segnato un sensibile incremento; vi hanno concorso in misura preponderante i ricavi derivanti dai servizi e dalle negoziazioni in cambi e in titoli esteri.

IL RAFFORZAMENTO DEGLI STRUMENTI MONETARI, LA CONDOTTA DELLA BANCA CENTRALE E L'ANDAMENTO DELL'ECONOMIA

Il mantenimento di un adeguato controllo da parte delle autorità richiede che al miglioramento delle strutture del mercato finanziario e di quello bancario corrisponda non solo l'affinamento degli strumenti di politica economica, ma anche un uso delle tecniche di regolazione più confacente alla natura e alle possibilità di ciascuna di esse nell'indirizzare e nel correggere l'andamento economico. La lezione che si trae dall'esperienza di paesi dove i provvedimenti antinflazionistici si sono imperniati prevalentemente sulla politica fiscale è che, col susseguirsi della loro applicazione, gli effetti di aggiustamento hanno avuto tendenza ad affievolirsi, mentre si attenuavano gli stimoli a operare e crescevano i costi dovuti alla distorsione provocata nell'apparato

produttivo. La pressione inflatoria, sopravvivendo ad una politica stabilizzatrice non adeguatamente articolata sulla strumentazione monetaria, causava ulteriori interventi frenanti con l'effetto ultimo di abbassare il reddito effettivo rispetto a quello potenziale.

Come reazione all'inadeguatezza dei rimedi fiscali, si è avuta una rivalutazione nella pubblica opinione, e talora anche negli ambienti ufficiali, della politica monetaria intesa in una delle sue forme più crude: si è riudita infatti l'affermazione che il controllo della quantità di moneta è il più efficace strumento che consenta di tenere a freno l'andamento dei prezzi, mantenendolo nei limiti compatibili con l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e con l'efficiente funzionamento di un'economia basata sul decentramento delle decisioni.

L'analisi teorica e le ricerche empiriche sembrano aver escluso sino ad oggi soltanto la validità delle impostazioni estreme: sia quella che fa della moneta l'unica variabile veramente importante nello strumentario della politica economica, sino a dedurre che la costanza del suo tasso di crescita equivalga a stabilità nello sviluppo dell'economia; sia quella che ne fa una variabile di scarso rilievo in quanto si presume che il corso dell'economia sia determinato dalle decisioni di spesa degli operatori, rese passivamente possibili dalla variazione della velocità di circolazione. Ma tra le due tesi estreme vi è posto per situazioni intermedie nelle quali l'azione della politica monetaria è condizionata dalla complessità delle relazioni economiche e dalla varietà degli assetti istituzionali.

Pertanto, se la scelta della variabile da controllare può essere oggetto di dibattito di tempo in tempo e da luogo a luogo, l'efficacia della politica monetaria non sembra possa essere revocata in dubbio, come è del pari evidente che essa debba coordinarsi con un sistema selettivo e flessibile di interventi a carattere fiscale. Nell'impiego dei vari strumenti non si possono disconoscere i costi economici e sociali derivanti dall'uso generalizzato della politica monetaria; ma, anche alla luce di recenti esperienze straniere, occorre d'altra parte essere consapevoli delle limitazioni e dei ritardi di una politica di aggiustamenti fiscali manovrata in vista di conciliare l'obiettivo dello sviluppo con la stabilità dei prezzi nel rispetto del vincolo dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Conviene inoltre ricordare che nel nostro Paese le condizioni per adattare sollecitamente la politica fiscale al divenire della congiuntura, non solo nella deliberazione ma soprattutto nell'esecuzione delle spese, non sono ancora realizzate. Lo stesso processo decisionale sembra essere più rapido allorché si tratti di imprimere all'economia una spinta espansiva, come dimostrano i provvedimenti deliberati nello scorso luglio, che nel caso in cui si debba operare una restrizione.

Anche nel 1968, infatti, è continuata la tendenza verso l'espansione dei bilanci di competenza e verso la formazione di maggiori disavanzi nel settore pubblico. Si sono così accumulate decisioni di spesa le quali, se realizzate integralmente, porterebbero tale settore ad acquisire una quota delle risorse finanziarie e reali difficilmente compatibile con la stabilità dei corsi sul mercato finanziario e dei prezzi su quello delle merci. L'insieme delle gestioni ha presentato un fabbisogno stimato in circa 3.400 miliardi, escludendo le spese per concessione di crediti; incluse queste ultime, l'importo sale a circa 4.350 miliardi. Il disavanzo derivante dalle operazioni di cassa è ammontato per l'intero settore a circa 1.450 miliardi nel 1968, contro 850 nel 1967; tenendo conto delle concessioni di credito, il deficit ascende rispettivamente a 2.400 e 1.300 miliardi circa.

Le differenze tra i fabbisogni registrati nelle due fasi contabili della competenza e della cassa si rispecchiano nel movimento dei residui, che è risultato di particolare rilievo per lo Stato e per gli enti locali. Escludendo le spese per estinzione di debiti, l'aumento del saldo passivo dei residui statali nel 1968 è valutabile in circa 1.000 miliardi, cifra che supera quella, già notevole, che si era avuta nel 1967. La maggior parte degli arretrati riguarda le spese in conto capitale, attraverso le quali si manifesta l'apporto diretto dello Stato all'accrescimento del potenziale produttivo del Paese; una ampia quota di esse non ha nemmeno raggiunto la fase dell'impegno.

La riforma delle procedure contribuirà nel corso del tempo a munire la pubblica amministrazione di più efficaci leve per la manovra della spesa, ma la situazione odierna e quella prevedibile per il prossimo futuro non corrispondono alle esigenze poste da una politica che intenda mantenere la domanda globale in prossimità del pieno impiego dei fattori produttivi; ne deriva la necessità di un rafforzamento degli strumenti monetari per consentire a questi ultimi di controllare meglio le spinte destabilizzatrici. È

noto, dalle analisi contenute in questa Relazione come nelle precedenti, che la variabile strategica attraverso la quale la Banca d'Italia influisce sulla disponibilità del credito e sui tassi di interesse è la base monetaria. Quest'ultima è costituita dalla moneta legale e dalle attività finanziarie depositabili senza limitazioni nelle riserve obbligatorie o liberamente convertibili in contante presso la banca centrale. I principali tra gli averi prontamente monetizzabili sono i depositi presso la Banca d'Italia, quelli presso l'amministrazione postale, il margine disponibile sulle anticipazioni in conto corrente, l'eccedenza liquida dei crediti sui debiti in valute convertibili; sino alla fine del decorso mese di aprile vi erano inclusi anche tutti i buoni ordinari del Tesoro.

L'esperienza italiana dimostra che la domanda di base monetaria da parte del pubblico nel periodo breve dipende poco o non dipende affatto dalla condotta della politica dell'istituto di emissione, restando in un rapporto abbastanza costante nei confronti del reddito nazionale; ne segue che la politica monetaria trasferisce immediatamente sulla liquidità delle banche i propri effetti e in questo modo agisce sul credito e sui depositi bancari. Questo influsso si manifesta abbastanza rapidamente: nel giro di due trimestri, infatti, a un dato aumento della base monetaria corrisponde mediamente un aumento dell'offerta di credito di circa tre volte. Appare evidente quindi la necessità che la banca centrale disponga di un controllo sulle variazioni della base monetaria il più completo possibile.

In passato il meccanismo presentava una falla che in particolari condizioni avrebbe potuto compromettere le possibilità di controllo; essa era costituita dall'affidamento che il mercato aveva di poter convertire in qualsiasi momento presso la banca centrale i buoni ordinari del Tesoro o di poterli direttamente depositare nelle riserve. Sino a quando la quantità di siffatti titoli fosse rimasta modesta, i pericoli sarebbero stati limitati e comunque facilmente neutralizzabili attraverso operazioni di segno opposto; non più, se la loro circolazione avesse avuto a dilatarsi. Qualora, ad esempio, provvedimenti diretti ad accelerare la liquidazione dei residui passivi avessero improvvisamente gonfiato il disavanzo di cassa del settore pubblico, avrebbe potuto essere difficile reperire con immediatezza i mezzi di provvista nel mercato dei capitali, essendo il mantenimento di un livello sufficientemente stabile dei tassi di interesse legato al proporzionamento della offerta alla domanda di titoli. In tal caso una parte

importante delle occorrenze della pubblica amministrazione avrebbe potuto essere soddisfatta con il ricorso alla emissione di buoni ordinari del Tesoro, dando luogo a creazione di base monetaria.

Queste considerazioni hanno indotto ad attuare la separazione dei buoni nei quali si investono le riserve obbligatorie da quelli nei quali le banche impiegano le proprie disponibilità liquide. Mentre, in base al sistema prima vigente, la Banca d'Italia si impegnava ad acquistare i titoli dalle aziende di credito applicando il tasso nominale dello sconto e a venderli secondo tassi differenziati in relazione alla scadenza, con la nuova disciplina la Banca si riserva la facoltà discrezionale di acquistare o di vendere come per qualsiasi altro titolo dello Stato o garantito dallo Stato, il che rende possibile la nascita di un mercato secondario anche per i buoni ordinari del Tesoro; né d'altra parte è possibile utilizzarli per la costituzione di riserve obbligatorie.

In tal modo il soddisfacimento delle esigenze di cassa del pubblico erario può ora avvenire con titoli a breve non aventi caratteristiche di base monetaria. Inoltre, se l'emissione di buoni sarà commisurata al deficit di cassa che si prevede emergerà dopo che siano state utilizzate o scartate le altre forme di debito e, in particolare, contenute in una fascia ristretta le variazioni del conto corrente di tesoreria, si potranno avere squilibri fra domanda e offerta di fondi e conseguentemente oscillazioni di tasso. Queste ultime saranno attenuate nella misura in cui la banca centrale interverrà su tale mercato, assorbendo le divergenze tra domanda e offerta nel proprio portafoglio titoli.

In conclusione, volendo mantenere la domanda sul mercato a lungo termine per quanto possibile nei limiti dell'offerta così da conservare la stabilità dei corsi, la domanda eccedentaria sarà trasferita nel mercato dei titoli a breve termine e in quanto risulti superiore all'offerta determinerà l'aumento dei tassi di interesse. Ovviamente i corsi dei titoli a breve non possono scendere per un lungo periodo, senza che ciò si rifletta sui corsi del mercato finanziario. L'avverarsi di una simile eventualità dimostrerebbe la necessità di riconsiderare il volume complessivo delle emissioni o il saggio di interesse o entrambe queste grandezze.

Il nuovo meccanismo presuppone che al variare del rendimento dei buoni si associ un adeguamento dei saggi ai quali viene concesso il credito della banca centrale; il basso livello di questi e la loro immobilità potrebbero stimolare il mercato a ricercare

operazioni di arbitraggio, consistenti in un indebitamento a basso costo con la banca centrale e in prestiti al Tesoro a interesse più elevato. Anche in considerazione di ciò, è stato introdotto un sistema di tassi di interesse progressivamente crescenti sulle anticipazioni a scadenza fissa che una stessa azienda di credito ottiene nel corso di un semestre. Scopo principale del provvedimento è stato quello di contenere l'accesso all'istituto di emissione attraverso questo canale in limiti corrispondenti alle temporanee occorrenze che si manifestassero nella tesoreria delle aziende di credito, in quanto l'adeguamento della liquidità del sistema bancario nel suo complesso avviene prevalentemente mediante i nostri interventi sul mercato dei titoli. Il completamento del meccanismo richiede che anche il tasso dello sconto possa variare con maggiore frequenza, il che a sua volta esige che si addivenga alla separazione del saggio applicabile al portafoglio ordinario da quello riservato agli effetti d'ammasso; infatti, un eventuale aumento di quest'ultimo si rifletterebbe soltanto in un maggior onere per tali gestioni senza contribuire a regolare la quantità o la direzione del credito.

Abbiamo dato attuazione ad una parte importante del programma enunciato nella precedente Relazione, anche se non si è ancora proceduto alla revisione dell'istituto della riserva bancaria obbligatoria; qualora ciò fosse stato fatto, ne sarebbe, forse, derivata instabilità sul mercato dei titoli, poiché l'alterazione dei flussi di fondi avrebbe coinciso con una situazione divenuta più delicata a causa dei trasferimenti internazionali di capitali.

Nella Relazione dello scorso anno affermammo che nel 1968 avremmo messo a disposizione dell'economia la base monetaria occorrente affinché l'assorbimento delle previste emissioni di titoli a reddito fisso avvenisse mantenendo stabili i tassi di interesse, e che ciò sarebbe stato compatibile con uno sviluppo degli impieghi bancari sufficiente a finanziare un processo produttivo che permettesse al reddito di accrescersi al tasso medio di lungo periodo in condizioni di soddisfacente stabilità dei prezzi.

Grazie ad una espansione del reddito a prezzi correnti non molto dissimile da quella ipotizzata, le nostre previsioni si sono avverate con buona approssimazione per quanto concerne la relazione tra base monetaria, livello dei tassi d'interesse ed emissione di titoli. Sono stati infatti collocati sul mercato, a prezzi invariati, 3.092 miliardi di titoli a reddito fisso, con una creazione di base monetaria di 1.199 miliardi;

la quantità di tali titoli sottoscritta dal pubblico, pari a 1.358 miliardi, è risultata pure identica alle previsioni, e molto prossima al valore previsto è risultata l'espansione complessiva del credito bancario.

Per la mancata realizzazione di altre ipotesi sulle quali erano fondate le previsioni, e in particolare per un minore aumento degli investimenti, unito ad un più elevato disavanzo del Tesoro e ad un maggiore avanzo sull'estero, è stato inferiore al previsto l'incremento degli impieghi e più elevato l'acquisto di titoli da parte delle banche. È risultata anche superiore la creazione di base monetaria da parte del Tesoro e dell'estero, con conseguente riduzione del ricorso delle aziende di credito alla banca centrale.

Il grado di approssimazione raggiunto dalle stime intorno alle dimensioni globali di alcune variabili ci induce ad indicare anche per l'anno in corso i nostri intendimenti. Prevediamo che nel 1969 saranno emessi titoli a reddito fisso, compresi i buoni ordinari del Tesoro liberi, per un importo lordo di circa 5.500 e netto di 4.200 miliardi; a questa domanda il Tesoro contribuirà con 2.200 miliardi. Nell'ipotesi che si abbia un aumento del reddito dell'ordine del 9,5 per cento in termini monetari, che l'aumento dei prezzi impliciti risulti contenuto nei limiti del 3 per cento, e che il disavanzo della bilancia dei pagamenti per movimenti di capitali risulti assai prossimo all'avanzo per partite correnti, prevediamo che il pubblico assorbirà titoli per circa 1.600 miliardi di lire; nel valutare l'attendibilità di questa previsione occorre tener conto delle incertezze che influiscono sul comportamento dei sottoscrittori. Dalle aziende di credito ne sarebbero acquistati altri 1.700 miliardi circa, sia per gli investimenti di portafoglio sia per quelli delle riserve obbligatorie; dalla Banca d'Italia dovrebbe essere acquisita la differenza, che include anche certificati del Tesoro emessi per la sistemazione di sue esposizioni.

Nell'ipotesi di un aumento degli investimenti dell'ordine del 15 per cento, gli impieghi delle aziende di credito dovrebbero accrescersi di 2.600 miliardi, cosicché tenendo conto degli acquisti di titoli, della variazione delle riserve libere ed obbligatorie e di quella delle attività sull'estero l'espansione degli attivi bancari si aggirerebbe intorno ai 4.600 miliardi, cui corrisponderebbe al passivo una dilatazione di 4.300 miliardi nei depositi e di 300 miliardi nel ricorso alla banca centrale e nelle altre partite.

Dopo i recenti aumenti delle pubbliche spese sembra plausibile ipotizzare un disavanzo di cassa del Tesoro, unitamente a quello della Cassa DD.PP. e delle aziende autonome, dell'ordine di grandezza di 2.500 miliardi. Alla copertura si provvederà in parte con il collocamento di titoli sul mercato. Il collocamento di titoli presso la Banca d'Italia, compresi quelli destinati alla sistemazione delle accennate esposizioni del Tesoro, e la raccolta postale forniranno al sistema base monetaria per 1.200 miliardi; il rientro delle attività non liquide sull'estero delle aziende di credito, il finanziamento di queste ultime da parte della banca centrale e le variazioni negli altri conti della stessa forniranno nel complesso altri 300 miliardi di base monetaria. I 1.500 miliardi così ottenuti serviranno ad alimentare la liquidità del pubblico per 900 miliardi e per il resto saranno utilizzati dalle aziende di credito per le loro necessità di riserve libere e obbligatorie.

Esportazioni di capitali in misura superiore a quella più sopra ipotizzata e tali da condurre ad un disavanzo della bilancia dei pagamenti globale, oltre a ridurre per un uguale ammontare la creazione complessiva di base monetaria, inciderebbero in senso riduttivo sulla formazione di depositi e sulla domanda di titoli da parte del pubblico, e probabilmente sugli impieghi, in senso espansivo; verrebbero di conseguenza ridotte le possibilità di collocamento di titoli sul mercato. Sin quando il disavanzo della bilancia dei pagamenti risultasse di un ordine di grandezza prossimo all'entità della posizione creditoria netta sull'estero delle aziende di credito esistente all'inizio dell'anno, la Banca d'Italia effettuerebbe interventi compensativi mediante acquisti di titoli sul mercato, che permetterebbero di assicurare la formazione di liquidità richiesta dalle suindicate esigenze. Tali interventi produrrebbero la conseguenza di accrescere il portafoglio titoli dell'istituto di emissione per più di 1.000 miliardi, anche escludendo dal computo i menzionati certificati del Tesoro.

Voci si sono levate per avvertire che il tasso di incremento del reddito previsto per il 1969 si porrebbe al di sotto di quello corrispondente alla completa utilizzazione delle nostre potenzialità produttive e che quindi anche la prevista emissione di titoli non terrebbe conto della maggiore disponibilità di risparmio che si avrebbe quando l'aumento del reddito corrispondesse a quello di piena occupazione. Ci si consenta di ricordare che l'offerta della mano d'opera è più limitata nel breve periodo: la massa dei

senza lavoro è distribuita inegualmente sul territorio nazionale, mentre l'afflusso delle forze di lavoro nelle zone di immigrazione è sempre più condizionato dagli apprestamenti sociali che procedono lentamente. Inoltre, un'ulteriore accelerazione dell'esodo rurale, rispetto a quello già molto intenso dello scorso anno, finirebbe col creare gravi problemi nello stesso settore agricolo. D'altra parte, quanto più il tasso di sviluppo da raggiungere nel breve periodo viene accostato a quello valutato come potenziale, tanto più precisa deve essere la determinazione dei vincoli posti dalla bilancia dei pagamenti e dai prezzi, nella quale, peraltro, sono insiti margini di approssimazione piuttosto ampi per l'incidenza di eventi interni ed esterni fuori delle possibilità di controllo delle autorità economiche.

Più dei risultati che possono essere conseguiti in un singolo anno ha importanza, sotto il profilo economico e ancor più quello sociale, la continuità del ritmo di sviluppo. A questo proposito i risultati dell'annata 1968 non sono stati lontani dalle attese per quanto riguarda la stabilità dei prezzi e l'aumento del reddito, accresciutosi in misura di poco inferiore a quella dell'anno precedente solo per effetto degli scarsi raccolti agricoli. Essi se ne sono allontanati sostanzialmente, invece, nell'evoluzione delle componenti della domanda globale, che ha registrato un rallentamento degli investimenti e dei consumi, dando luogo a un nuovo ampliamento dell'avanzo con l'estero.

Nel corso dell'anno la situazione economica è andata migliorando. Nell'industria lo sviluppo della produttività, in seguito all'apporto degli investimenti specie in macchine e attrezzature effettuati nel 1967 e di una cauta condotta degli imprenditori nelle assunzioni di personale per l'incertezza dell'evoluzione congiunturale, ha permesso una lieve diminuzione del costo del lavoro per unità di prodotto e, in presenza della stabilità dei prezzi delle materie prime e dei prodotti finiti, un conseguente aumento dei profitti unitari; in misura maggiore sono migliorati i profitti globali per l'aumento della produzione. Inoltre, nel secondo semestre, il grado di utilizzazione della capacità produttiva si è accresciuto.

Si sono modificate così in senso positivo, e con un andamento opposto a quanto era avvenuto durante il 1967, le variabili che, insieme al costo del danaro, mantenuto

stabile, più direttamente incidono sugli investimenti, specialmente quelli delle imprese private, per i quali quindi sembra fondato attendersi una ripresa nell'anno in corso.

Anche le imprese pubbliche, secondo i programmi di spesa, dovrebbero ulteriormente allargare nel 1969 la loro attività di investimento, per la quale sono previsti incrementi assai più elevati di quelli dell'anno passato. Nel settore edile il gran numero di fabbricati progettati e iniziati nel 1968 per effetto delle note disposizioni di legge, anche se saranno adottate misure che consentano un loro compimento più graduale al fine di evitare squilibri fra offerta e domanda e tensioni nei prezzi e nei salari, induce a ritenere che l'attività continuerà a svilupparsi a un ritmo superiore a quello dell'anno passato.

Se si aggiungerà l'auspicabile accelerazione nella costruzione delle infrastrutture, il cui adeguamento alle esigenze economiche e sociali del Paese ha continuato a difettare nel 1968 con pregiudizio delle possibilità di creazione di nuovi insediamenti industriali e di una più completa efficienza di quelli esistenti, è presumibile che gli investimenti fissi, nel loro complesso, segneranno un incremento piuttosto elevato.

Già all'inizio del 1969 l'occupazione dipendente ha mostrato di risentire della più favorevole evoluzione congiunturale; il processo di moltiplicazione e di accelerazione fra investimenti e consumi sembra nuovamente in moto. D'altra parte effetti direttamente espansivi sulla domanda per consumi sono già esercitati dai miglioramenti retributivi connessi con la prima fase dell'abolizione delle zone salariali e stanno per derivare dall'aumento delle pensioni; di queste è da raccomandare il pagamento sollecito non solo per motivi sociali ma anche al fine di evitare la formazione di un elevato volume di arretrati la cui corresponsione in un ristretto periodo di tempo turberebbe l'equilibrata espansione della domanda.

In questa prevedibile tendenza progressivamente ascendente della domanda interna si collocano le trattative sindacali in corso nel settore pubblico e le prossime scadenze di importanti contratti di lavoro in quello privato. Gli aumenti delle retribuzioni possono svolgere una azione positiva per lo sviluppo dell'economia sotto il duplice aspetto di stimolo al miglioramento dell'efficienza e di sostegno della domanda per consumi, a condizione però che essi vengano contenuti entro limiti compatibili con

le capacità del sistema; troppo bruschi rialzi possono da un lato generare un'ondata di domanda aggiuntiva superiore alle possibilità di adeguamento dell'offerta, la cui limitata elasticità in alcuni settori può provocare aumenti dei prezzi che erodono in valore reale i miglioramenti ottenuti e, dall'altro, dato il vincolo della concorrenza internazionale, pregiudicare gli equilibri di gestione delle imprese, con danno ultimo sul livello dell'occupazione.

Se nelle libere trattative ambedue le parti interessate, avendo presenti vicende non lontane attraversate dalla nostra economia ed esperienze recenti di paesi a noi vicini, informeranno la propria condotta a queste considerazioni, dal confronto delle posizioni opposte scaturiranno accordi che, oltre a conciliare gli interessi dei contraenti, saranno di vantaggio per l'intera economia. Nella loro formulazione, peraltro, occorrerà non solo tenere conto dell'entità complessiva dei miglioramenti, ma curare altresì la loro distribuzione nell'arco di validità dei nuovi contratti.

Il quadro sopra tracciato sembra indicare che quanto è avvenuto nella nostra economia a partire dalla metà del 1967 ha costituito un'interruzione, ormai in via di superamento, nel processo di rilancio della domanda interna, faticosamente avviato dopo la recessione del 1964. L'interruzione, peraltro, dimostra come nella presente situazione il nostro sistema economico sia sensibile a influenze destabilizzanti: la responsabilità che quindi incombe su tutti è di evitare che alle influenze che possono provenire dal resto del mondo se ne aggiungano altre dall'interno.

Il livello dei prezzi, ad esempio, dopo un prolungato periodo di quasi assoluta stabilità, ha assunto di nuovo dall'autunno scorso una tendenza all'aumento, causata prevalentemente dalle derrate agricole, dalle materie prime e dai materiali da costruzione nonché, per i prezzi al consumo, dai servizi. I dati più recenti indicano un'accentuazione della tendenza specie per i materiali da costruzione; per alcuni di essi si stanno incontrando limiti nelle capacità dell'offerta per la subitanea ed elevata accelerazione dell'attività edile a causa dei sopra ricordati provvedimenti di legge, nonostante che siano state contenute, pur in presenza di opposte sollecitazioni, le possibilità di collocamento di cartelle fondiari. Nel complesso, nel corso del primo quadrimestre sia i prezzi ingrosso sia quelli al consumo sono aumentati a un tasso di oltre il 4 per cento in ragione d'anno; con il 1° maggio la scala mobile è scattata di due

punti, salendo così in questa prima parte del 1969 già di tre punti a fronte dei due registrati nell'intero 1968.

La politica monetaria risentirà nel 1969 delle incertezze che preponderano nel contesto internazionale e degli aspetti contrastanti della nostra economia. L'esigenza di adattare la base monetaria alle occorrenze derivanti dal saggio di sviluppo preventivato sarà soddisfatta con il criterio di impedire che la liquidità del sistema bancario assuma proporzioni tali da suscitare o alimentare tensioni inflazionistiche. Ma l'osservanza di questo limite dipende dalle dimensioni del disavanzo di cassa nel settore pubblico; le nostre previsioni, che pur si basano sull'ipotesi di un suo cospicuo aumento nel 1969, si rivelerebbero fallaci ove le decisioni di spesa mantenessero il ritmo recentemente assunto.

Signori Partecipanti,

noi viviamo, oggi forse più che mai, in un mondo ricco di contraddizioni, dialettiche e reali. È in esse l'annuncio sicuro di inevitabili moti di assestamento, il cui risultato ultimo (se ultimo abbia a dirsi ciò che pur è contingente) potrà modellarsi nell'una o nell'altra maniera per il concorso, per la combinazione imprevedibile e di persone e di eventi e di circostanze. Forse non ancora, o non ovunque, confusioni dialettiche e contrasti reali si sono decantati sino alla chiarezza della contraddizione assoluta; forse non sempre nette dicotomie, emblematiche contrapposizioni sono possibili; forse neppure sono desiderabili.

Ma per ridurre l'osservazione entro il campo che ci è proprio, rischierebbe di apparire stoltamente manicheo colui il quale attribuisse ogni pregio e merito all'economia di mercato, ogni difetto e colpa al rigetto o alla limitazione di essa: sembrando ai molti che quella soluzione, e il principio cui si ispira, richiedano opportuni temperamenti. Del resto, or sono quasi quarant'anni, lo stesso Luigi Einaudi scriveva che «di fronte ai problemi concreti, l'economista non può essere mai né liberista, né interventista... ad ogni costo». Alla possibilità od opportunità di distinguere fra principi assoluti e concrete esigenze si aggiunge probabilmente, a rendere più plausibili talune concessioni, la complessità della società moderna, la cui composita

struttura quasi inevitabilmente le favorisce, rendendo incerto il confine fra la saggezza dell'equilibrio e la disinvoltura del cedimento. Sta di fatto che la crescente assunzione di responsabilità da parte dello Stato e il conseguente restringimento delle autonomie del settore privato possono ben far nascere il timore che i loro effetti non si esauriscano nell'ambito economico: esperienze anche recenti, talvolta drammatiche, ammoniscono infatti che non impunemente si infrange la connessione da cui libertà politica e libertà economica appaiono reciprocamente legate. Quel medesimo Maestro del quale abbiamo poco fa ricordato lo scrupolo che gli faceva escludere posizioni preconcepite, così come la probità lo induceva a respingere «il liberismo del 'tutto è lecito'», quel medesimo Maestro affermava che «gli uomini governati e governanti creano nel tempo stesso la libertà sotto tutti i suoi aspetti: politica, economica, religiosa, di stampa, di propaganda», e si chiedeva come mai potrebbero gli uomini creare «istituti economici che li leghino e li riducano alla condizione di servi», se vi sia libertà morale alla radice della loro azione.

Questa idea affascinante e austera, che è la libertà, vi è ancora chi non sa mirarla senza commozione; e ricerca, e si rallegra quando può cogliere intorno a sé, nella collettività in cui è inserito, segni della vitalità di quell'idea e degli ordinamenti che ad essa si ispirano. I quali, per buona sorte, nel nostro Paese non mancano; e li si ritrova, non meno che nel suo assetto formale, nella crescente partecipazione ai problemi fondamentali della società, nell'apprezzamento discorde delle situazioni, nella diversità delle proposte sulle azioni da intraprendere. Li si ritrova nelle stesse manifestazioni di insofferenza, almeno nella misura in cui possano essere attribuite al salto fra la duttilità dell'immaginazione e la inevitabile durezza della realtà, fra l'ansia delle attese e la lentezza dei tempi di attuazione. Dalle insofferenze e dai dubbi, dalle immancabili imperfezioni, sarebbe tuttavia ingiusto e ingeneroso arguire che il nostro sistema stia perdendo di elasticità: esso è per sua natura un sistema aperto, e ha la capacità di far sue le critiche, di progredire, di rinnovarsi. Non dubitiamo che ne abbia anche la forza morale. Non dubitiamo che per sua virtù sarà lecito procedere nella via, da più di venti anni non inutilmente intrapresa, della elevazione civile ed economica, preservando la libertà e la varietà degli istituti, delle condizioni, delle scelte.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1969

Signori Partecipanti,

nello scorso ottobre il Vice direttore generale Tullio Riccio ha rassegnato le dimissioni dalla carica ricoperta in seno alla Banca, a seguito della sua nomina a Presidente dell'Istituto Italiano di Credito Fondiario.

Egli ha lasciato l'Istituto dopo quarantatré anni durante i quali ha dato alla Banca la sua opera intelligente e fattiva, in Madrepatria ed oltremare, sia nell'intero arco della carriera da Segretario a Funzionario generale, sia nei successivi cinque anni di appartenenza al Direttorio.

In relazione alle modifiche statutarie intervenute, sono stati chiamati a succedergli due Vice direttori generali, che il Consiglio Superiore ha designato nelle persone dei direttori centrali Rinaldo Ossola ed Antonino Occhiuto. Sono certo di esprimere, insieme col mio, il vostro sentimento rinnovando loro un caldo augurio di buon lavoro.

L'attività operativa della Banca nello scorso anno ha fortemente risentito della congiuntura in atto sui mercati finanziari e dei cambi. Siamo intervenuti largamente in acquisto sul mercato del reddito fisso; su quello delle valute estere siamo stati venditori fino ad epoca recente, quando, in collaborazione con i mutuatari, abbiamo assicurato all'Italia importanti finanziamenti internazionali.

Questi avversi andamenti hanno reso necessaria una azione di contenimento delle nostre facilitazioni alle aziende di credito; anche nei riguardi di quelle di più breve durata, le nostre risposte comportano ora l'accertamento dell'origine, entità ed urgenza dei fabbisogni che ci vengono prospettati. Il vaglio è affidato alla direzione generale e a quelle locali; sono certo che l'imparzialità con cui è compiuto trova il vostro riconoscimento, e le esigenze di governo della liquidità alle quali si ispira la vostra comprensione.

L'attività di vigilanza si è svolta nei riguardi di un sistema creditizio le cui condizioni di redditività si sono mantenute soddisfacenti, grazie alla congiuntura

economica ancora buona dell'annata e ad indirizzi di gestione generalmente corretti, anche se il declino del reddito fisso ha inciso sulle valutazioni del portafoglio, e se in un sistema formato da gran numero di unità non mancano deviazioni a livello di singole aziende o stabilimenti. A cogliere e correggere queste disfunzioni è soprattutto intesa l'attività ispettiva. Essa è stata notevolmente intensificata, con estensione alle aziende di maggiore dimensione. In materia, sono state messe a punto nuove procedure la cui applicazione si avvale anche dell'opera di tecnici dell'automazione. Particolari cure sono state dedicate al conseguimento di un migliore assetto del sistema bancario, sia promovendo provvedimenti di fusione, di gestione straordinaria e di liquidazione, sia attuando, ove del caso, misure di sostegno a tutela dei depositanti. Nella prospettiva della approvazione del noto disegno di legge istitutivo dei fondi comuni di investimento, si è poi affrontato il problema dell'adeguamento della struttura organizzativa della Vigilanza alle nuove funzioni che essa potrà essere chiamata a svolgere in materia.

La Relazione che Vi viene sottoposta sul settantaseiesimo esercizio illustra l'azione della Banca nei richiamati campi di sua più diretta incidenza e la colloca nel contesto degli equilibri monetari e produttivi interni e internazionali. Il documento trova il suo centro di elaborazione nel Servizio Studi, cui esprimo il mio vivo elogio, e riceve apprezzabile apporto di documentazione dal Servizio Pubblicazioni, dagli altri Servizi dell'Amministrazione Centrale e dalle Filiali.

Nel corso dell'anno è proseguita l'azione intesa a migliorare la struttura organizzativa dell'Istituto.

Ulteriori progressi sono stati fatti nell'attuazione del piano di ammodernamento e di automazione dei servizi concepito alcuni anni or sono. Varie procedure elettroniche nuove o rinnovate sono entrate in funzione, specie nel settore delle rilevazioni statistiche, interne all'Istituto e comuni al sistema bancario. Inoltre, è entrata nella fase finale di realizzazione la rete di trasmissione dei dati fra la periferia e il centro della nostra organizzazione: nel prossimo anno il servizio di Tesoreria provinciale potrà avvalersene compiutamente. Un gruppo di lavoro costituito da funzionari di vari settori della Pubblica Amministrazione e della Banca ha proseguito nell'azione volta all'aggiornamento tecnico delle norme e delle procedure che presiedono allo

svolgimento di tale servizio. Lo studio e l'analisi della riforma contabile-amministrativa, i quali hanno richiesto tempo e impegno assai superiori al previsto, sono giunti allo stadio della progettazione tecnica.

Del complesso patrimonio immobiliare un'accurata illustrazione è stata elaborata da apposito gruppo di studio e troverà luogo in una pubblicazione in tre volumi che Vi sarà distribuita.

Ma fuori del campo dei beni materiali, è l'ingente patrimonio costituito dalla preparazione, dall'esperienza e dalla capacità professionale dei dipendenti, che ha formato con priorità oggetto di cura. In questa fase delicata in cui per varie cause ha luogo un avvicendamento notevole tra personale anziano e personale giovane, in cui è particolarmente accentuata l'evoluzione dei compiti istituzionali, ed in cui infine alle procedure tradizionali se ne vanno sostituendo altre più complesse e raffinate, è doveroso sottolineare l'impegno che l'intera compagine del personale è chiamata ad assolvere.

LA DIFFUSIONE DELL'INFLAZIONE, LA LIQUIDITÀ INTERNAZIONALE E IL REGIME DEI CAMBI

I tratti più evidenti nell'andamento economico dei principali paesi industriali durante il 1969 possono essere individuati nella diffusione delle pressioni inflazionistiche, nel ricorso in misura preponderante alla politica monetaria e nel conseguente aumento dei saggi di interesse, nonché in più intensi trasferimenti di capitali a breve termine. Al centro del quadro si colloca la decisione delle autorità degli Stati Uniti di attuare la regolazione della domanda globale attraverso l'aggiustamento dell'offerta di moneta, imposta dalla necessità di agire con maggiore immediatezza sul livello della domanda.

Secondo la Riserva Federale e i consiglieri economici del Presidente gli aumenti dei prezzi negli Stati Uniti, la loro propagazione all'estero e il deterioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti sarebbero manifestazioni di un processo di inflazione promosso da un largo disavanzo del bilancio dello Stato in una situazione

prossima al pieno impiego delle risorse. L'aumento dei tassi di interesse dipenderebbe da una forte espansione della domanda di fondi non fronteggiata da una adeguata espansione dell'offerta, a causa di una politica monetaria tendenzialmente restrittiva.

A questa interpretazione se ne contrappone un'altra, secondo la quale entrambi i fenomeni andrebbero attribuiti ad una politica monetaria di fatto espansiva. La causa delle tensioni inflazionistiche risiederebbe non nella spesa pubblica in sé, ma nei modi in cui essa è stata finanziata, e cioè in una eccessiva creazione di moneta. Ciò avrebbe innescato il processo delle aspettative di crescenti incrementi dei prezzi e di una crescente propensione dei mutuantici a richiedere e dei mutuatari ad accettare più elevati tassi nominali di interesse. In definitiva, questa seconda interpretazione colloca la politica monetaria espansiva, e non il suo contrario, all'origine degli alti tassi.

Allo stato delle nostre conoscenze, sembra che non si possa porre in dubbio che all'aumentata spesa pubblica, non fronteggiata da una tassazione addizionale, siano dovute le tensioni inflazionistiche negli Stati Uniti. Il disavanzo del bilancio dello Stato si aggrava progressivamente dal 1965 fino alla seconda metà del 1968, quando viene istituita la soprattassa temporanea del 10 per cento sui profitti delle società per azioni e sui redditi individuali e vengono imposti limiti massimi alla espansione delle principali categorie di spesa. Il potenziale inflazionistico implicito nella dilatazione della spesa pubblica è stato accresciuto dalla qualità della spesa, essendo le componenti legate al settore militare quelle che hanno presentato il più elevato tasso annuo di aumento. L'incremento dei prezzi ha determinato effetti redistributivi a favore delle imprese e aspettative di un loro persistere. È continuato l'aumento della domanda globale, del reddito monetario, della moneta richiesta per fini di transazione, con conseguenti tensioni sui tassi di interesse.

La politica fiscale e monetaria restrittiva posta in atto sul finire del 1968 ha inciso sull'andamento dell'economia americana nel corso del 1969, anno di sviluppo in decelerazione secondo la Riserva Federale, durante il quale la capacità produttiva inutilizzata e il tasso di disoccupazione sono aumentati sensibilmente, la produzione industriale ha subito una netta inversione di tendenza, l'aumento dei costi si è accentuato, i profitti delle imprese si sono contratti, mentre il saggio di incremento dei prezzi non si è attenuato. Nondimeno gli investimenti in capitali fissi del settore

manifatturiero hanno continuato a espandersi a un saggio annuale crescente. Ciò è da attribuire verosimilmente al convincimento che la politica monetaria restrittiva avesse carattere di temporaneità. In queste condizioni non sembra arrischiato affermare che l'effetto più vistoso conseguito dalla politica di restrizione nel 1969 si è manifestato sul piano internazionale: gli alti tassi di interesse vigenti negli Stati Uniti hanno concorso a provocare uno spostamento di fondi liquidi in dollari detenuti dall'estero, stimolandone il passaggio dalle autorità ufficiali ai privati, il che si è riflesso in un miglioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti calcolata sulla base delle transazioni ufficiali.

Assunta la base monetaria come la variabile strategica attraverso la quale si sarebbe regolata l'offerta di moneta, sarebbe stato più coerente accettare che l'intera gamma dei saggi di interesse subisse le variazioni derivanti da tale azione; invece si sono mantenuti limiti ai tassi di interesse sui depositi e sui certificati di deposito e, nello stesso tempo, si è ristretto l'accesso del pubblico al mercato dei Buoni del Tesoro, aumentando il taglio minimo dei titoli di nuova emissione. L'approfondirsi del divario fra i tassi liberi e quelli regolati ha causato una diminuzione dei depositi e spinto il sistema bancario a salvaguardare la propria quota di mercato minacciata dai rendimenti degli strumenti offerti dagli intermediari non soggetti a tassi regolati. Gli aumenti dei tassi di interesse a lungo termine e di quelli corrisposti sui depositi delle filiali all'estero sono stati infatti accentuati dalla fissazione amministrativa dei saggi sui depositi vincolati dei residenti e dalla conseguente diminuzione dei depositi di questa categoria. La reazione delle banche è stata, da un lato, quella di vendere cospicue quantità di titoli obbligazionari, aggravando la caduta delle quotazioni, dall'altro quella di attrarre depositi attraverso le filiali all'estero con l'offerta di tassi di eccezionale altezza, i quali si sono quindi propagati ai mercati dei vari paesi.

Le autorità monetarie americane hanno sperimentato che le deviazioni promosse dai vincoli sui tassi allungano i tempi necessari affinché la politica monetaria espliciti i propri effetti e ne attenuano l'efficacia; le proporzioni inconsuete delle deviazioni hanno dimostrato che tali vincoli suscitano movimenti contrari agli stessi obiettivi di controllo dell'espansione del credito. Nel gennaio scorso le autorità monetarie si sono quindi indotte a portare i tassi massimi sui depositi vincolati e sui certificati di deposito

in prossimità di quelli liberi; è rimasta in vita, però, la pesante eredità dei nuovi mercati, i quali, con la loro stessa esistenza, hanno aumentato la capacità del sistema di contrastare gli effetti della politica monetaria.

Nel giugno 1969 le autorità monetarie avevano preso provvedimenti concernenti la costituzione di riserve obbligatorie, in contropartita di variazioni dei depositi raccolti dalle banche americane attraverso le filiali all'estero. Quei provvedimenti si proponevano due obiettivi: da un lato scoraggiare un'ulteriore incetta di depositi sul mercato dell'eurodollaro, nell'intento di concorrere ad attenuare la tensione sui saggi di interesse, dall'altro prevenire un riflusso di proporzioni troppo ampie di fondi liquidi dal mercato dell'eurodollaro alle riserve delle banche centrali, allo scopo di attutire l'urto al quale il sistema monetario internazionale sarebbe stato sottoposto quando le condizioni offerte dalle banche americane avessero ridotto la convenienza dei non residenti a detenere presso di esse le proprie disponibilità liquide.

Agli inizi del 1970 la politica monetaria americana è divenuta meno restrittiva, probabilmente per la considerazione che l'accentuarsi delle manifestazioni di recessione dell'economia avrebbe provocato la reazione della direzione politica del paese, e questa avrebbe potuto imporre politiche espansive dalle quali sarebbero derivati impulsi inflazionistici ancor più gravi di quelli che ci si proponeva di reprimere. Nel medesimo tempo le spinte all'aumento dei costi e le attese di un loro aggravamento si sono accentuate, nella imminenza dell'inizio di vertenze sindacali in alcuni settori dell'industria. Le autorità monetarie dovranno quindi decidere in quale misura espandere l'offerta di moneta e consentire il trasferimento degli aumenti dei costi sui prezzi. Invero, una revisione delle aspettative degli operatori è ora in corso. Tale revisione, imposta dal rapido deterioramento dei profitti, dalle difficoltà di finanziamento e dal rallentamento di alcune componenti della domanda, potrebbe determinare una riduzione dei programmi di investimento e, in definitiva, una contrazione dell'attività produttiva e dell'occupazione di ampiezza pregiudizievole per gli Stati Uniti e per il resto del mondo. Poiché, in una prospettiva siffatta, esigenze di rilancio economico interno prevarrebbero su quelle attinenti all'equilibrio esterno e, d'altra parte, condizioni monetarie stabili a livelli elevati della produzione e dell'occupazione potrebbero coesistere, come già in passato, con un disavanzo della

bilancia dei pagamenti, l'offerta di dollari potrebbe continuare abbondante e sottolineare gli inconvenienti di un sistema imperniato sui cambi fissi.

Il peggioramento delle aspettative si rispecchia nella falcidia che i corsi delle azioni delle società americane hanno subito nelle settimane più recenti. La tendenza discendente delle quotazioni era cominciata già negli ultimi mesi del 1968, quasi in concomitanza con l'inizio della restrizione monetaria, nel corso della quale i saggi di rendimento dei titoli a reddito fisso salirono a livelli senza precedenti. La persistenza e l'ampiezza del declino hanno influenzato l'andamento delle quotazioni azionarie negli altri paesi industriali, dato il crescente numero di canali attraverso i quali i mercati dei valori mobiliari comunicano.

Nel Regno Unito innegabile è stato il successo della politica fiscale ed anche di quella monetaria nel contenere le diverse componenti della domanda interna e quindi nel determinare l'inversione della posizione esterna; in presenza di questi sviluppi, le autorità monetarie sono state in grado, quest'anno, di abbassare due volte il saggio di sconto, la seconda nel quadro dei provvedimenti destinati a ravvivare con prudenza la domanda interna. Ma sugli sviluppi futuri potrà fortemente incidere l'andamento dei costi di lavoro, il cui comportamento più recente sembra rinnovare pressioni inflazionistiche.

In Francia, dopo la svalutazione dello scorso agosto, intervenuta mentre ancora persisteva un acuto processo inflazionistico, le autorità hanno svolto una intensa azione di freno fiscale e monetario, che si sta rivelando particolarmente efficace nel contenimento della domanda interna, cosicché sembrano esistere favorevoli prospettive di una decelerazione del processo di aumento dei prezzi, sottoposti anche a controlli diretti.

In Germania il marco è stato rivalutato dopo che l'espansione della domanda interna e le tensioni sul mercato del lavoro avevano provocato una lievitazione dei prezzi tuttora in fase di accelerazione. Mentre il provvedimento ha esercitato un effetto riequilibratore sul piano delle relazioni esterne, il suo contributo nel moderare la congiuntura interna dipenderà dal successo delle misure di contenimento della domanda, finora incentrate prevalentemente sulla manovra del tasso di sconto, aumentato diverse volte, a partire dall'aprile 1969 quando era del 3 per cento, fino a

raggiungere il 7,50 nel marzo di quest'anno.

La diversa intensità dell'espansione della domanda all'interno dei singoli paesi e le conseguenti divergenze nell'andamento dei prezzi hanno determinato squilibri delle bilance dei pagamenti, in alcuni casi corretti e in altri aggravati da movimenti di capitali suscitati da differenziali dei saggi di interesse nonché da aspettative di variazioni delle parità monetarie e da preoccupazioni di ordine politico e sociale. Nel corso del biennio 1968-1969 l'oscillazione massima della posizione creditoria netta sull'estero delle istituzioni monetarie è stata di 5,1 miliardi di dollari in Francia, di 6,2 in Germania e di 1,5 in Italia. La stessa variazione riferita alla Comunità economica europea è stata di 8,9 miliardi.

Risulta così confermato che l'accresciuta interdipendenza delle economie occidentali, in difetto di coordinamento delle politiche economiche, richiede che il sistema monetario internazionale disponga di un certo grado di flessibilità o dal lato dei crediti multilaterali e bilaterali sui quali può fare assegnamento, o da quello dei rapporti di cambio fra le diverse monete, o dall'uno e dall'altro.

Le discussioni intorno alla riforma del sistema monetario internazionale, iniziate nel corso del 1963, hanno condotto alla decisione di creare diritti speciali di prelievo per un ammontare di 9,5 miliardi di dollari nel triennio 1970-1972, di cui 3,5 miliardi sono stati assegnati quest'anno. Il nuovo statuto del Fondo monetario internazionale recepisce idee da noi sostenute: la riforma del sistema, cioè, avrebbe dovuto obbedire alla esigenza di adattare il volume della liquidità internazionale alle occorrenze di finanziamento delle bilance dei pagamenti tanto più ingenti quanto più fosse aumentato il volume degli scambi e dei movimenti di capitali; il volume della liquidità internazionale avrebbe dovuto essere determinato mediante decisioni di istituzioni internazionali indipendentemente dall'offerta di oro di nuova produzione; il sistema avrebbe dovuto fondarsi sull'accettazione dei cambi fissi.

Nel sostenere quelle idee ci moveva il convincimento che l'accettazione dei cambi fissi avrebbe contribuito ad accelerare il processo di integrazione economica e che quest'ultimo, quando fosse stato inquadrato in istituzioni della natura di quelle della Comunità economica europea, avrebbe sollecitato il processo di unificazione politica. Nella Relazione presentata un anno fa abbiamo dato notizia di un adattamento alle

mutate contingenze, esprimendo qualche preferenza per sistemi di cambi moderatamente flessibili. Gli avvenimenti più recenti ci inducono a confermare quella preferenza e a considerare come un progresso l'avvenuto inizio di discussioni nell'ambito delle istituzioni internazionali intorno a riforme che non escludono l'accoglimento di un certo grado di flessibilità nei rapporti di cambio fra le diverse monete, opportunamente delimitato da accordi internazionali in maniera da restringere il margine di incertezza. Questo indirizzo creerebbe le condizioni di una maggiore indipendenza monetaria nei confronti esterni e in particolare dal dollaro degli Stati Uniti, senza peraltro interrompere quel collegamento fra i mercati che ha consentito in passato e consentirà in avvenire una costante espansione dei traffici, la quale è a sua volta una delle condizioni del miglioramento del tenore di vita nei paesi occidentali.

Agli inizi degli anni '60 ci associammo all'auspicio espresso in autorevoli sedi internazionali che la programmazione economica si incentrasse sulla politica dei redditi, intendendo quest'ultima come consapevole partecipazione dei sindacati alla formazione delle decisioni concernenti la produzione del reddito, le sue destinazioni, la sua distribuzione. Occorre riconoscere che tanto nel nostro come negli altri paesi non è stato possibile coordinare le rivendicazioni sindacali con le altre variabili che determinano l'equilibrio economico: ovunque ne sono derivate tensioni dei costi di varia intensità. Neppure è da prevedere una riduzione nella variabilità degli incrementi salariali in relazione alla produttività nei diversi paesi. Inoltre, la differente elasticità della domanda di importazioni rispetto al reddito, in un periodo nel quale questo aumenti rapidamente, concorrerà ad accrescere la complessità del processo di aggiustamento. Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti potranno a loro volta essere aggravati perché sono notevolmente diffusi i timori degli operatori economici sulla stabilità politica interna e internazionale, e fattori di carattere politico interferiscono nel determinare le direzioni dei movimenti dei capitali.

Se dunque il mondo moderno, anche in funzione del suo dinamismo, è particolarmente esposto alle pressioni inflazionistiche, è probabile che esse seguiranno a manifestarsi con diversa intensità, cosicché riuscirà difficile conciliare un maggior grado di interdipendenza economica con un regime di cambi fissi; potrebbe seguirne la necessità del ricorso a cambi moderatamente flessibili. Questa innovazione

potrebbe stimolare la trasformazione della Comunità economica europea in unione economica quando le monete dei paesi membri divenissero intercambiabili sulla base di cambi fissi e fossero invece convertibili nelle monete non comunitarie sulla base di tassi oscillanti. Ciò presupporrebbe che si procedesse verso la unificazione delle politiche economiche e monetarie. Ma questo progresso dovrà compiersi coordinando, armonizzando le diverse politiche, o dando la precedenza all'unificazione degli ordinamenti istituzionali nell'ambito dei quali le politiche si conducono? Io propendo verso la seconda soluzione; credo che dovrebbe essere data la priorità alla unificazione delle istituzioni; credo meno nelle possibilità di coordinamento. Il processo di accostamento delle economie secondo criteri di gradualità ha esaurito probabilmente la propria forza di trazione.

Alcuni propongono che i singoli istituti di emissione mettano immediatamente in comune parte delle loro riserve, al fine di promuovere in tal modo il coordinamento delle politiche economiche. Alla base di queste proposte sta la concezione secondo la quale le banche centrali, in quanto munite di larga autonomia, sarebbero più idonee a impostare politiche di lungo periodo e sarebbero capaci di influire sulle decisioni dei governi; ma pur senza discutere il fondamento di simile concezione, sembra dubbio che una istituzione comunitaria possa adempiere la funzione che si suggerisce di assegnarle; probabilmente essa sarebbe esposta a contrastanti pressioni politiche più di quanto non siano le singole banche centrali e l'effetto potrebbe essere proprio il contrario di quello che si vorrebbe conseguire.

Quando la Comunità economica europea ebbe inizio, si riteneva per certo che un aumento del benessere economico avrebbe consentito l'attenuazione delle tensioni sociali. Di fatto, queste si sono acuite, da un lato, perché gli stessi raggiunti livelli di benessere hanno reso coscienti gli individui di poter tendere a obiettivi più avanzati; dall'altro, perché sono divenute sempre meno tollerabili situazioni di arretratezza civile che, sia pure per cause diverse, persistono pressoché ovunque.

Queste accresciute tensioni sollecitano uno sforzo di adattamento istituzionale sul piano interno, come su quello internazionale. Si deve, tuttavia, dar atto che gli ordinamenti esistenti, nonostante le imperfezioni, hanno consentito di mantenere intatto l'alto grado di collaborazione raggiunto tra le economie occidentali. L'Italia ha dato un

contributo attivo alla collaborazione internazionale ed anche alla luce degli eventi più recenti non ha motivo di dolersene; alcune delle nostre difficoltà sono state attenuate proprio in virtù di essa. Le difficoltà hanno trovato radice in taluni sviluppi, in parte nuovi in parte soltanto aggravati, della nostra situazione economica, nei suoi aspetti produttivi e monetari interni come nelle relazioni finanziarie con l'estero. A questi sviluppi volgeremo ora la nostra attenzione.

I RIFLESSI DEI MOVIMENTI DI CAPITALI SULLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'ITALIA

Dopo un quinquennio durante il quale ha presentato saldi attivi, la bilancia dei pagamenti si è chiusa nel 1969 con un cospicuo disavanzo in seguito all'aggravarsi dell'esportazione netta di capitali. Il disavanzo ha assunto dimensioni di eccezionale ampiezza nei primi due mesi del 1970, riducendosi considerevolmente nel bimestre successivo per il meno sfavorevole andamento delle partite correnti, ma soprattutto dei movimenti di capitali. Al finanziamento di esso abbiamo provveduto mediante il ricorso ai crediti reciproci con la Riserva Federale di New York. I motivi di quel ricorso si ispirano alle seguenti considerazioni:

- le disponibilità costituenti le riserve sono investite, secondo quanto si ebbe occasione di affermare in passato, in modi atti a conciliare liquidità e rendimento; può accadere però che cospicui disavanzi di bilancia dei pagamenti derivanti sia da imprevedibili variazioni nel saldo delle partite correnti dovute a discontinuità nella produzione, sia da movimenti di capitali, creino necessità alle quali non riesca conveniente far fronte mediante disinvestimenti;
- essendo l'ampiezza e i tempi di correzione del disavanzo difficilmente prevedibili, può essere opportuno finanziarlo utilizzando crediti a breve termine; nel nostro caso, nel momento in cui si è fatto ricorso a quei crediti avevano avuto inizio conversazioni concernenti finanziamenti a medio termine, sull'esito delle quali riusciva impossibile fare previsioni.

Intorno alle esportazioni di capitali e ai loro effetti sul processo di finanziamento dell'investimento interno sono state espresse giustificate preoccupazioni unite ad

asserzioni inesatte. Delle risorse formatesi grazie agli elevati livelli produttivi realizzati nel Paese, una frazione costituita dall'avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti è stata impiegata all'estero. L'aumento della posizione patrimoniale del Paese, che ne è derivato, ha assunto la forma di finanziamento delle esportazioni, di attività finanziarie private, di riserve valutarie. Il persistere di un avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti durante il quinquennio 1965-1969, pari al 3,2 per cento del reddito nazionale lordo, ha denotato l'incapacità del nostro sistema economico di tradurre in investimento interno una quota importante del risparmio che in esso è stato prodotto. Nel corso della Relazione e di queste considerazioni finali si accenna alle cause che hanno ostacolato l'investimento interno: mancato adeguamento delle strutture della pubblica amministrazione ai compiti complessi che essa deve assolvere; insufficienza di appropriati strumenti finanziari; alto livello dell'indebitamento delle imprese; incertezza delle prospettive. Nel quadro ora delineato, la politica monetaria condotta in quel periodo è stata orientata nella direzione di ricostituire la perdita di liquidità derivante dall'esportazione di capitali. Soltanto dalla scorsa estate l'accentuazione delle pressioni inflazionistiche, insieme con le perdite di riserve, ha costretto a condurre una politica meno espansiva, con riflessi negativi sul costo dei finanziamenti.

Il fenomeno dell'esportazione dei capitali privati è più complesso di quello che si suol individuare in quella parte che assume forma di esportazione clandestina di banconote. Le preoccupazioni intorno alle conseguenze di tale fenomeno non sono prive di fondamento e le autorità monetarie si considerano impegnate a reprimere le manifestazioni illecite di esso, senza tuttavia rischiare di determinare incrinature fatali nel sistema di scambi e pagamenti più liberi al quale si è pervenuti con un processo non privo di difficoltà.

La soppressione del riacquisto dei biglietti da parte della Banca d'Italia, la istituzione di una tassa sopra i biglietti reimportati, la creazione della cosiddetta lira finanziaria sono soluzioni che equivalgono al ristabilimento del controllo dei cambi. Si chiede di ristabilire il controllo dei cambi in una condizione di progressiva integrazione internazionale, nella quale la dimensione del mercato interno è palesemente insufficiente a soddisfare le scelte del consumatore e del produttore, come dimostra il

loro crescente ricorso al prodotto estero, al mercato estero di sbocco, alla tecnologia avanzata ovunque la si ritrovi, e in genere ad una componente internazionale sempre più ampia sia nella organizzazione della produzione sia nelle spese di consumo. Questa stessa componente si sta inserendo nelle scelte di portafoglio, e può avere concorso a sollecitare l'esportazione di capitali avvenuta per realizzare la diversificazione voluta; ancor più perché quella diversificazione è stata ostacolata dalla politica condotta all'interno, che ha accentuato il carattere monocorde del nostro mercato finanziario.

Tutte le soluzioni proposte hanno costituito oggetto di considerazione da parte nostra; anche quella di richiedere alle banche dell'estero, e in special modo a quelle della Svizzera, di comunicare gli elenchi dei depositanti italiani. Ci siamo astenuti dal rivolgere simile richiesta nel convincimento che essa sarebbe stata respinta come lo sono state le analoghe richieste di paesi muniti di forza contrattuale superiore alla nostra. Il rifiuto di riacquistare i biglietti di banca reimportati produce la conseguenza che essi sono collocati nel mercato estero a un cambio inferiore a quello ufficiale per soddisfare la domanda di turisti ed emigranti. Anche da una tassa sui biglietti reimportati discendono analoghe conseguenze. La istituzione della lira finanziaria è essa pure una soluzione non nuova; in pratica si è dimostrato che è efficace nella misura in cui la divergenza delle quotazioni fra il mercato ufficiale e quello finanziario sia ristretta dall'intervento delle autorità e quindi, in ultima istanza, mediante cessioni di valute prelevate dalle riserve. Infine, le soluzioni in questione tendono a perdere rapidamente efficacia, a meno che non siano puntellate dalla moltiplicazione dei controlli, i quali a loro volta provocano distorsioni crescenti.

Abbiamo preferito limitare i nostri interventi al provvedimento dello scorso febbraio, in virtù del quale abbiamo accentrato presso la Banca d'Italia i biglietti in provenienza dall'estero, allungando l'intervallo fra il momento della spedizione e quello dell'accreditamento in conto capitale. Nel periodo marzo-maggio 1969 erano stati riacquistati biglietti per 336 miliardi; nel corrispondente periodo di quest'anno gli acquisti si sono ridotti a circa 150 miliardi; lo scarto percentuale della quotazione del biglietto rispetto a quella ufficiale è stato contenuto fra l'1 e il 2,5 per cento. Inoltre abbiamo ristretto i tempi entro i quali importatori ed esportatori possono rispettivamente anticipare il pagamento e posticipare la riscossione del prezzo delle merci: ciò allo

scopo di limitare una esportazione di capitali a breve termine connessa con i movimenti mercantili e stimolata dal divario fra saggio di interesse nel mercato interno e nel mercato internazionale. Infine, in presenza di una situazione nella quale quel divario tendeva a restringersi o addirittura a invertirsi, nel senso che il credito all'estero riusciva meno costoso che all'interno, abbiamo consentito alle banche di derogare all'obbligo di pareggiamento della posizione in cambi, per utilizzare crediti esteri intesi a finanziare esportazioni italiane: ciò allo scopo di porre gli esportatori nazionali in condizioni di parità con i loro concorrenti esteri.

Continuiamo ad essere convinti che qualsiasi politica autarchica produce effetti involutivi sullo sviluppo del reddito e auspichiamo che questa convinzione seguiti ad ispirare la condotta della politica economica e finanziaria del nostro Paese. Le misure di carattere coercitivo sono di efficacia limitata e comunque circoscritta nel tempo. I regimi ibridi non sono durevoli e prima o poi conducono all'autarchia. L'equilibrio dei conti con l'estero deve essere ricercato creando per l'investimento all'interno condizioni di rendimento e fiscali concorrenziali con le opportunità alternative che si offrono all'estero e un quadro generale che favorisca impieghi di capitale estero compensativi del flusso in uscita.

In questo senso abbiamo agito in periodo recente e non è senza soddisfazione che abbiamo constatato che il nostro Paese continua ad essere il luogo nel quale istituzioni finanziarie private estere sono disposte ad impiegare ingenti capitali: ci riferiamo alle operazioni di prestito già concluse e a quelle che potranno esserlo in un prossimo futuro. Cogliamo il frutto di una perseverante politica di collaborazione finanziaria condotta tenacemente a tutti i livelli: ci è grato ricordare la prontezza con la quale la Tesoreria degli Stati Uniti e la Banca della Riserva Federale di New York nel breve spazio di un giorno hanno aumentato le linee di credito alla Banca d'Italia di 500 milioni di dollari, e la prontezza con la quale banche americane, canadesi, britanniche, tedesche e di altri paesi hanno partecipato alla conclusione delle importanti operazioni di prestito cui si è fatto riferimento.

L'insieme delle operazioni di prestito perfezionate e prossime ad esserlo ammonta a circa un miliardo di dollari. Per la maggior parte sono state negoziate sulla base di un saggio di interesse variabile di semestre in semestre in relazione a quello

applicabile ai fondi interbancari in dollari sulla piazza di Londra e concedono al mutuatario la facoltà di estinzione anticipata senza pagamento di alcuna penalità. Ci è sembrato opportuno includere questa clausola allo scopo di essere in grado di estinguere i prestiti appena le condizioni della nostra bilancia dei pagamenti lo consentano o eventualmente di sostituire prestiti ad alto saggio di interesse con altri a condizioni meno onerose.

Abbiamo disposto che gli enti mutuatari versassero temporaneamente il controvalore in dollari in conti presso la Banca d'Italia nell'intento di eliminare l'effetto espansivo sulla liquidità interna e di sollevare gli enti medesimi dalla necessità di mantenere giacenze in lire di entità eccedente le loro occorrenze immediate. Durante il periodo nel quale le somme restano in deposito presso la Banca d'Italia, il procedimento equivale all'imposizione di una riserva obbligatoria del 100 per 100. Il ricavo di questi prestiti è stato utilizzato dalla Banca per estinguere debiti a breve termine contratti nei primi due mesi dell'anno. In questo modo abbiamo consolidato il nostro indebitamento e aumentato di altrettanto le nostre riserve ufficiali nette. L'aumento nel mese di maggio è stato di circa 400 milioni di dollari.

SALARI, COSTI, PREZZI ED EQUILIBRI AZIENDALI

Gli aumenti salariali recentemente intervenuti, sovrapponendosi ad aumenti dei prezzi delle materie prime di importazione, pongono complessi problemi alle autorità monetarie sotto il duplice profilo del contenimento dell'inflazione e della tutela dell'equilibrio economico delle imprese quali condizioni dello sviluppo.

Occorre procedere ad una misurazione quantitativa sufficientemente attendibile dei prevedibili aumenti dei costi di lavoro per unità di prodotto; occorre stabilire in quale misura riesca possibile trasferire gli aumenti dei costi sui prezzi e quali conseguenze derivino dalla contrazione dei profitti attesi ai fini delle decisioni di investimento, e dei profitti correnti ai fini del finanziamento; infine occorre procedere alla stima degli effetti di propagazione degli aumenti dei prezzi nei diversi settori. A questo scopo conviene distinguere il settore delle attività maggiormente esposte alla concorrenza estera da quello delle attività che ne sono relativamente esenti, essendo

minore o maggiore, secondo l'appartenenza al primo o al secondo, la capacità delle imprese di adeguare i prezzi alla esigenza di recuperare appieno i costi aggiungendo un margine in funzione di profitto.

Quando i costi diretti aumentano, per effetto di aumenti del costo delle materie prime o del costo del lavoro o per l'effetto congiunto di entrambe queste cause, le imprese tendono a trasferire gli incrementi sui consumatori; ma la possibilità di un loro trasferimento più o meno completo e rapido dipende dalla maggiore o minore intensità della domanda in relazione al grado più o meno elevato di utilizzo della capacità produttiva.

Le verifiche empiriche mettono in evidenza l'irregolare progredire della produttività che si accresce più rapidamente all'inizio della fase espansiva del ciclo e rallenta in prossimità del suo culmine. Questo andamento sembra possa essere attribuito alla non omogeneità dei fattori della produzione, per effetto della quale all'espandersi della domanda e al conseguente innalzarsi del grado di utilizzo della capacità produttiva vengono impiegate attrezzature e manodopera progressivamente meno efficienti, determinandosi in tal modo le condizioni di rendimenti decrescenti per unità occupata. Il tasso di incremento della produttività si abbassa proprio quando il sistema, sotto la spinta di processi inflazionistici, avrebbe maggiore necessità di un suo innalzamento. In queste condizioni il saggio di espansione monetaria rappresenta uno strumento di contenimento della domanda e, in ultima istanza, dei profitti. Il ricorso ad esso può divenire ancor più necessario quando la riduzione degli orari di lavoro limiti le possibilità di utilizzazione del capitale investito e quindi le possibilità di espansione dell'offerta. Ma lo strumento monetario è certamente imperfetto per il suo carattere non sufficientemente selettivo e per la difficoltà di controllare nel breve periodo il volume del credito, che dipende anche dal comportamento degli operatori, mediante la regolazione della base monetaria.

Mentre nei settori meno esposti alla concorrenza internazionale, ad aumenti del costo del lavoro si accompagnano rilevanti variazioni positive sia nei prezzi sia nei profitti unitari, nei settori aperti alla concorrenza i prezzi interni mostrano una maggiore sensibilità alle variazioni dei prezzi dei prodotti esteri. In caso di stabilità di questi ultimi, aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto determinano, nel breve

periodo, diminuzioni nella quota degli altri redditi, i quali, per le interdipendenze settoriali, risentono negativamente anche degli aumenti dei costi del lavoro nelle altre attività meno esposte. L'aumento dei prezzi dei prodotti esteri concorrenziali consente invece un aumento dei profitti e compensa l'effetto negativo dei maggiori costi del lavoro sui profitti unitari. Gli incrementi di produttività nei settori esposti alla concorrenza internazionale sono superiori a quelli medi del sistema; le ragioni di tale differenza sono probabilmente in larga misura tecnologiche, ma non può escludersi l'effetto positivo della concorrenza estera.

In regime di libertà degli scambi e di cambi fissi l'ultima barriera contro la quale si arresta il processo di trasferimento degli aumenti dei costi sui prezzi è costituita dai prezzi internazionali. Quando quella barriera sia stata raggiunta, una maggiore spesa si dirige alle merci di importazione. Ha luogo un'azione di rigetto attraverso la bilancia dei pagamenti, che dall'equilibrio passa al disavanzo o dall'avanzo ad un minore avanzo. In queste condizioni una domanda monetaria crescente può coesistere con produzione e occupazione all'interno stazionarie. La proposizione: dare liquidità all'economia quanta ne richiede, equivale ad affermare: non dare la liquidità che alimenti un disavanzo della bilancia dei pagamenti.

Nel corso delle polemiche intorno all'interpretazione dei rapporti fra prezzi e aumenti dei costi indotti dagli aumenti salariali, si è di frequente affermato che i rialzi dei prezzi in atto deriverebbero da deficienze strutturali della nostra economia. Esse concorrono certamente a limitare le possibilità dell'offerta; specialmente nei settori dell'abitazione, del trasporto pubblico, dell'assistenza sanitaria e così di seguito. Nelle nostre Relazioni da gran tempo sono stati sottolineati gli effetti negativi derivanti dalla insufficienza di investimenti nella infrastruttura sociale. Si è ripetutamente affermato che quella insufficienza prima o poi si sarebbe riflessa in aumenti dei costi e dei prezzi. Ma non è saggio espandere la domanda monetaria prescindendo dalla possibilità di adeguamento dell'offerta, quasi per sottolineare gli errori commessi; perché l'effetto di breve periodo non sarà quello di migliorare l'offerta, ma soltanto di falciare il potere di acquisto conquistato attraverso le lotte del lavoro.

Il problema della relazione tra tasso di inflazione e deficienze strutturali si collega all'osservanza delle condizioni della stabilità monetaria: affinché essa sia

mantenuta occorre che all'aumento della domanda monetaria derivante da aumenti salariali corrisponda un incremento del flusso reale di risorse. Questa corrispondenza potrà realizzarsi anche a misura che si risolvano le deficienze strutturali, ma in tempi necessariamente più lenti che per le condizioni congiunturali.

Nella maggior parte dei casi, del resto, l'adattamento dell'infrastruttura sociale non ha incontrato limiti di carattere finanziario, e non li ha certamente incontrati la costruzione di case per i lavoratori; i limiti sono stati e sono di altra natura e la loro rimozione richiede l'azione assidua dell'amministrazione, compito arduo cui non può provvedere la mera sollecitazione dell'opinione pubblica. In presenza di una offerta di servizi sociali inadeguata, ci si potrà risolvere a imporre vincoli amministrativi sui prezzi; ma occorre riconoscere la contraddizione insita in politiche espansive del potere di acquisto, quando ne derivi prima o poi la necessità di introdurre calmieri per difendere quel potere di acquisto che si è liberalmente distribuito. La difesa può inoltre rivelarsi fallace, quando la domanda eccedentaria si concentri nei settori nei quali non si applica il calmiere: l'effetto ultimo possono essere aumenti dei prezzi ancora maggiori o importazioni dall'estero più ampie o entrambi questi fenomeni.

Gli impulsi inflazionistici di origine esterna continueranno ad essere nel 1970 una delle cause degli aumenti dei prezzi interni, ma saranno fortemente aggravati dagli incrementi salariali. Secondo le stime del Comitato tecnico scientifico presso il Ministero del bilancio, effettuate alla fine dell'anno scorso, l'aumento medio del costo del lavoro per addetto nell'intera economia dovrebbe risultare nel 1970 pari al 13 per cento. Dati più recenti di altra fonte indicherebbero un aumento medio ancora maggiore, del 16-17 per cento circa.

Nel settore industriale, più degli altri interessato dalle rivendicazioni salariali, i rialzi sarebbero maggiori; secondo le stime del predetto comitato, l'aumento dei salari di fatto nell'industria risulterebbe compreso, nel 1970, tra un minimo dell'11 per cento nei settori per i quali non sono previsti rinnovi contrattuali e un massimo del 21 per cento negli altri settori; in questi ultimi, secondo altre stime, gli aumenti sarebbero assai superiori.

Le differenze tra gli sviluppi salariali sono peraltro puramente temporali e tendono a scomparire mano a mano che altri settori industriali arrivano alla scadenza

contrattuale, come dimostra il settore tessile, che ha concluso su una base rivendicativa analoga a quella dei metalmeccanici.

Con gli ulteriori rinnovi previsti nel corso dell'anno risulterà che entro la fine del 1970 i tre quarti degli addetti all'industria si troveranno sulle nuove posizioni retributive, con tassi di incrementi salariali praticamente uniformi. A questa uniformità si contrappone nei vari settori il forte ventaglio nelle variazioni della produttività; ad esempio, riferendoci alle industrie che hanno già rinnovato i contratti, grande è la differenza fra metallurgiche e chimiche da un lato, meccaniche e tessili dall'altro. Per le prime, ambedue ad alta intensità di capitale, con un complesso di impianti di creazione relativamente recente e quindi tecnologicamente avanzati, gli aumenti di produttività sono elevati; per le seconde, la situazione è assai meno favorevole: vi concorre l'esistenza di imprese molto differenziate, per efficienza e dimensioni, nonché il limitato impulso che hanno avuto la ricerca scientifica e le innovazioni tecniche. Per le industrie meccaniche, inoltre, la situazione è resa più grave dal fatto che esse avevano subito nel corso dell'anno il rialzo particolarmente elevato delle materie prime.

Ad ogni modo, i tassi degli aumenti salariali sono stati più che doppi rispetto a quelli che la produttività può raggiungere nei settori in cui progredisce più celermente; di conseguenza, essi sono destinati a tradursi in incrementi del costo del lavoro per unità di prodotto più o meno elevati nei vari settori, ma comunque di entità tale da creare gravi difficoltà per il mantenimento degli equilibri aziendali, anche ammettendo un loro parziale trasferimento sui prezzi.

Sempre secondo il citato documento degli esperti del Ministero del bilancio, il limite massimo entro il quale dovrebbe essere contenuto l'aumento dei prezzi dei prodotti industriali sarebbe del 6 per cento: questo limite è già superato ove si consideri il divario, che è del 6,5 per cento, tra il livello raggiunto nel marzo dell'anno in corso e la media del 1969; nei confronti di 12 mesi prima l'aumento sale a quasi il 9 per cento e pone il ritmo di incremento dei prezzi del nostro Paese, che sino all'anno scorso si era mantenuto al di sotto di quello degli altri paesi occidentali, al di sopra della maggioranza di essi.

Le difficoltà incontrate dalle imprese di minori dimensioni, nelle quali l'incidenza dei costi variabili è in genere più elevata, menomano la loro stessa capacità

di sopravvivenza e le inducono a cercare protezione presso le grandi, anche all'estero, o presso le imprese pubbliche.

Sono numerose le imprese straniere che assumono interessenze in imprese nazionali, indebolendone, in vari casi, autonome e promettenti potenzialità espansive. In altri casi, le imprese sono cedute a quelle rientranti nel settore pubblico dell'economia. Spesso il pagamento del prezzo avviene alle finanziarie estere alle quali erano state intestate in tutto o in parte le azioni delle imprese cedute. La concentrazione di mezzi di produzione nel settore pubblico dà luogo talvolta a un miglioramento tecnico delle imprese; altra volta, a una restrizione dell'area concorrenziale, o al salvataggio forzato di aziende inefficienti, eventi pregiudizievoli entrambi alla funzionalità stessa dell'economia mista.

Né giova promettere agevolazioni creditizie nell'intento di arrestare questi processi, poiché non soltanto la possibilità di concedere credito, ma anche quella delle imprese di riceverlo trova dei limiti. Conviene quindi soffermarsi sull'esame del meccanismo di finanziamento delle imprese.

Nell'ultimo ventennio il finanziamento degli investimenti da parte delle imprese è stato effettuato aumentando il ricorso all'indebitamento; quest'ultimo, a sua volta, ha assunto la forma di debito verso intermediari finanziari. L'effetto di questo processo è stato l'accrescimento della provvista degli intermediari finanziari mediante la creazione di strumenti di credito liquidi o quasi liquidi. Nel quinquennio 1951-1955 i finanziamenti all'economia, effettuati tramite l'emissione diretta di strumenti di credito, hanno rappresentato il 13,8 per cento dei finanziamenti complessivi; questa proporzione è discesa all'11,3 per cento nel periodo compreso fra il 1956 e il 1962 e all'8,2 per cento nel periodo dal 1963 al 1969. Negli stessi periodi le attività liquide del pubblico sono aumentate rispettivamente del 14,4, del 13,2 e del 12,4 per cento in ragione d'anno, mentre i saggi di incremento del reddito nazionale lordo, a prezzi correnti, erano del 10,2, dell'8,9 e del 9,5 per cento.

Il metodo al quale hanno fatto prevalentemente ricorso le imprese per il finanziamento a esplicita scadenza a lungo termine è stato l'indebitamento con gli istituti speciali, ottenuto spesso a condizioni agevolate per il concorso dello Stato. Gli istituti speciali, a loro volta, hanno raccolto i fondi con la emissione di obbligazioni

sottoscritte in larga misura dalle aziende di credito. Questo circuito finanziario e le preferenze dei risparmiatori, insieme con il contenimento delle dimensioni del finanziamento diretto, hanno fatto sì che si formassero elevate giacenze monetarie e quasi monetarie rappresentate prevalentemente dai depositi bancari.

La dissociazione fra centri di formazione del risparmio e centri di attuazione degli investimenti si è accentuata progressivamente: nel 1969 la quota del risparmio netto delle famiglie rispetto al risparmio complessivo è salita all'80 per cento. Ciò non solo attesta la dipendenza del processo di finanziamento dalla continuità del risparmio familiare, ma anche la complessità del compito, che ha l'intermediazione, di assicurare contemporaneamente alla pubblica amministrazione e alle imprese l'afflusso dei mezzi richiesti per svolgere la loro attività.

Le conseguenze negative si manifestano più pesantemente sulle imprese private che, nella loro attuale situazione patrimoniale, sembrano scarsamente disposte a compensare l'inadeguata raccolta di capitale di rischio con il ricorso all'indebitamento. Le imprese pubbliche avvertono il vincolo dell'indebitamento con minore intensità, dal momento che per esse sono meno pressanti sia le esigenze di liquidità aziendale sia quelle della remunerazione del capitale di rischio. Nel corso della Relazione si pone in evidenza che negli ultimi sei anni vi è stata una sostanziale uguaglianza fra le imprese pubbliche e quelle private nel tasso di risparmio lordo; le prime però hanno accresciuto maggiormente le proprie immobilizzazioni tecniche, cosicché il loro tasso di autofinanziamento risulta più basso di quello delle imprese private. Nell'industria gli investimenti fissi effettuati dalle imprese pubbliche hanno costituito, nel 1969, il 38 per cento degli investimenti complessivi del settore.

SAGGI DI INTERESSE, CONCORRENZA FRA LE AZIENDE DI CREDITO E ORGANIZZAZIONE DEI MERCATI FINANZIARIO E MONETARIO

Le ampie oscillazioni dei saggi di interesse hanno ridestato le discussioni intorno alle relazioni fra prezzi, saggi di interesse e politica monetaria. Senza addentrarci in argomentazioni teoriche crediamo di poter affermare che in caso di aspettative inflazionistiche i saggi nominali riflettono, generalmente con ritardo, tali aspettative e

mostrano la tendenza al mantenimento di un livello relativamente stabile dei rendimenti reali i quali, per di più, sotto la spinta di una crescente interdipendenza economica, tendono ad assumere valori abbastanza uniformi in tutti i mercati dei paesi sviluppati.

L'osservazione storica mostra che solitamente variazioni dei prezzi si associano con variazioni di ugual segno dei saggi d'interesse; ciò si rileva, ad esempio, negli Stati Uniti e nel Regno Unito lungo i decenni. Questa relazione si interrompe bruscamente con la seconda guerra mondiale; sia negli Stati Uniti sia nel Regno Unito, nel corso della guerra e nell'immediato dopo guerra, all'espansione del debito pubblico corrispose la stabilità dei saggi di interesse, ottenuta mediante politiche di forte aumento della quantità di moneta associato con il contenimento coercitivo della spesa privata. In ambedue i paesi, agli inizi degli anni '50 i saggi di interesse erano su livelli anormalmente bassi. In questa situazione ebbe inizio la loro ascesa. Il processo di aumento fu graduale, anche se nel Regno Unito il mantenimento dell'equilibrio esterno impose una struttura di saggi di interesse superiore a quella vigente negli Stati Uniti. Negli anni più recenti le aspettative inflazionistiche hanno svolto una parte importante nel determinare l'ascesa dei saggi nominali.

Sia negli Stati Uniti sia nel Regno Unito il 1969 è l'anno in cui si accentuano politiche impiegate principalmente sul controllo della quantità di moneta. Mentre i saggi di interesse liberi di muoversi hanno raggiunto livelli assai elevati, quelli vincolati da provvedimenti di carattere amministrativo hanno provocato tensioni maggiori nelle zone di mercato nelle quali vige la libertà. Sembra che i massimi siano stati toccati, ma è anche probabile che il non conseguito controllo delle spinte inflazionistiche e le attese di un loro persistere manterranno nel prossimo futuro i saggi di interesse su alti livelli.

In questo quadro di estrema tensione dei saggi di interesse internazionali e di crescente difficoltà nel controllare i flussi di capitali si inseriscono le decisioni prese dalle autorità monetarie italiane nella prima metà del 1969, divenute operanti nella seconda metà dell'anno. Esse furono ispirate non soltanto dalla esigenza di contribuire ad attenuare le spinte alla esportazione dei capitali, promovendo l'allineamento dei saggi di interesse interni con quelli internazionali, ma soprattutto dal convincimento che alle spinte inflazionistiche di origine esterna apparse nel nostro mercato nella prima metà del 1969 si sarebbero aggiunte quelle, non ancora conosciute in tutta la loro

intensità quando le decisioni si assumevano, derivanti dalla conclusione di vertenze sindacali che interessavano un gran numero di lavoratori dipendenti.

Intorno ai modi in cui si è realizzato l'aumento dei saggi di interesse in Italia, si riferirà fra poco; quanto alla scelta dei tempi, conviene sottolineare che essa ha consentito di portare nello spazio di circa un semestre i nostri saggi di interesse in prossimità dei massimi raggiunti all'estero.

Poiché i saggi di interesse nel nostro Paese si erano avvicinati alla vetta proprio nel momento in cui nei grandi mercati si delineava, attraverso contrasti, un movimento discendente, si è posto il problema se tale movimento dovesse essere seguito o se invece convenisse e convenga tendere a un rapporto fra saggi di interesse in Italia e all'estero che risponda alla esigenza di esercitare un effetto di attrazione di capitali verso l'Italia. Il progredire della integrazione all'interno della Comunità economica europea, un eventuale ampliamento di essa e una politica di sempre maggiore apertura verso i mercati internazionali, insieme con l'accelerazione dell'accostamento dei livelli retributivi italiani a quelli comunitari, assegnano idealmente al nostro Paese la posizione di importatore netto di capitali, fino a quando sia colmata la distanza che separa la disponibilità di capitali per persona occupata nel nostro Paese da quella dei paesi industrializzati del resto dell'Europa.

L'interpretazione della politica seguita in materia di tassi di interesse richiede un accenno alle caratteristiche proprie del mercato italiano, sotto il profilo sia della reattività dei tassi alle variazioni della base monetaria, sia delle interdipendenze tra saggi a breve e a lungo termine.

Le autorità monetarie creano la cosiddetta base monetaria, costituita dalla moneta legale e dalle attività finanziarie depositabili senza limitazione nelle riserve obbligatorie, o liberamente convertibili in contante presso la banca centrale. In relazione all'andamento del reddito e alla sua distribuzione, nonché ai mutamenti del tasso d'interesse – variabili a loro volta influenzate dal ritmo e dai canali di creazione della base monetaria – il pubblico decide quanta parte delle suddette attività trattenere e quanta trasformarne in depositi bancari o in titoli. L'aumento del saggio di interesse produce una minore domanda di base monetaria da parte del pubblico e un ampliamento della formazione dei depositi bancari. Secondo i risultati di stime econometriche,

sembra si possa affermare che tra queste due attività intercorra un rapporto di sostituibilità tale da tramutare, sulle consistenze attuali, circa 300 miliardi di circolante in depositi, nello spazio di tempo di un anno, nel caso di aumento di un punto percentuale della loro remunerazione; questo effetto viene successivamente esaltato dall'azione del moltiplicatore del credito. Ciò significa che le conseguenze di una politica monetaria restrittiva sarebbero molto più sentite, ma con possibilità di dar luogo alle distorsioni sperimentate altrove, quando il sistema bancario non fosse in grado di assorbire, attraverso la libera determinazione dei tassi, almeno il primo impatto delle restrizioni, oppure qualora, in presenza di vincoli amministrativi sui tassi, non esistesse sul mercato un sufficiente ammontare di titoli a breve termine il cui rendimento variasse secondo la situazione di liquidità.

Poiché in Italia si constatano rapporti assai elevati fra giacenze monetarie e quasi monetarie da un lato e prodotto nazionale lordo dall'altro, sembrerebbe opportuno conseguire una più appropriata struttura dei tassi di rendimento delle attività finanziarie. A questo fine potrebbe giovare l'osservanza di limiti ai tassi applicabili sui depositi bancari; ne seguirebbe la necessità di offrire al pubblico titoli di mercato monetario con tassi non soggetti a vincoli amministrativi e altamente sensibili al variare delle condizioni di mercato, nei quali possano essere impiegate disponibilità liquide che non si dirigono verso i depositi bancari.

L'approfondimento delle conoscenze intorno alla nostra economia e alle trasformazioni cui essa è soggetta non poteva non riflettersi nel nostro atteggiamento verso le possibili soluzioni dei complessi problemi posti alla politica monetaria. Quanto ai saggi di interesse attivi e passivi, la nostra politica, così ci esprimemmo nella Relazione all'Assemblea dei partecipanti tenuta il 30 maggio 1962, «ha continuato ad essere quella di considerare più proficua una disciplina che si attui attraverso accordi amministrativi nell'ambito stesso delle categorie. Non ci proponiamo quindi di assumere, da parte nostra, quegli atteggiamenti impazienti che qualche volta rimproveriamo ai colleghi delle banche, e resisteremo a sollecitazioni che spesso ci pervengono, perché siano adottate discipline coercitive, che reputiamo umilianti per chi le impone e chi le subisce». Sempre nel 1962 affermammo l'opportunità di introdurre limitazioni ai tassi applicabili sui conti interbancari. In seguito, però, abbiamo

modificato quell'atteggiamento e agli inizi di quest'anno abbiamo soppresso i vincoli alla determinazione dei saggi di interesse che possono essere corrisposti sui conti interbancari. Con questo provvedimento abbiamo creduto di dare inizio alla creazione nel nostro Paese di un mercato attraverso il quale si redistribuiscono le disponibilità liquide delle banche sulla base delle indicazioni tratte dalle oscillazioni dei tassi di interesse.

Nel quinquennio 1964-1968, sotto la spinta di una concorrenza fra le aziende di credito sempre più aspra, i saggi passivi sono aumentati ad un ritmo moderato ma costante, mentre quelli attivi hanno manifestato una tendenza alla riduzione, oscillando secondo le condizioni monetarie dei diversi momenti ciclici. Nel primo semestre del 1969 i tassi attivi sono risultati sostanzialmente stabili, sebbene si fosse chiaramente delineata la tendenza dei prezzi all'aumento; la loro ascesa ha avuto inizio nel secondo semestre. Quelli passivi si sono spostati verso l'alto con moto accelerato nel primo trimestre di quest'anno.

La rilevazione dei dati sui tassi applicati alle operazioni bancarie attive, avviata dal gennaio 1969 in collaborazione con un gruppo di aziende di credito ampiamente meccanizzate che amministrano più della metà della raccolta, ha messo in evidenza un continuo aumento del costo dei finanziamenti bancari a partire dal terzo trimestre del 1969, accentuatosi in coincidenza delle misure di variazione del saggio ufficiale di sconto. Da una media complessiva del 6,81 per cento alla fine di giugno, si è passati al 7,51 per cento alla fine di settembre, al 7,99 per cento alla fine dell'anno e all'8,22 alla fine del marzo scorso, con una notevole dispersione dei valori osservati. I tassi vanno crescendo man mano che dalle piazze delle regioni occidentali si passa a quelle orientali e da quelle settentrionali a quelle meridionali, con l'eccezione dell'Italia centrale; il divario è più che compensato dalle agevolazioni di cui ampiamente beneficiano le regioni meridionali e insulari.

Il processo di aggiustamento dei tassi nella seconda metà del 1969 si è compiuto con maggiore celerità dal lato di quelli attivi, per la vischiosità che contraddistingue i tassi passivi; ciò ha consentito alle aziende di credito di ogni dimensione di conseguire risultati economici soddisfacenti. Per contro, l'andamento nei primi mesi di quest'anno fa prevedere che, anche per l'aggravio delle spese di amministrazione in seguito

all'aumentato costo del personale, i conti economici delle imprese bancarie saranno notevolmente appesantiti. Non è da escludere che le aziende di minori dimensioni ne soffrano più di quelle grandi e riceva così un ulteriore impulso il processo che anche nell'ambito dell'attività bancaria sospinge verso la concentrazione. Confermiamo che da parte nostra questo processo è seguito con attenzione e non è giudicato contrario agli interessi generali nella misura in cui non alteri una struttura del sistema bancario atta a mantenere nel suo interno un grado elevato di concorrenza.

Nel sistema creditizio italiano gli elementi concorrenziali sono relativamente più importanti che in molti altri paesi. Il risvegliarsi negli ultimi anni di una concorrenza latente è stato probabilmente originato dallo sviluppo economico che ha accresciuto il grado di integrazione dell'economia italiana nel sistema internazionale. Le recenti vicende della politica monetaria hanno a loro volta contribuito all'intensificarsi della concorrenza. Il rafforzamento di questa è confermato dalla riduzione dell'utile per ogni lira intermediata dal sistema bancario. La lievitazione del costo della raccolta è stata compensata da una rapida razionalizzazione, che ha ridotto notevolmente l'incidenza dei costi generali e contenuto la caduta dell'utile unitario.

Nella seconda metà del 1969 ha avuto inizio l'allineamento dei tassi delle obbligazioni; esso è stato effettuato con movimenti bruschi intervallati da pause di relativa stazionarietà. Il ricorso a un aggiustamento graduale ha generato negli investitori maggiore incertezza sulle tendenze future di quanta non ne sarebbe derivata da un aggiustamento effettuato con un unico movimento, anche se di dimensioni più ampie. La scelta del metodo è stata suggerita principalmente da due ordini di considerazioni:

- un aggiustamento immediato avrebbe potuto produrre cessioni di titoli di ammontare eccedente le possibilità di controllo da parte delle autorità monetarie;
- l'aggiustamento ha coinciso con il periodo di agitazioni legate alle vertenze sindacali; una caduta troppo brusca delle quotazioni avrebbe potuto essere interpretata all'interno e all'estero come un sintomo di crisi.

Le autorità monetarie hanno preferito accompagnare il movimento discendente con interventi progressivamente decrescenti. Agli inizi dell'anno in corso è stata presa la decisione di sospendere gli interventi, ad eccezione di quelli sui buoni novennali del

Tesoro. Se si considera l'intero arco di tempo durante il quale si è passati per l'Italia da un periodo di stabilità dei corsi a uno di variazione degli stessi, si constata che la quotazione dei nostri titoli si è ridotta mediamente come altrove.

Dall'esame dell'andamento delle sottoscrizioni di titoli si deduce che le aspettative di flessioni dei corsi, impendenti sul nostro mercato fin dal marzo 1969, hanno manifestato i loro primi effetti a partire dal mese di luglio, con una sensibile riduzione della domanda di titoli da parte sia degli investitori istituzionali sia di quelli privati, senza però che avessero luogo rilevanti operazioni di smobilizzo di portafoglio. In particolare, dall'esame del comportamento delle banche si rileva che le cessioni di titoli effettuate nel periodo di flessione dei corsi rientrano in larga misura nella normale attività di intermediazione e che la consistenza dei portafogli bancari è cresciuta dal luglio al dicembre di 362 miliardi.

Una situazione particolare si è creata nel comparto delle cartelle fondiarie, le quali avevano usufruito negli ultimi anni della concessione di una tacita garanzia di riacquisto allo stesso prezzo di vendita da parte degli istituti bancari collegati con gli istituti emittenti. Tale garanzia, se da un lato aveva consentito di ampliare il mercato delle cartelle, dall'altro aveva diffuso nei sottoscrittori il convincimento che esse fossero un surrogato dei depositi: trasformabili cioè a vista in contante. Quando il divario fra il rendimento delle cartelle e quello delle altre obbligazioni è divenuto troppo ampio, i possessori delle cartelle, ritenendo il sacrificio, in termini di rendimento, eccessivo rispetto al vantaggio della stabilità del corso, hanno manifestato la tendenza allo smobilizzo. La continuazione del sostegno dei corsi avrebbe potuto costringere le aziende di credito impegnate nell'azione di difesa a ricorrere al finanziamento della Banca d'Italia. Allo scopo di evitare l'eccessiva creazione di liquidità che sarebbe potuta derivarne, è stato istituito un premio crescente secondo l'epoca del rimborso o, in alternativa, è stato stabilito l'aumento dal 5 al 6 per cento del saggio nominale delle vecchie cartelle ponendo gli oneri relativi a carico del bilancio dello Stato.

L'abbassamento dei corsi dei titoli obbligazionari e il corrispondente innalzamento dei rendimenti effettivi si sono associati con l'ampliamento del divario fra titoli recanti cedola più alta e titoli recanti cedola più bassa. Il divario deriva dal fatto

che i risparmiatori privati, in previsione di un possibile realizzo dei titoli prima della scadenza, preferiscono i titoli con elevato tasso immediato, perché in tal caso fruiscono di un elemento certo, la cedola, a fronte di un elemento incerto e remoto, il premio di rimborso.

Nell'intento di definire le linee lungo le quali sarà condotta la politica di regolazione del mercato del credito a lungo e breve termine e di intervento della Banca d'Italia nel mercato dei titoli, sembra opportuno riconsiderare il comportamento dell'istituto di emissione nell'ultimo quadriennio. Si è affermato, da parte di alcuni, che la politica di sostegno delle quotazioni dei titoli obbligazionari iniziata nel 1966 avrebbe provocato una espansione eccessiva della liquidità della economia e preparato le condizioni nelle quali si sono manifestati i fenomeni inflazionistici in atto. È stato affermato, da parte di altri, che l'interruzione di quella politica sarebbe dovuta accadere prima; mentre altri ancora hanno affermato che quella interruzione non avrebbe dovuto aver luogo affatto.

La politica di intervento sul mercato dei titoli obbligazionari intesa alla stabilizzazione dei corsi fu iniziata dalla Banca d'Italia nel secondo trimestre del 1966 con l'intento di conseguire due obiettivi:

- assicurare il collocamento presso il pubblico di un ammontare rilevante in assoluto ed inusitato per il mercato italiano di nuove emissioni, accrescendo, grazie al diminuito rischio di perdite in conto capitale, la propensione dei privati all'impiego in titoli;
- prevenire una lievitazione dei tassi di interesse all'interno, in un periodo di insufficiente attività di investimento pubblico e privato.

Dei due obiettivi che la politica di stabilizzazione si proponeva, quello della creazione di un più ampio mercato dei titoli è stato in notevole misura realizzato. Gli acquisti di titoli da parte del pubblico, nei tre anni 1966-1968, raggiungono un volume di 1.300 miliardi all'anno in media, contro 600 circa nel triennio precedente, ed ancora nel 1969 essi si mantengono al di sopra dei 1.000 miliardi. Nonostante l'inconsueto ammontare delle nuove emissioni, il rapporto dei titoli collocati presso il pubblico al totale delle emissioni ritorna tra il 1966 e il 1968 a livelli elevati.

L'obiettivo di stimolare l'attività di investimento è stato conseguito soltanto in

parte; una politica più aggressiva avrebbe potuto essere desiderabile, ma sarebbe stato imprudente attuarla sospingendo il livello dei tassi di interesse ancora più in basso, perché in presenza di mutate condizioni di mercato sarebbe stato più arduo il processo di aggiustamento. Nel determinare la politica suddetta non si prevede, né forse si poteva, l'eccezionale altezza verso la quale sarebbero saliti all'estero i saggi di interesse a lungo e a breve termine; più pragmaticamente ci si limitò a seguire una linea di prudenza.

Non si può certamente affermare che, nel periodo in esame, la politica seguita dalla Banca d'Italia abbia prodotto la conseguenza di farle perdere il controllo del processo di creazione della base monetaria. Questa si è accresciuta in misura simile a quella del reddito nazionale in termini correnti, in un periodo nel quale l'andamento dei prezzi non ha presentato alcun sintomo di accelerazione. La base creata ha prodotto un effetto espansivo crescente perché il sistema bancario ha operato mantenendo una minore proporzione fra mezzi liquidi e depositi, e proprio in dipendenza di ciò a metà del 1969 la Banca d'Italia aveva un più stretto controllo sulla liquidità del sistema. La quantità di moneta è cresciuta a tassi inferiori alla media di lungo periodo e in ciò può ravvisarsi l'effetto della politica di stabilizzazione seguita, intesa a spostare le preferenze del pubblico verso i titoli obbligazionari. Questa affermazione non contraddice quella precedente, che il circuito finanziario secondo il quale si è effettuato il finanziamento delle imprese avrebbe provocato la formazione di elevate giacenze monetarie e quasi monetarie rappresentate prevalentemente dai depositi bancari; essa significa soltanto che il processo di formazione di tali giacenze non è stato accelerato dalla politica di compravendita di titoli dell'istituto di emissione.

I critici secondo i quali la politica di sostegno dei corsi dei titoli sarebbe stata inopportuna modificata fanno leva essenzialmente su due ordini di argomentazioni:

- la nuova politica sarebbe stata decisa essenzialmente allo scopo di restringere il disavanzo della bilancia dei pagamenti provocato dalla esportazione dei capitali; a questo fine sarebbe stato preferibile esercitare con maggiore rigore controlli di carattere amministrativo;
- l'allineamento fra tassi di interesse interni e tassi di interesse esterni sarebbe stato portato a termine proprio nel momento in cui oscillazioni anche ampie di questi

ultimi sembravano indicare una tendenza al declino; meglio sarebbe stato resistere, in attesa che l'equilibrio si ristabilisse ad un livello più basso.

Ad entrambe queste obiezioni crediamo di avere replicato in precedenza; confermiamo che non risponde alla realtà che le decisioni prese nel primo semestre del 1969 ed attuate nel secondo semestre di quell'anno e agli inizi di quello corrente siano state ispirate soltanto dalle condizioni della bilancia dei pagamenti. Il progressivo abbandono del sostegno dei titoli si inquadra nel complesso di provvedimenti presi dalla Banca d'Italia per esercitare un più diretto controllo sulla creazione di base monetaria. In un periodo nel quale si manifestavano crescenti tensioni nei prezzi e aspettative di un inasprimento di esse in seguito agli aumenti dei costi di produzione, è sembrato opportuno sopprimere la possibilità per l'economia di procurarsi base monetaria in quantità teoricamente illimitata per mezzo di cessioni di titoli che sarebbero stati comunque assorbiti dagli acquisti della Banca d'Italia.

Nella prima metà del 1969 si delineavano infatti con sufficiente distinzione i contorni della situazione odierna, caratterizzata dall'importanza assunta dal comportamento irregolare di fattori autonomi di creazione della base monetaria, e cioè della bilancia dei pagamenti, influenzata in misura preponderante dai movimenti di capitali, e del Tesoro. In più di una occasione abbiamo messo in evidenza che a partire dalla seconda metà del 1969 le occorrenze del Tesoro sono sostanzialmente la sola causa di creazione di base monetaria. Si deve aggiungere che anche le operazioni della Banca d'Italia con le aziende di credito in non pochi casi derivano da fabbisogni di enti locali o assistenziali; la Banca soccorre quelle aziende o istituti centrali che procurano denaro a questo e a quello fra i grandi comuni che altrimenti sarebbero posti nella impossibilità di pagare gli stipendi ai propri dipendenti. Casi non dissimili si hanno quando le aziende di credito sovvenzionano enti mutualistici affinché non cessi l'assistenza ospedaliera. In questi casi, come in quelli precedenti, gli interventi delle autorità monetarie sono stati dettati da considerazioni non proprie della politica che ad esse compete di condurre; siamo convinti che nelle attuali condizioni interventi del genere non possono continuare e riteniamo essere nostro dovere comportarci in conseguenza.

In presenza di disavanzi del settore pubblico di ampiezza crescente e distribuiti

disugualmente nel tempo sarebbe imprudente ripristinare la politica di sostegno senza limiti dei corsi dei titoli. Qualora il disavanzo del Tesoro assuma dimensioni non confacenti con le possibilità dell'economia e si voglia proteggere il mercato dei capitali, anche nell'interesse del Tesoro stesso, dagli inevitabili turbamenti che ne derivano, diviene necessario creare un diaframma tra i titoli a lungo termine e il resto del sistema finanziario, affinché la pressione della domanda di fondi del Tesoro trovi espressione in un aumento dei tassi sui titoli a breve senza ripercuotersi immediatamente sui rendimenti di tutte le altre attività finanziarie. Occorre, cioè, accrescere il grado di indipendenza del mercato dei capitali dal disavanzo del Tesoro, allo scopo di impedire che al disavanzo spetti l'iniziativa nella determinazione dei tassi a lungo termine; questo è possibile accrescendo la capacità di reazione dei tassi a breve, anche se trova un limite nella rapidità con la quale gli impulsi si trasmettono agli altri tassi del sistema. Un mercato monetario efficiente è ancor più necessario allorché, nelle condizioni di crescente disavanzo di bilancio, si innestino due ulteriori fattori di squilibrio, l'uno derivante dagli sfasamenti tra l'operazione di raccolta dei fondi tramite l'offerta di obbligazioni e le relative erogazioni, l'altro connesso con movimenti erratici dei fabbisogni pubblici dovuti ad avvenimenti di varia natura che ritardino amministrativamente il flusso delle riscossioni quello dei pagamenti. Poiché questi fattori sono largamente esogeni, è opportuno che le fluttuazioni da essi impresse alla base monetaria nel breve periodo trovino espressione in oscillazioni dei tassi a breve, tali da restringere l'ampiezza di quelle dei tassi a lunga e quindi da permettere l'ordinato svolgimento dell'attività del mercato dei capitali.

La creazione di nuovi buoni ordinari del Tesoro per investimenti liberi, la riattivazione dei tassi di sconto e di anticipazione con la contemporanea introduzione della differenziazione degli stessi, la liberalizzazione dei tassi sui fondi interbancari, sono stati provvedimenti volti ad avviare nel nostro sistema, l'organizzazione di un mercato monetario più reattivo. Nei prossimi mesi converrà procedere nell'affinamento di tale meccanismo: a questo scopo il finanziamento delle occorrenze del Tesoro dovrà essere affidato in più larga misura ai titoli di mercato monetario ed eventualmente a titoli intermedi a tassi variabili, offerti in sottoscrizione al pubblico presso le filiali della Banca d'Italia. Crediamo che anche la Cassa depositi e prestiti potrebbe finanziarsi con l'emissione di buoni fruttiferi recanti un saggio di interesse altamente sensibile al

variare delle condizioni del mercato monetario; se la sezione di credito provinciale e comunale di recente istituzione collocasse in tutto o in parte i propri titoli presso la Cassa, sarebbe possibile effettuare la provvista necessaria al finanziamento degli enti locali ricorrendo alternativamente a strumenti di mercato finanziario o di mercato monetario.

Contestualmente la Banca d'Italia potrebbe intervenire più direttamente per orientare l'azione delle aziende di credito nella determinazione dei tassi passivi; non intenderemmo ripristinare il cosiddetto cartello obbligatorio, ma esercitare un'azione di controllo sul comportamento delle aziende di credito congiunta con un sistema di incentivi. Nei confronti delle aziende di credito che acquisiscano depositi con l'offerta di tassi di interesse contenuti nel limite massimo indicato dalle autorità potrebbe essere applicata una maggiorazione sui tassi di interesse corrisposti sulle somme depositate nelle riserve obbligatorie.

In definitiva:

- a) persistendo ampi disavanzi del settore pubblico e la discontinuità del loro manifestarsi, escludiamo che l'istituto di emissione, pur continuando ad acquistare titoli a lungo termine, possa garantire senza limiti la stabilità dei relativi tassi di interesse;
- b) crediamo necessario proteggere il mercato dei capitali mediante l'organizzazione di un mercato monetario sul quale siano offerti in sottoscrizione al pubblico titoli a breve termine, il cui prezzo oscilli liberamente in relazione alle condizioni del mercato;
- c) a completamento di tale azione e nella misura in cui si riesca ad ottenere che le disponibilità monetarie del pubblico non siano deviate verso mercati non regolati, riteniamo opportuno che la Banca d'Italia eserciti un'azione di coordinazione del comportamento delle aziende di credito relativa alla fissazione dei tassi passivi, indicando periodicamente un limite massimo riferito con opportuni stacchi ad alcuni dei tassi più significativi osservati sul mercato finanziario e monetario.

Questa azione sarà facilitata se gli enti pubblici si asterranno dal richiedere alle aziende di credito presso le quali depositano le proprie disponibilità liquide di pagare saggi di interesse superiori a quelli corrispondenti al limite massimo indicato dalle

autorità monetarie. Occorre riconoscere che in epoca recente l'azione degli enti pubblici ha contribuito a produrre disordine nel campo della determinazione dei tassi passivi: enti che detengono disponibilità di centinaia di miliardi hanno un potere contrattuale che li colloca al di sopra delle limitazioni alle quali è soggetto il depositante ordinario. Quando essi traggono profitto dalla propria forza contrattuale, in linea di fatto accrescono i propri mezzi imponendo una tassazione, con l'effetto di trasferirne l'onere sulla economia nel suo complesso.

Le forme di finanziamento del settore pubblico e di quello privato devono essere adattate alle nuove condizioni. Il campo nel quale operano gli enti cui non è consentita altra forma di provvista ad eccezione delle emissioni di obbligazioni si è grandemente dilatato e tende a dilatarsi ancora; le pressioni inflazionistiche sono divenute più intense e il loro manifestarsi ha provocato la estensione della cerchia dei provvedimenti con i quali i vari gruppi sociali si proteggono dai loro effetti.

In questa situazione diviene più necessario il ricorso al finanziamento del settore pubblico con emissioni di titoli i cui rendimenti siano più sensibili alle condizioni di mercato. Un esempio di questo nuovo andamento è offerto dal prestito ENEL collocato all'estero in questo mese. Il successo avuto da questo prestito, nel momento in cui le emissioni a cedola fissa non trovavano acquirenti, mostra che, nelle condizioni attuali, i mercati internazionali annettono maggiore importanza alla flessibilità in ambo i sensi della cedola offerta di quanta non ne attribuiscono alla costanza di un elevato livello dei rendimenti effettivi alla scadenza.

La Banca d'Italia si considera impegnata ad adattare l'organizzazione dei mercati finanziario e monetario alla esigenza di un loro ordinato funzionamento e a questo fine si gioverà della collaborazione delle aziende e degli istituti di credito. Desideriamo in questa occasione sottolineare il concorso recato specialmente dagli istituti di diritto pubblico e dalle banche di interesse nazionale al collocamento delle emissioni obbligazionarie. L'avvenuto allineamento dei rendimenti dei titoli a reddito fisso nel nostro mercato ai livelli più alti vigenti nel mercato internazionale e nei mercati nazionali consente un più ampio margine di manovra. La Banca d'Italia si adopererà affinché il volume delle emissioni offerte in pubblica sottoscrizione e la loro distribuzione nel tempo si adeguino alla prevedibile capacità di assorbimento dei

mercati interno e internazionale. Altre quote potranno essere assunte direttamente dalla Banca d'Italia nei limiti compatibili con l'obiettivo di non alimentare processi inflazionistici. Qualora le emissioni offerte sul mercato non fossero di fatto interamente assorbite, la Banca, nel doveroso rispetto di quei limiti, non interverrà per sottoscrivere le quote non collocate.

LA SPESA PUBBLICA E IL CONTROLLO DEL CREDITO

Nella scorsa Relazione, nell'esaminare l'andamento congiunturale agli inizi del 1969 e nel sottolineare la migliorata evoluzione della domanda interna, non mancammo di notare segni meno favorevoli che si delineavano nella nostra economia e che, sommandosi alle incertezze preponderanti nel campo internazionale, ci imponevano una attenta vigilanza per evitare che l'indirizzo monetario che ci eravamo proposti, volto a favorire la continuazione della fase espansiva, potesse risolversi nell'alimentazione di tensioni inflazionistiche. Nei mesi immediatamente successivi le influenze destabilizzanti si sono intensificate; nel quadro congiunturale gli aspetti contrastanti si sono fatti sempre più numerosi e rapido il succedersi degli eventi, così da condurre talora a interpretazioni contraddittorie rendendo ardua l'adozione di decisioni.

In presenza dell'aggravarsi delle aspettative inflazionistiche e di un disavanzo dei conti con l'estero tendente a superare largamente il limite di circa 500 miliardi, esplicitamente dichiarato come l'importo massimo compensabile mediante interventi della Banca d'Italia nei suoi riflessi sul processo di creazione di base monetaria, abbiamo provocato, nei due trimestri centrali dell'anno, una decelerazione di quel processo. Essendo intervenuto nel medesimo tempo un notevole incremento della domanda di base monetaria da parte del pubblico, la nostra decisione ha determinato una sensibile diminuzione della liquidità bancaria e un rallentamento del ritmo di espansione del credito. Nel quarto trimestre, anche allo scopo di soddisfare il persistente aumento della domanda da parte del pubblico, il ritmo di creazione di base monetaria è stato di nuovo accresciuto e portato ad un tasso annuo pari a circa l'11 per cento. Le disponibilità liquide delle banche rimanevano tuttavia a fine dicembre a un livello assai prossimo a quello di settembre, essendo di 323 miliardi la contrazione fra un dicembre e

l'altro. La domanda di credito veniva soddisfatta a tassi di interesse crescenti.

Gli avvenimenti dell'autunno hanno provocato ingenti perdite di produzione, e i loro effetti tuttora perdurano; le vertenze sindacali, chiuse come negoziato a livello nazionale, hanno lasciato gravi strascichi a livello di fabbrica, ove spesso non è ancora possibile svolgere un'attività lavorativa corrispondente al carico di ordini: sono venuti così meno in gran parte gli effetti di recupero e la mancata normalizzazione dei rapporti di lavoro suscita ulteriori incertezze. Nuove vertenze per rinnovi contrattuali in altri importanti settori, quali le industrie tessili e quelle elettriche, hanno provocato rilevanti astensioni dal lavoro soprattutto nei mesi di marzo ed aprile; altre perdite di produzione sono derivate dagli scioperi a carattere generale promossi per le riforme sociali e contro il carovita. La produzione industriale è stata superiore, nel primo trimestre del 1970, del 5,2 per cento rispetto allo stesso periodo del 1969 e nel marzo, rimosso l'effetto della stagionalità, del 2,5 per cento appena rispetto al massimo toccato nel luglio 1969; le prime indicazioni relative all'aprile segnalano un ulteriore indebolimento della tendenza. La scarsa ripresa produttiva compromette le possibilità di riassorbimento degli accresciuti costi, e la riduzione degli orari di lavoro, unitamente alle limitazioni poste all'effettuazione di straordinari, si traduce, in presenza di scarsità di lavoro qualificato, in un abbassamento della capacità produttiva disponibile.

Dal lato della domanda, l'aumento del reddito da lavoro dipendente darà luogo presumibilmente ad un'espansione dei consumi che in termini monetari è stata valutata dell'ordine del 14 per cento nella media del 1970. Circa gli investimenti fissi, qualora si realizzasse la quantità di iniziative programmate dalle imprese pubbliche e private, ne conseguirebbe, dato l'aumento dei prezzi, un volume di spesa aggiuntiva assai più elevato, in termini percentuali, di quello previsto per i consumi privati, anche se l'edilizia residenziale presenterà nel corso dell'anno scarsi progressi in termini reali, dopo gli elevati aumenti dell'ultimo biennio. Una forte espansione dovrebbe derivare inoltre dalla necessità di ricostituzione delle scorte.

Nel corso della Relazione si sottolineano gli ostacoli che non soltanto in Italia ma in molti altri paesi incontra una politica volta a coordinare il volume della spesa pubblica con le altre componenti della domanda, così da assicurare l'equilibrio del sistema. La Relazione avverte che all'intervallo di tempo conoscitivo, che intercorre tra

la manifestazione dei fenomeni congiunturali e la loro rilevazione statistica, si aggiungono un tempo decisionale, a livello parlamentare e governativo, e uno applicativo, a livello delle amministrazioni. Ne discende la difficoltà di prevedere con sufficiente approssimazione le conseguenze di decisioni di spesa accumulate in periodi diversi da quelli nei quali essa viene eseguita.

L'osservazione estesa al periodo compreso fra il 1951 e il 1969 conduce alla conclusione di ordine generale che la pubblica amministrazione nel nostro Paese non riesce ad adeguare la propria azione alle mutevoli esigenze dell'economia.

Solo nel 1965 e in misura minore nel 1968 essa ha svolto un effetto di correzione sostanziale dell'andamento congiunturale, contribuendo, in situazioni di avanzo corrente della bilancia dei pagamenti e di assenza di tensioni nel sistema dei prezzi, allo sviluppo del reddito in misura apprezzabile.

Nel 1969 la sua azione, riferita al complesso dell'anno, è stata meno espansiva e ciò appare coerente con la modificata situazione della bilancia dei pagamenti e dei prezzi. Si è accresciuta peraltro la spesa corrente, mentre gli investimenti hanno segnato un sensibile decremento; inoltre, la spesa si è concentrata nella seconda parte dell'anno e si è accelerata nei primi mesi del 1970.

Se questo ritmo dovesse seguitare, la domanda globale interna in termini monetari presenterebbe nel complesso del 1970 una dilatazione che supererebbe di gran lunga la possibilità di adeguamento dell'offerta e comporterebbe, quindi, una variazione dei prezzi nettamente superiore al limite massimo più volte dichiarato.

Il sistema dei prezzi si trova in una fase di forti tensioni. In precedenza si è detto dei prezzi dei manufatti; nel marzo quelli ingrosso superavano nel complesso del 9,1 per cento il livello di dodici mesi prima, comportando un aumento medio annuo del 6,3 per cento anche nell'ipotesi che essi rimanessero invariati per il resto del 1970; ma la tendenza è tuttora ascendente. Particolarmente elevato è il rialzo dei prezzi per gli investimenti: l'indice del costo di un fabbricato residenziale, sempre nel marzo, superava del 20,9 per cento il valore di dodici mesi prima; rilevante è l'aumento anche per le macchine e attrezzature, fenomeno questo comune ai maggiori mercati internazionali e che conferma come le fasi di surriscaldamento colpiscano

principalmente i beni di investimento, sia per la maggiore variabilità della domanda sia per la struttura dell'offerta sempre più caratterizzata da una elevata specializzazione. Il rincaro è meno pronunciato per i consumi, per i quali l'indice denunciava nel marzo un incremento del 5,0 per cento a distanza di dodici mesi.

Le preoccupazioni derivanti da questo stato di tensioni, in atto e in prospettiva, non possono essere dissolte dalla constatazione che esso si inserisce in un contesto internazionale inflazionistico. A questo proposito occorre ricordare che se nel considerare la politica dei prezzi praticata dalle imprese si è soliti assumere come riferimento le variazioni dei prezzi nei paesi concorrenti e se, per l'intera economia, è divenuta ormai comune la nozione di stabilità relativa, intesa cioè come accettazione di una componente inflazionistica purché in limiti non eccedenti la media degli altri paesi, ciò non significa che questa nozione possa essere considerata una norma valida per qualsiasi tasso di variazione dei prezzi. La sua osservanza potrebbe evitare disavanzi di bilancia dei pagamenti, ma essa lascia del tutto insoluti all'interno gli squilibri non meno gravi che da un elevato rialzo dei prezzi derivano nella distribuzione del reddito, nella formazione e nella destinazione del risparmio.

È pur vero che nel periodo breve l'aumento dei prezzi, migliorando la formazione dei profitti, può favorire gli investimenti; ma ben più dannoso è l'effetto economico che il rialzo dei prezzi produce, decurtando il potere d'acquisto dei percettori di redditi fissi, con turbamento delle preferenze dei risparmiatori nei riguardi delle varie attività finanziarie e sconvolgimento dei canali dell'intermediazione. Il sistema finanziario viene così a trovarsi di fronte a un doppio ordine di difficoltà, quelle derivanti dalla quantità di mezzi richiesti in relazione al volume della domanda aggiuntiva e quelle che il rialzo dei prezzi crea nel processo di formazione e di convogliamento del risparmio.

È quindi essenziale non perdere di vista che si tratta di mettere a raffronto, almeno per il breve periodo, le possibilità offerte dal sistema produttivo con le richieste che su di esso premono. Le dimensioni che nel corso dell'anno 1970 andranno assumendo alcune fondamentali variabili economiche sono condizionate da eventi che si sono già prodotti: tra esse figura, come si è già detto, l'espansione dei consumi privati. A questo vincolo occorre pertanto che si adeguino le altre due grandi

componenti della domanda interna: la spesa corrente del settore pubblico e quella per investimenti. Che la pressione sulle risorse sia fin d'ora eccessiva è dimostrato dall'andamento dei prezzi e della bilancia dei pagamenti nelle partite correnti.

Nelle condizioni attuali si pone quindi un'alternativa tra investimenti da un lato e consumi pubblici dall'altro. La restrizione dei primi significherebbe porre grosse ipoteche sul ritmo del futuro sviluppo, con conseguenze sull'occupazione e sulla competitività dei prodotti italiani, e rinunciare ai guadagni di produttività indispensabili a riassorbire, sia pure in parte, gli elevati aumenti del costo del lavoro. Già l'incremento degli investimenti negli anni '60 è stato molto scarso, costituendo l'aspetto più insoddisfacente dei risultati dell'intero decennio e in netto contrasto con l'evoluzione degli anni '50, durante i quali la linea tendenziale degli investimenti si mantenne sensibilmente al di sopra di quella del reddito. Se, nonostante questa profonda differenza, nei due periodi il tasso di accrescimento del reddito è stato pressoché uguale, ciò è stato reso possibile, a parte le diversità degli effetti derivanti dalla applicazione del progresso tecnologico, dall'intenso sfruttamento delle economie esterne nelle zone più industrializzate del Paese; all'impegno di accelerare la industrializzazione del Mezzogiorno si aggiunge così l'esigenza inderogabile di adeguare in tutto il Paese le infrastrutture economiche. È nel settore pubblico pertanto, anche per la conduzione unitaria del suo principale comparto, quello statale, che in primo luogo si pone il problema della compatibilità tra disponibilità di risorse e volume dei loro impieghi, nonché dell'ordinamento di questi secondo una scala di priorità severamente ispirata alla necessità di provvedere con urgenza alla grave carenza delle infrastrutture.

Potrà tuttavia accadere, e l'evento sembra tutt'altro che improbabile, che, nonostante la serietà della situazione, il richiesto senso della misura non venga osservato, sotto la spinta di pressioni sempre più insistenti che provengono da tutti i settori. Già negli ultimi mesi il Tesoro, nel quale in definitiva confluiscono i riflessi finanziari di quelle pressioni, si sta rendendo unico responsabile della creazione di nuova base monetaria, anche se per ora ciò sembra in parte l'effetto di recupero delle forzate pause operative avvenute alla fine dello scorso anno. Se non si riuscisse a contenere gli sviluppi della spesa pubblica, sarebbe difficile evitare l'aggravarsi delle tensioni in atto, che ostacolano la ricostituzione degli equilibri reali e finanziari; quelle

tensioni si vanno spingendo oltre i limiti previsti all'inizio dell'anno, considerevoli ma in qualche modo accettati come eventi ineluttabili e alla lunga ritenuti neutralizzabili dai futuri sviluppi produttivi.

I prezzi hanno raggiunto livelli superiori a quelli previsti: la domanda di credito permane elevata, sebbene il suo costo si accresca, sospinta da fabbisogni di investimenti sulla cui dimensione agisce sempre più la componente nominale, e che in proporzione sempre maggiore cercano copertura in fonti di finanziamento esterne alle imprese; sul mercato del reddito fisso preme una domanda di fondi in continua espansione. In queste condizioni riesce estremamente arduo per le autorità responsabili tenere sotto controllo il volume del credito, quando si lasci solo a questo il compito di regolare la domanda. Occorre che ad esso si affianchi con urgenza una efficace politica di bilancio che, nella consapevolezza dei limiti da osservare nell'indebitamento pubblico e delle conseguenze che deriverebbero all'equilibrio monetario ove quei limiti fossero oltrepassati, provveda a graduare nel tempo l'esecuzione delle spese, vecchie e nuove, e ad assicurarne il finanziamento nei modi più idonei, ricorrendo senza esitazioni alle imposte in modi che non pregiudichino la formazione del risparmio.

Gli strumenti di politica monetaria più raffinati non riescono a proteggere il sistema dagli impulsi inflazionistici derivanti da una spesa pubblica che a tutti i livelli ubbidisce a sollecitazioni espansive; che si manifesta nel corso del tempo in momenti sempre più lontani da quelli nei quali viene decisa; che nella generalità dei casi agisce da fattore destabilizzante. Se la comunità nazionale e le comunità locali attraverso gli organi rappresentativi rifiuteranno di coordinare la propria domanda di servizi sociali con la quantità di risorse disponibili, e se alla prestazione di questi servizi continueranno ad associarsi fenomeni di inefficienza e di sperpero, sarà dura necessità subire l'imposta più iniqua e cioè l'inflazione.

Converrà ricordare a noi tutti il monito che Luigi Einaudi levò in questa stessa sede in un momento difficile che il Paese ebbe ad attraversare e superare: «in fondo alla via, che dalla comodità e dal desiderio di popolarità siamo chiamati a percorrere, – egli disse – c'è l'abisso dell'annientamento dell'unità monetaria e del caos sociale». E concluse: chi dà questi avvertimenti intende anche «gridare alto la certezza che, se noi vorremo, quella via noi non la percorreremo».

Signori Partecipanti,

i nostri incontri in quest'aula si succedono a intervalli costanti nel tempo, ma se nulla muta nel loro assetto formale, cui la tradizione dà pregio e calore, il documento che Vi viene qui presentato reca i segni di un'evoluzione non superficiale. Opporvisi non è nelle nostre intenzioni; e sarebbe stolto e vano il tentarlo. Se mai, a noi si addice l'ansia che quella evoluzione possa non sempre essere assecondata, come vorremmo, nella misura e nei modi che l'avanzamento tecnologico e il mondo circostante visibilmente richiedono. A queste aspettative sembra corrispondere l'affinamento della ricerca e dell'analisi, cui non infruttuosamente è rivolto l'impegno del gruppo redazionale; mentre diviene sempre meno agevole, e meno opportuno, dare uniformemente conto, se questo ci si attenda, di tutti i fatti rilevanti occorsi nei dodici mesi: ostando a ciò non solo la rapida e densa successione degli eventi e il fitto intreccio delle connessioni, ma anche la preminente esigenza di porre in luce le idee, gli svolgimenti, le tendenze che appaiono di non effimero significato. Sarebbe una ambizione di originalità mal riposta quella che ci inducesse a dissociare l'attenzione dai fenomeni che, per largo consenso, caratterizzano la nostra epoca: sia da quelli essenzialmente economici, che cerchiamo di cogliere e di illustrare nella parte analitica della Relazione, sia da altri a noi meno pertinenti, ai quali, tuttavia, indulgiamo talvolta brevemente in queste considerazioni finali poiché sembrano indicare le direttrici lungo le quali ci si va muovendo, che non potrebbero essere impunemente ignorate.

È stato infatti osservato che la scelta non è oggi tra cambiare e non cambiare, ma tra cambiare secondo intenzione o lasciarsi cambiare. Ove non si rifiuti l'evidenza di questa alternativa, ne segue la necessità di inserimenti tempestivi e assidui nelle profonde mutazioni in atto, le quali non avvengono per transizione lenta, ma con forte concentrazione nel tempo e quindi, spesso, convulsivamente e con effetti traumatici. L'osservazione attenta può giovare dell'ausilio di scienze nuove ed antiche per introspezioni del corpo sociale che pongano in chiaro la presenza e la natura dei processi che vi si vanno insediando; e trarre dalla diagnosi l'indicazione di terapie appropriate. Non è probabile che possano altrimenti prevenirsi manifestazioni patologiche disordinate e tumultuarie: innanzi alle quali, poi che saranno esplose, la scelta sembra restringersi a reazioni infauste, tali dovendo considerarsi e la repressione

violenta e l'adattamento tardivo, che, per la sua presumibile irrazionalità e inadeguatezza, difficilmente varrà a evitare successivi adattamenti forzosi.

Ma non ci arrischieremmo, nemmeno per una breve incursione, su un campo ove è stato gettato con larghezza il seme della speculazione filosofica e che si mostra, nel mondo, solcato per ogni verso dagli strumenti dell'azione politica, se il nostro Paese non fosse dei tanti ove l'instabilità delle condizioni ambientali si combina con insufficienze di fondo per ritardare, se non per minacciare, la nascita e la maturazione di molti frutti sperati; e, soprattutto, se talune di quelle insufficienze non ci riconducessero entro l'ambito economico, riproponendo alla nostra comune attenzione problemi in gran parte non nuovi, la cui soluzione, peraltro, non può essere differita *sine die* né affidata a evoluzioni fortuite e imprevedibili: senza una partecipazione attiva e sollecita ci si esporrebbe infatti ai rischi, anzi alle conseguenze che abbiamo indicato.

Questo intendimento di guida si richiede in primo luogo là dove può anche esercitarsi più pienamente, e cioè all'interno di una collettività. Nel nostro Paese, esso ancora e con rinnovata intensità si richiede per la correzione degli squilibri territoriali e settoriali, non meno che per la creazione delle condizioni necessarie allo sviluppo economico e al progresso sociale, quando siano in tutto o in parte carenti. Se ne avverte altresì l'esigenza, per nominare gli impegni maggiori soltanto, innanzi alle scelte che costituiscono il presupposto logico e il limite necessario della programmazione, come innanzi alla tormentata linea di confine lungo la quale dovrebbero ordinarsi le rivendicazioni sindacali nel quadro di una politica dei redditi.

È naturale che in un mondo così ricco di comunicazioni e di competizioni la proiezione di molti problemi non si contenga entro un'area geografica angusta; e non saremo certo noi a dolercene, anche se le soluzioni possibili, e i loro modi, avranno a soffrire il temperamento di altre volontà sovrane e di altri interessi, o semplicemente di ordinamenti diversi. Un effetto positivo innegabile, pur da chi osservi con dispetto questa permeabilità, questa osmosi, e quindi anche queste interdipendenze fra le nazioni, sta in ciò che ne vengono poste in evidenza situazioni che attendono una correzione o un alleviamento, di cui possono essere suscettibili: come quando una insoddisfacente combinazione dei fattori della produzione determini perdite di capitale e di mano d'opera, attratti l'uno e l'altra da più favorevoli prospettive di impiego e di

retribuzione.

La visuale potrebbe allargarsi ulteriormente, fino ai rapporti con l'esterno di un'Europa frammentata, che solo trovando la forza di superare irrazionali allettamenti ideologici eviterà di lasciarsi cambiare, realizzando essa stessa, nelle sue dimensioni integrate, in cui i disincantati europei a mala pena osano ancora sperare, quei mutamenti formali e tecnici che le consentirebbero di tenere il passo.

Impegno al quale siamo tutti in vario modo tenuti se, pur senza ripudiare il passato, si abbia a fare dell'Italia e dell'Europa la patria del nostro avvenire; impegno che esige si superi l'umana paura dei cambiamenti, delle trasformazioni, e si acquisisca il convincimento che cambiamenti consapevoli, trasformazioni razionali sono indispensabili e urgenti, se ci si voglia avvicinare al modello di quella ideale convivenza, in cui alla preservazione dei beni naturali si congiunga la partecipazione più larga ai frutti della produzione.

Anche per questo non dovremo lasciare che il tempo trascorra senza incidervi il segno della nostra volontà operativa.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1970

Signori Partecipanti,

le cifre e i riferimenti che descrivono le modalità con le quali la Banca ha assolto i suoi compiti istituzionali e quelli derivanti dai più recenti ordinamenti, sono diffusamente esposti nei vari capitoli della Relazione che vi viene sottoposta; mi è qui gradito aggiungere un cenno sugli aspetti organizzativi umani che hanno consentito e consentono una efficienza dalla quale riteniamo ci sia dato trarre motivo di compiacimento. Danno alla Banca la loro attività 7.500 dipendenti, 1.100 con funzioni direttive, mentre i restanti svolgono i compiti più svariati che vanno dal lavoro di studio e di ricerca ai più specializzati lavori di officina. In tutti i vari settori della compagine è in corso per effetto del notevole ricambio avvenuto in questi ultimi anni un processo di ringiovanimento, processo che va rapidamente risalendo i vari gradi della carriera: al dicembre scorso il numero di coloro ai quali erano affidate funzioni direttive, ma che non avevano ancora raggiunto i quaranta anni, era di 160 unità. La collaborazione, o meglio la fusione, tra le nuove leve e gli anziani avviene in un clima di reciproca comprensione, che si giova degli sforzi fatti dall'Amministrazione sia sul piano materiale per il miglioramento delle condizioni di lavoro sia sul piano organizzativo; avendo come obiettivo, per quanto riguarda i rapporti umani, l'instaurazione di vincoli di cordiale colleganza al fine di consentire un colloquio a tutti i livelli e tra elementi di ogni grado. È in tale clima che viene acquisita la consapevolezza dell'utilità del lavoro svolto da ciascuno e alla obbedienza che deriva da un sistema gerarchico si sostituisce una collaborazione sincera e convinta. Tra i frutti di tale collaborazione mi piace particolarmente segnalare l'attività di vigilanza, quella dei vari Servizi dell'Amministrazione centrale, e questa Relazione, all'elaborazione della quale, attraverso la discussione e lo scambio aperto di idee, hanno partecipato elementi di ogni grado del Servizio Studi.

LA POLITICA «ANTIRECESSIONE» NEGLI STATI UNITI E I SUOI RIFLESSI SUL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

Da anni ormai il nostro Istituto rivolge una particolare attenzione ai problemi internazionali, specialmente a quelli di natura monetaria, nel convincimento che dalla loro mancata soluzione discendano conseguenze sfavorevoli per lo sviluppo della nostra economia. Si è auspicato più volte un coordinamento delle politiche economiche dei diversi paesi che non avvenga solo sotto la spinta occasionale degli eventi, ma goda dei vantaggi di una preventiva riflessione. Si è anche indicato nella difettosa conoscenza dei meccanismi economici un elemento che contribuisce al perdurare di visioni e atteggiamenti particolaristici che ostacolano una tale evoluzione.

All'epoca del nostro incontro nello scorso anno, lo stato dell'economia mondiale già lasciava intravedere la possibilità di contrasti tra gli obiettivi di politica interna dei paesi che esercitano una predominante influenza sul più generale andamento economico e gli obiettivi, pur apertamente dichiarati, della collaborazione internazionale. Concludevamo allora l'esame delle vicende congiunturali negli Stati Uniti affermando che l'accentuarsi delle manifestazioni recessive avrebbe finito con l'indurre il governo americano a attuare politiche espansive, con la conseguenza ultima che l'offerta di dollari avrebbe continuato ad essere abbondante sui mercati internazionali così da suscitare apprensioni sulla capacità di sopravvivenza di un sistema di rapporti fra monete imperniato sui cambi fissi.

In uno sguardo retrospettivo esteso al 1969 e al 1970, si rileva che le politiche seguite negli Stati Uniti sono state orientate a provocare in un primo tempo una decelerazione del saggio di incremento della domanda globale monetaria e in un secondo tempo una moderata espansione. Nel 1970 l'aumento dei costi unitari è stato minore che nell'anno precedente; i prezzi hanno continuato a salire ad un saggio più elevato di quello deducibile dal comportamento di altre grandezze economiche, quali la relazione tra la produzione effettiva e quella potenziale e il saggio di incremento della disoccupazione. Gli stessi esperti americani incontrano difficoltà nell'individuare le cause della resistenza dei prezzi ai fenomeni che solitamente ne frenano il rialzo. Alcune sono state indicate nel perdurare degli impulsi derivanti da un movimento

inflazionistico di ampiezza senza precedenti durato più di cinque anni. Altre sono state ravvisate nei mutamenti strutturali in atto nel sistema sociale con speciale riferimento a quelli attinenti alla concentrazione del potere economico.

La stipulazione di importanti contratti di lavoro ha avuto luogo nella fase di transizione da un periodo di intensa spinta inflazionistica a un periodo di inflazione moderata; ma i nuovi contratti hanno accolto soluzioni nelle quali si riflettevano la persuasione del persistere di fenomeni inflazionistici e il desiderio di proteggere il potere di acquisto futuro dei salari da eventuali nuovi aumenti del costo della vita. Questi comportamenti non si sono manifestati soltanto nei settori nei quali la manodopera è sindacalmente organizzata. Le grandi imprese, dal canto loro, non hanno opposto resistenza, nella convinzione di essere in grado di attuare il trasferimento dei maggiori costi sui prezzi, grazie al potere di mercato di cui dispongono: quest'ultimo rappresenta quindi una componente del processo inflazionistico che si aggiunge a quella costituita dalla maggior forza dei lavoratori organizzati e non organizzati.

Mentre gli impulsi inflazionistici dovuti al rafforzamento di aspettative del loro persistere possono essere contrastati mediante politiche fiscali e monetarie opportunamente combinate e dirette al regolamento della domanda, gli impulsi derivanti da costi non possono essere corretti attraverso l'impiego di queste politiche se non con forte incidenza sul livello dell'occupazione. Se alle decisioni di aumentare i prezzi dei fattori produttivi non corrisponde un'adeguata offerta di moneta, l'effetto ultimo può essere la crisi di liquidità delle imprese, l'insolvenza, il fallimento. Quando questi fenomeni assumono dimensioni socialmente non accettabili, anche negli Stati Uniti si finisce, prima o poi, per far ricorso all'intervento dello Stato, principalmente nella forma di commesse governative.

Esplosioni inflazionistiche sono possibili anche quando la domanda effettiva non superi il potenziale produttivo: la concentrazione della domanda in uno o più settori chiave dell'economia produce aumenti di prezzi i quali, alterando le posizioni relative, inducono, a loro volta, aumenti nei restanti settori. Il potenziamento dell'attività in quelli dinamici suscita una maggiore richiesta di manodopera, di materie prime, di macchinari; i prezzi di questi fattori della produzione aumentano e inducono, entro un certo lasso di tempo, il progressivo rialzo dei costi in altri settori. Se hanno potere di

mercato sufficientemente ampio, anche questi ultimi aumentano i prezzi, con un'ulteriore crescita del livello generale.

Negli Stati Uniti questi fenomeni si sono manifestati nelle industrie più direttamente interessate alla produzione per la difesa, ma anche quando la domanda che si dirigeva verso di esse ha mostrato tendenze recessive, il moto di propagazione del rialzo dei prezzi all'intera economia è continuato. Attraverso la politica monetaria si è cercato di attenuare questi impulsi, rifiutando così di finanziare a prezzi crescenti il processo produttivo. Il limite però è stato posto dalla capacità delle imprese di resistere alla crisi di liquidità: l'approssimarsi di quel limite divenne di tutta evidenza nel giugno 1970, quando l'insolvenza di una grande società di trasporti ferroviari apparve imminente. In presenza di questi andamenti, la politica monetaria è divenuta espansiva, riflettendosi nella formazione di disponibilità cospicue presso il sistema bancario e nell'abbassamento dei saggi di interesse. Inoltre, essa ha mirato a ricondurre entro l'ambito del sistema bancario l'attività di finanziamento delle imprese. Nel periodo di tensione creditizia, le grandi imprese avevano fatto provvista di capitali a breve termine mediante collocamenti diretti presso il pubblico di carta commerciale; come avemmo occasione di sottolineare nella precedente Relazione, questo fenomeno fu esaltato dalla impossibilità nella quale furono poste le banche di competere con le imprese offrendo saggi di interesse più elevati. Per evitare talune conseguenze indesiderate, le banche della Riserva Federale avvertirono le associate che avrebbero riscontato con larghezza il portafoglio di quelle tra esse che avessero accordato assistenza alle imprese in difficoltà. Questo provvedimento non si palesò sufficiente a raggiungere lo scopo e, immediatamente dopo, fu accompagnato dalla sospensione di alcune delle limitazioni ai saggi di interesse che le banche potevano corrispondere sui certificati di deposito e sui depositi vincolati. Si poneva fine così a quel processo di disintermediazione del sistema bancario, che aveva assunto talvolta manifestazioni paradossali nel periodo della stretta creditizia, quando apparve che la regolazione della liquidità bancaria produce gravi distorsioni ove si impedisca che essa trasmetta i suoi effetti all'economia attraverso le variazioni del saggio di interesse.

Nel corso dell'anno 1970 il saggio di aumento dell'offerta di moneta fu fatto salire al 5,4 per cento; date le condizioni dell'economia reale la velocità di circolazione

diminuì e la liquidità bancaria aumentò. Man mano che ciò avveniva, il sistema bancario respingeva i fondi attratti in precedenza attraverso il meccanismo dell'eurodollaro; nonostante i provvedimenti volti a restringere i flussi di fondi dalle case madri alle filiali estere di banche americane, iniziava un moto imponente di deflusso di disponibilità liquide.

Perciò il nodo dell'eurodollaro è divenuto più stringente. Nel 1959 un membro dell'attuale direttorio del nostro Istituto sollevò in una qualificata udienza internazionale il problema dei riflessi sulle economie nazionali dell'attività dei mercati delle valute di riserva, ricorrendo per sintetizzarne i possibili sviluppi inflazionistici alla parola «contaminazione», che suscitò, allora, indignate reazioni.

Per un naturale processo evolutivo che il tempo e l'affinamento della conoscenza portano con sé, l'attività di questi mercati ha assunto un peso importante nelle politiche finanziarie interne, mentre andava guadagnando terreno la tesi che essa fungesse anche da veicolo diffusivo di inflazione nelle diverse economie.

La dimensione raggiunta dalle attività liquide in dollari, create dai disavanzi della bilancia dei pagamenti statunitense e che, a loro volta, vengono esaltate dall'attività dell'euromercato, è tale da insidiare il paziente tentativo di costruire sugli accordi di Bretton Woods un sistema economicamente e socialmente equilibrato di scambi internazionali di beni, servizi e capitali. Ciò è emerso in chiara evidenza dalla recente crisi monetaria.

Il sostegno dato dal dollaro al sistema degli scambi internazionali, in un momento in cui all'insufficienza degli strumenti tradizionali si accompagnava l'attenuarsi della funzione internazionale della sterlina, è innegabile. Si pensava però che il suo uso rappresentasse una soluzione transitoria in attesa che la comunità dei paesi si fosse dotata di un'organizzazione e di strumenti adeguati. È stato anche ribadito che, in linea di principio e con riferimento specifico al dollaro, un sistema di rapporti di cambio sostanzialmente fissi non poteva poggiare stabilmente su monete svolgenti la duplice funzione di riserva monetaria interna e internazionale.

L'esperienza ha abbondantemente dimostrato che quanto più gli scambi mondiali si avvalgono di una valuta nazionale, tanto più i mercati internazionali e le

economie dei paesi aperti verso l'estero restano esposti alle mutevoli condizioni congiunturali del paese che la crea. Infatti, se le autorità che governano il mercato di origine di quella valuta subordinano agli obiettivi interni l'equilibrio dei conti con l'estero e fanno ricorso allo strumento monetario per il controllo dell'inflazione o il rilancio dell'attività produttiva, il resto del mondo viene coinvolto nella stessa direzione di scelta.

Questa constatazione tecnica si accompagna con la considerazione che siffatto sistema tende a incoraggiare lo sviluppo di contrasti di natura più strettamente politica, che alimentano le diffidenze tra paesi e rallentano il processo di accostamento delle economie.

L'istituzione dei diritti speciali di prelievo sembrava avere aperto la strada verso una razionalizzazione dell'assetto monetario internazionale, ma lungo questa strada si accumulano ostacoli per l'impossibilità di mantenere sotto controllo i conti con l'estero degli Stati Uniti e i meccanismi internazionali di creazione di moneta messi in atto, soprattutto in Europa, dalle filiali estere di banche americane e dalle banche europee. Finché gli effetti di questa creazione erano di modesta entità, l'economia mondiale, pur reagendo, era in grado di assorbirli; oggi, le perturbazioni monetarie internazionali si presentano con una tale forza che la riesportazione dei flussi che esse suscitano provoca ondate di ritorno che si ingrossano ad ogni giro.

Taluni sostengono che i mercati internazionali sono entità astratte. Le banche dei diversi paesi, essi dicono, si scambiano tra loro fondi liquidi denominati in dollari o in altre valute estere esattamente nella misura in cui li ricevono dai depositanti. Ne deriva che l'incremento delle riserve ufficiali in dollari è contabilmente uguale al disavanzo della bilancia dei pagamenti statunitense espressa in termini di negoziazioni ufficiali, nella misura in cui quest'ultimo non sia finanziato dalle riserve proprie, e alle disponibilità in dollari immesse nel mercato dalle banche centrali. Non vi è dubbio che la proposizione è esatta, così come lo è l'affermazione che una riduzione del disavanzo in termini di liquidità della suddetta bilancia e la cessazione della pratica di depositare riserve ufficiali sull'euromercato sortirebbero, in assenza di altri stimoli, l'effetto di regolare il volume di questo mercato. Se però si nega che le banche nel loro insieme abbiano la facoltà di espandere le proprie operazioni entro limiti del tutto discrezionali,

a fronte di attività da esse stesse considerate riserve di liquidità, si trascura l'essenza del meccanismo di moltiplicazione dei mezzi di pagamento internazionali, effetto e causa insieme del disavanzo della bilancia statunitense e dell'ingrossamento delle riserve ufficiali in valuta. Se da questo argomentare, poi, si deduce che non sussiste ragione per estendere l'uso degli strumenti sperimentati nell'ambito nazionale all'attività bancaria internazionale, si deve trarre la conclusione che il tentativo delle autorità dei principali paesi inteso a mantenere al livello desiderato la liquidità del loro sistema e le riserve ufficiali in valuta è destinato a rimanere frustrato.

L'euromercato non è altro che la somma delle porzioni dei bilanci bancari nazionali denominate in valuta, principalmente in dollari. Queste poste dell'attivo e del passivo bancario poggiano, come qualsiasi altra posta degli stessi bilanci, su alcune attività liquide, tenute volontariamente dalle banche per garantirsi dai rischi di variazioni negative nella propria raccolta. Quelle riguardanti le operazioni con l'interno però sono fronteggiate anche da una riserva obbligatoria, composta da strumenti monetari (non soltanto circolante) espressamente scelti e regolati dalle autorità monetarie al fine di limitare l'espansione degli attivi bancari. Invece a fronte delle poste denominate in valuta le autorità nazionali non richiedono alcun versamento di riserve – eccetto per discipline di breve durata dettate dalla necessità di fronteggiare situazioni contingenti – né sono in grado singolarmente di indicare e limitare quegli strumenti che le banche stesse considerano come liquidità a fronte dei rischi di gestione: le banche anzi, consapevoli che, nel caso di difficoltà di tesoreria in valuta di riserva, possono rivolgersi alle proprie banche centrali, presumibilmente mantengono entro limiti modesti la domanda di riserve precauzionali. Ne consegue che, per le banche operanti su questo mercato, il flusso di liquidità derivante da un deposito iniziale in dollari – sia esso ad opera di un privato, di una banca commerciale statunitense o di una banca centrale del resto del mondo – viene scambiato di mano in mano e si assottiglia ad ogni giro appena di una frazione, destinata ad assicurare la liquidità delle operazioni in questa valuta; sempreché le banche centrali o i singoli operatori non depositino negli Stati Uniti questa liquidità per proprio uso.

L'esame delle politiche nazionali applicate al mercato dell'eurodollaro, o in generale delle eurovalute, mostra che i singoli paesi si sono in prevalenza preoccupati di

regolare la posizione netta verso l'estero delle proprie banche piuttosto che il volume delle attività e passività delle stesse, denominate in valuta; in altre parole, si è soprattutto tentato di isolare dalle influenze esterne l'attività di creazione della base monetaria interna, trascurando che questa, in un'economia integrata, non può sottrarsi agli effetti dei flussi di fondi che l'intermediazione bancaria è capace di creare.

Pertanto la politica monetaria condotta dalla maggioranza dei paesi ha finora implicitamente accettato un sistema di riserve discrezionali quale unica limitazione all'offerta di moneta bancaria internazionale. Il fatto che, sino a data recente, questa offerta ha raggiunto dimensioni relativamente modeste può essere dipeso da una certa segmentazione dei mercati, dagli ostacoli contingenti imposti da alcuni paesi e dal timore di crisi monetarie ricorrenti e quindi dal freno all'attività che, in vista di ciò, le stesse banche si possono essere imposte. Poiché ben poco si conosce sul comportamento di questi elementi frenanti, la continuazione di una politica che si fondi sull'accettazione di sole riserve discrezionali quale limite all'attività internazionale dei sistemi bancari mantiene nell'attuale assetto monetario un'incognita per lo sviluppo degli scambi tra paesi e per le stesse economie interne.

Giova pertanto soffermarsi sulle possibili misure atte a riportare sotto controllo l'offerta di liquidità internazionale così da restituire alle autorità monetarie la possibilità di imprimere ai sistemi finanziari nazionali la direzione di sviluppo ritenuta più consona a obiettivi liberamente scelti.

Occorre subito avvertire che, in considerazione della grande capacità di adattamento dei mercati internazionali a nuove forme, dimensioni e tecniche, decisioni unilaterali avrebbero l'effetto di danneggiare gli intermediari dei paesi che le adottano mentre regolamentazioni parziali, che ad esempio fossero limitate all'eurodollaro trascurando le altre eurovalute, avrebbero quello di produrre l'atrofia della parte controllata e lo sviluppo delle operazioni non soggette a normativa: da qui, qualora si pervenisse alla decisione di regolamentare i mercati, la necessità di azioni concertate e di disposizioni generali riguardanti tutti i paesi, a bilancia dei pagamenti eccedentaria o deficitaria, tutti i mercati e tutti gli operatori.

Le soluzioni atte a regolare il potenziale di credito insito nell'attuale mercato dell'eurodollaro dovrebbero riguardare sia le fonti di alimentazione di esso, sia l'uso

fatto dalle banche della liquidità in valuta da esse acquisita. Va ricordato che gli effetti di propagazione che da tale mercato provengono possono manifestarsi in direzioni opposte. L'esperienza degli ultimi anni mostra che gli impulsi inflazionistici del 1970 sono stati preceduti dagli impulsi deflazionistici del 1969.

Il controllo delle fonti di alimentazione ripropone il discorso sui rapporti di cambio tra oro, dollaro e altre monete, più volte trattati in questa sede.

Negli ultimi anni si osserva un progressivo deterioramento del saldo degli Stati Uniti sull'estero per beni e servizi, in un periodo in cui la funzione del dollaro quale valuta di riserva appare tecnicamente indebolita per il più elevato tasso medio di inflazione dell'economia americana rispetto al passato e per il prevalente impiego delle politiche monetarie da parte delle autorità statunitensi. Non è da escludere che il recente peggioramento delle partite correnti sia in parte dovuto a situazioni contingenti, ma è più probabile che sia il risultato di una ridotta capacità competitiva delle merci americane e di una maggiore autonomia tecnologica acquisita dal resto del mondo almeno nei beni di più diretto interesse per la bilancia statunitense. Da questo non si può peraltro dedurre che il resto del mondo possa accettare soluzioni che mantengano integra la libertà dei flussi finanziari, ponendo l'onere dell'aggiustamento sugli scambi di beni e servizi.

Già all'inizio del corrente anno avemmo occasione di rilevare che la persistenza di gravi squilibri della bilancia dei pagamenti americana avrebbe potuto rendere necessaria una soluzione tecnica che, secondo l'ampiezza dei flussi monetari in dollari nel resto del mondo, si sarebbe potuta concretare nell'allargamento dei margini di oscillazione delle monete intorno alla loro parità rispetto al dollaro, nella variazione delle parità rispetto all'oro o al dollaro, oppure nell'abbandono del sistema attuale, sulla base del quale il dollaro deve essere acquistato dalle autorità ufficiali in quantità illimitata. Se ciò fosse stato considerato indesiderabile o inattuabile, si sarebbe imposta la necessità di un controllo dei movimenti di capitali, da parte degli Stati Uniti o del resto del mondo, da attuare con l'emanazione di norme amministrative o con la creazione di un secondo mercato del dollaro, nel quale negoziare i dollari derivanti da operazioni finanziarie. Una forma di intervento avrebbe potuto essere l'attuazione sistematica di operazioni del tipo di quelle effettuate nell'anno in corso dalla Eximbank

e dal Tesoro degli Stati Uniti; queste ultime, modificando il saldo della bilancia statunitense, potrebbero sortire l'effetto desiderato, purché attuate di concerto con le autorità monetarie dei paesi interessati e volte a riassorbire la liquidità internazionale di base ancor prima che le banche la moltiplichino concedendo credito. Le autorità monetarie si vanno orientando verso queste operazioni per fronteggiare problemi nascenti dal disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

Date la dimensione raggiunta dalle passività liquide degli Stati Uniti in possesso di organismi ufficiali e di privati e la capacità delle banche operanti sull'euromercato di procacciarsi in vari modi la liquidità della quale esse necessitano, il controllo della fonte prima di alimentazione dell'eurodollaro non può da solo risolvere il problema di guidare nel senso desiderato l'offerta di moneta internazionale, eccetto che non si scelga la soluzione di abbandonare l'attuale assetto istituzionale dei rapporti di cambio tra monete o di sterilizzare coercitivamente o di sostituire con altri strumenti finanziari illiquidi le passività a vista degli Stati Uniti.

Da un lato occorre quindi che gli organismi ufficiali riesaminino l'opportunità sia di persistere nelle politiche volte a esportare i flussi monetari internazionali indesiderati, sia di lasciarsi guidare nella gestione delle riserve da criteri non pertinenti alla natura dei fondi che essi tengono a questo titolo; dall'altro, è necessario che essi regolino anche l'espansione delle poste dei bilanci bancari nazionali denominate in valuta, sia indicando espressamente quali attività liquide devono stare a fronte di queste poste, sia manovrando, di concerto tra tutti i paesi, il rapporto in cui la liquidità e gli impieghi o i depositi in valuta devono stare tra loro in ciascun momento congiunturale.

Da quanto detto scaturisce un quadro ampio e articolato di soluzioni le quali non escludono la possibilità di proseguire il cammino per la costruzione di un sistema che tragga ispirazione dai principi di Bretton Woods. È però necessario che i paesi trovino la volontà di tracciare in comune un piano di intervento sui mercati finanziari internazionali di pari passo con l'attuazione del progetto di creazione di strumenti di riserva sganciati dal comportamento di singole economie.

Sulla natura della crisi esplosa all'inizio di maggio sembra esistere concordanza di opinioni: essa non sarebbe dovuta alla sottovalutazione delle monete europee nei confronti del dollaro, ma agli afflussi di capitali provocati dapprima dalla diversità della

politica monetaria seguita in alcuni paesi europei rispetto a quella attuata negli Stati Uniti e, successivamente, a causa dell'eccezionale ampiezza assunta da quei flussi, dall'intensificarsi delle attese di rivalutazione di alcune monete, con l'effetto cumulativo che tali attese esercitavano sui movimenti di capitali.

Le soluzioni accolte dai diversi paesi per fronteggiare quella crisi rientrano, singolarmente considerate, nel quadro logico dei provvedimenti atti a regolare l'offerta di dollari per uso internazionale. Non essendo tuttavia il risultato di un'azione concertata sulle cause del fenomeno, riteniamo che quelle soluzioni non rispondano pienamente alle obiezioni mosse a un incondizionato esplicarsi dei flussi monetari internazionali e dell'attività dei meccanismi che li generano.

Sostanzialmente in contrasto con lo spirito dell'insieme dei provvedimenti indicati si situa la tesi che i problemi monetari internazionali, quindi non solo quelli nascenti dal funzionamento del mercato dell'eurodollaro, possano trovare soluzione alla radice in un aumento del prezzo dell'oro non differenziato rispetto al dollaro e alle altre valute. Si tratta di una proposta alla quale dedicammo attento esame tre anni or sono. Nessun ulteriore contributo di conoscenza è stato nel frattempo arrecato che avvalorì la tesi sottostante a questa proposta. L'essenza dei problemi connessi con l'uso internazionale del dollaro risiede innanzi tutto nella dimensione assunta dal disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, non nella mancanza di fiducia nella capacità di questo paese di fare fronte al suo debito; sempreché alla solvibilità non si attribuisca un contenuto ristretto che riecheggia anacronistici principii legati al sistema del *gold standard*. Perciò l'aumento nominale del valore delle riserve auree degli Stati Uniti, oltre a dover essere stabilito in dimensioni praticamente inaccettabili per sortire l'effetto di fronteggiare la consistenza attuale delle passività di questo paese, non sarebbe in grado di eliminare gli squilibri esistenti nei rapporti di cambio tra le principali monete né tanto meno di dare impulso ai meccanismi di creazione deliberata di liquidità internazionale, ovviando con ciò all'attuale stato di dipendenza dell'assetto finanziario mondiale dall'andamento congiunturale di singole bilance valutarie. Esso infine non risponderebbe allo scopo di portare sotto controllo i centri di formazione autonoma dei mezzi di pagamento internazionali, dei quali si è ampiamente discusso; anzi, qualora fosse veramente in grado di ispirare in pratica maggiore fiducia nel

dollaro, darebbe a questi mercati rinnovato vigore.

Uno schema di avvio ad una politica monetaria coordinata, almeno nell'ambito dei Sei, è offerto dalla Risoluzione approvata dal Consiglio della CEE nello scorso febbraio sulla base delle raccomandazioni formulate dal cosiddetto rapporto Werner completato, per quanto concerne il regime dei cambi, dall'analisi fattane dal Comitato dei governatori. Il nostro paese aderiva pienamente a questa iniziativa, sospinto dal desiderio di partecipare ad un disegno europeistico di così vasto impegno; ma non mancava di esprimere perplessità per un indirizzo che, malgrado i nostri sforzi tendenti a mantenere una certa armonia fra la convergenza delle politiche economiche ed i progressi nel campo delle relazioni monetarie, persisteva nell'anteporre questi ultimi soprattutto con il sottolineare la necessità di procedere ad un restringimento dei margini di fluttuazione dei cambi nell'ambito comunitario. A nostro avviso, l'insufficiente coordinazione delle politiche economiche degli stati della Comunità, il diverso grado di inflazione all'interno di ciascuno di essi e, soprattutto per alcuni, l'ampiezza raggiunta dai movimenti di capitali inducevano a dubitare dell'esistenza delle condizioni necessarie affinché si desse inizio ad un processo di restrizione progressiva dei margini di oscillazione, che sboccasse nello stabilimento di cambi irrevocabilmente fissi tra le monete della Comunità.

In particolare, non venne accolto il nostro suggerimento di lasciare inalterata l'ampiezza dei margini nelle relazioni comunitarie e di accrescere le possibilità di manovra nei confronti del dollaro allargando la fascia attuale fino all'uno per cento da una parte e dall'altra della parità, in attesa di modificazioni istituzionali sul piano mondiale che permettessero margini fino al due o tre per cento. Si finì invece soltanto per decidere di ridurre dallo 0,75 allo 0,60 per cento, a cominciare dal prossimo 15 giugno, la fascia delle oscillazioni del dollaro sui mercati della Comunità intorno al cosiddetto livello comunitario; ma la decisione dovette essere sospesa a seguito della crisi ricordata.

I provvedimenti presentati dalla Commissione della Comunità economica europea per fronteggiare la crisi sono apparsi suscettibili di manifestare efficacia, a condizione però che essi fossero stati adottati nel loro complesso e da tutti i paesi insieme. È anche risultato chiaro che alcuni di quei provvedimenti non avrebbero potuto

essere applicati immediatamente ed altri, pur coerenti con le necessità del momento, avrebbero potuto esplicitare la loro efficacia solo nel corso del tempo.

Quei provvedimenti, recepiti dal Consiglio, dopo esame del Comitato dei governatori e di quello monetario, si propongono, oltre all'istituzione di un controllo sulle fonti di alimentazione del mercato dell'eurodollaro e, nello stesso tempo, sul processo espansivo del credito che ha luogo attraverso quel mercato, di limitare l'entrata di fondi a breve termine nei paesi in cui essa possa recare pregiudizio alla attuazione della politica monetaria; in sostanza le proposte tendono a rendere più agevole il controllo sulla creazione di base monetaria all'interno dei singoli paesi, dissociandola entro certi limiti, dagli effetti della componente esterna.

Il piano proposto dalla Commissione è stato da tutti accettato, non esclusi i rappresentanti della Germania federale. Diversità di valutazioni si sono invece manifestate intorno all'urgenza di apprestare provvedimenti che esplicassero con immediatezza la loro efficacia. La considerazione dell'urgenza di trovare soluzioni ai propri problemi ha indotto la Germania, dopo consultazione comunitaria, a sospendere l'osservanza dei margini di oscillazione intorno alla parità in precedenza vigenti, nell'intento deliberato di scoraggiare nuovi afflussi di fondi liquidi attraverso l'inserimento di un elemento di incertezza nel rendimento atteso.

La profonda emozione che gli eventi recenti hanno suscitato potrà contribuire a rinvigorire la volontà politica degli stati membri di procedere al rafforzamento della Comunità, prendendo atto dei gravi problemi tuttora insoluti.

Uno di questi, che proprio all'indomani della crisi valutaria sembra essersi incamminato verso una felice conclusione, è la trattativa per l'adesione alla Comunità del Regno Unito e degli altri paesi candidati.

Sotto il profilo monetario, una delle difficoltà emerse attiene alla posizione della sterlina nella Comunità allargata, essendo incompatibile con l'appartenenza a questa ultima il riconoscimento ad una qualsiasi moneta nazionale della funzione di strumento di riserva per il resto del mondo o per una parte di esso. Una tale funzione o quella di moneta di intervento o di riferimento per l'aggancio ad essa delle monete dei paesi terzi che scelgano di gravitare economicamente intorno alla Comunità allargata non potrebbe

che essere esercitata dalla moneta unica della costituenda Unione economica e monetaria.

Tuttavia, la graduale eliminazione dei saldi in sterline di pertinenza dei paesi economicamente associati al Regno Unito non potrà essere effettuata se non verrà offerto in sostituzione uno strumento di riserva alternativo nel quale quei paesi trovino conveniente investire le loro riserve; è interesse della costituenda Unione economica e monetaria che esso sia uno strumento comunitario.

Se questo ostacolo e gli altri che ancora si frappongono all'entrata del Regno Unito potranno essere rimossi, si costituirà una Comunità molto più equilibrata dove le decisioni rifletteranno sempre di più, anziché la forza contrattuale dei paesi membri, la sintesi degli interessi nazionali verso quello comunitario.

Nella Relazione dello scorso anno rilevammo che, date le pressioni inflazionistiche esistenti nella economia mondiale e la diversità con cui esse si manifestano, sarebbe potuto riuscire difficile conciliare un maggior grado di interdipendenza economica con un regime di cambi fissi; ne sarebbe potuta seguire la necessità del ricorso a cambi moderatamente flessibili. Questa innovazione, concludemmo, potrebbe stimolare la trasformazione della Comunità economica europea in una unione economica con monete intercambiabili sulla base di cambi irrevocabilmente fissi e le cui relazioni monetarie con il resto del mondo fossero regolate sulla base di cambi oscillanti.

La decisione assunta di recente dal governo tedesco avrebbe potuto consentire di muovere verso la soluzione allora indicata. Abbiamo creduto però che il nostro paese non potesse cogliere questa occasione, in seguito alle difficoltà nelle quali si dibatte la nostra economia: gli investimenti continuano ad apparire stagnanti, i consumi privati sembrano restare contenuti, l'attività edilizia prosegue nella discesa, la produzione industriale è diminuita, gli scambi con l'estero di merci e servizi presentano un saldo negativo. Di tali problemi ci proponiamo di discutere nel seguito di questa esposizione.

PROFILO DELL'ECONOMIA ITALIANA NEL 1970. LA DOMANDA INTERNA ED ESTERA. COSTI, PREZZI, PROFITTI

Nel corso del 1970 alla espansione della domanda monetaria interna, manifestatasi con particolare intensità all'inizio dell'anno, non ha corrisposto un adeguato aumento della produzione; una quota importante della domanda addizionale è stata soddisfatta mediante maggiori importazioni, con la conseguenza di una riduzione dell'avanzo degli scambi di merci e servizi di 1.300 milioni di dollari, pari all'1,6 per cento del reddito nazionale lordo. In tal modo è stato possibile contenere l'effetto sui prezzi; tuttavia la componente inflazionistica nell'aumento del reddito è stata del 6,3 per cento, superando quella reale, pari al 5,1. Nel periodo gennaio-agosto, limitatamente al quale gli ultimi due anni sono comparabili a causa dell'incidenza degli scioperi nell'ultima parte del 1969, la produzione manifatturiera, il cui valore aggiunto rappresenta quasi il 90 per cento di quello del settore industriale, si è accresciuta nel 1970 ad un tasso pari a circa un terzo di quello del 1969. Il rallentamento, che sia per l'intero comparto sia per le principali categorie non appare dovuto al raggiungimento del pieno utilizzo della capacità produttiva esistente, assume poi la caratteristica di un ristagno qualora si esamini l'andamento nel corso del 1970; destagionalizzato, il livello di attività a fine anno era pari a quello di inizio; la situazione è peggiorata nei primi mesi del 1971.

Lo squilibrio tra domanda e offerta non ha interessato uniformemente tutti i settori industriali: è stato più accentuato per la metallurgia, i mezzi di trasporto e i tessili, per i quali si sono avuti un ristagno nel volume delle esportazioni e un aumento ancora considerevole in quello delle importazioni. Per la meccanica, il ritmo di accrescimento si è mantenuto assai elevato per le importazioni, mentre si è attenuato dal lato delle vendite all'estero. Il settore chimico, infine, pur manifestando anch'esso un peggioramento dell'avanzo commerciale, ha conseguito un aumento delle esportazioni, dopo la stazionarietà dell'anno precedente.

Il ricorso a una politica monetaria moderatamente restrittiva, attuato fin dalla metà del 1969, non appena la componente inflazionistica nello sviluppo del reddito nazionale era apparsa assumere valori crescenti tanto da avviarsi a superare quella reale

e si delineava un ulteriore peggioramento della bilancia dei pagamenti per il manifestarsi di difficoltà anche nelle partite correnti, ha esercitato un effetto frenante sui prezzi. Nonostante ciò, le quotazioni dei manufatti sono salite, nei primi cinque mesi dell'anno, ad un tasso dell'11 per cento in ragione annua, successivamente attenuatosi. L'impiego di tale politica ha contribuito inoltre a ridurre l'esportazione di capitali, attraverso il rialzo dei tassi di interesse, gradualmente adeguati a quelli vigenti nel mercato internazionale; questa azione è stata integrata da provvedimenti di carattere amministrativo con i quali si è ottenuto l'effetto di limitare le esportazioni di biglietti di banca.

La manovra monetaria, d'altra parte, comportando l'abbandono della politica della stabilità dei tassi di interesse, si è ripercossa sul mercato dei capitali, nel quale le emissioni di titoli a reddito fisso si sono ridotte di circa un quarto tra il 1969 e il 1970. La diminuzione è stata compensata facendo ricorso a prestiti sul mercato internazionale; si è così raggiunto anche il risultato di chiudere la bilancia dei pagamenti in avanzo anziché in disavanzo per un importo rilevante, come sarebbe accaduto in assenza di quei prestiti.

L'andamento dell'economia è stato condizionato dall'eccezionale aumento dei costi, tanto più grave in quanto l'aumento della produttività, anziché mantenersi elevato, o addirittura accrescersi con il recupero produttivo, è rallentato. Il sistema non è stato in grado di reagire agli aumenti salariali né con rapidi processi di razionalizzazione né con una forte espansione degli investimenti; le nuove iniziative hanno ristagnato. Ad un elevato sviluppo della domanda interna nel periodo iniziale dell'anno si sono opposte limitazioni dal lato dell'offerta, costituite sia dalla riduzione delle possibilità di utilizzo della capacità produttiva, derivante dall'applicazione delle nuove norme contrattuali nei rapporti di lavoro, sia dalle varie forme di contestazione; ha avuto così inizio un processo che dalla minore produzione, attraverso la rallentata formazione dei redditi, ha portato ad un indebolimento della domanda; vi si è inserita, con gravi effetti, la flessione dell'attività edilizia. Da ultimo si sono delineati fenomeni recessivi. Questi andamenti si sono manifestati non solo nei settori arretrati, ma anche in quelli avanzati, con particolare riferimento ai beni strumentali.

Il rapido progresso dell'economia italiana nell'ultimo ventennio è derivato, per

gran parte degli anni cinquanta, dalle immissioni di nuove tecnologie, congiunte con applicazioni di lavoro progressivamente migliorato nella qualità; successivamente lo sviluppo estensivo degli anni 1959-63 ha ampliato e rafforzato il potenziale produttivo; dopo il 1964, il progressivo utilizzo di quest'ultimo e l'accrescimento dell'efficienza aziendale, ottenuti con il raggiungimento di dimensioni più economiche e con migliori combinazioni dei fattori produttivi, hanno consentito alla nostra economia di riacquisire un ritmo espansivo ancora sostenuto. Nelle condizioni odierne appare difficile prolungare questa fase, non soltanto perché si è assottigliata la disponibilità di innovazioni tecniche non ancora applicate, ma anche perché le nuove condizioni di lavoro, il persistere di scioperi di gruppi non organizzati sindacalmente e l'assenteismo impongono alle aziende misure di riorganizzazione dei cicli produttivi, per riacquisire i necessari margini di elasticità, e, in alcuni casi, di decentramento degli impianti. Ne derivano conseguenze sulle quali appare utile soffermare l'attenzione.

Tra il 1960 e il 1969 l'occupazione complessiva nell'industria manifatturiera è aumentata al tasso medio annuo dell'1,0 per cento; poiché le ore lavorate per addetto sono diminuite dello 0,7 per cento, la quantità totale di ore lavorate non ha presentato variazioni apprezzabili; l'intero aumento della produzione è stato conseguito con un incremento della produttività oraria del 6,9 per cento all'anno. Sempre in quegli anni le imprese sono state solite fronteggiare, nel periodo breve, variazioni della domanda attraverso aggiustamenti meno che proporzionali nell'occupazione, avendo la possibilità di regolare la durata dell'impiego della mano d'opera occupata.

Limitando il confronto, per il motivo esposto, ai primi otto mesi, tra il 1969 e il 1970 la tendenza alla diminuzione delle ore lavorate per addetto si è accentuata; l'impiego del fattore lavoro è rimasto ancora praticamente immutato, dato che la riduzione delle ore lavorate per addetto è stata compensata da un aumento dell'occupazione in misura pressoché equivalente. Il volume dei beni prodotti si è accresciuto in misura modesta; la produttività oraria è aumentata del 4,5 per cento e dell'1,5 quella per addetto. Vi ha influito anche l'anzidetta tendenza alla sostituzione di ore lavorate per addetto con nuova occupazione; ciò infatti, anche se corrisponde al disegno di modificare condizioni di lavoro non ottimali, oltre a rendere più rigide le gestioni aziendali nei necessari adeguamenti alle fasi cicliche provoca, almeno

all'inizio, una riduzione dei rendimenti, per gli inevitabili tempi di inserimento delle nuove maestranze.

Le difficoltà manifestatesi nel conciliare il miglioramento delle condizioni di lavoro con lo svolgimento ordinato dell'attività produttiva, unite al frequente riaprirsi di situazioni conflittuali all'interno delle aziende, hanno determinato la impossibilità di programmare i costi e in ultima istanza hanno costituito un disincentivo per quegli investimenti con i quali il sistema normalmente avrebbe cercato di ripristinare le condizioni necessarie affinché avvenga la ricostituzione dei capitali impiegati. Nel campo dell'edilizia pubblica numerose gare sono andate deserte, essendo stati i costruttori nell'impossibilità di prevedere la misura delle maggiorazioni di costo durante il periodo di esecuzione dei lavori.

Nei scorsi anni abbiamo ripetutamente affermato l'esigenza di una espansione degli investimenti che, utilizzando appieno le possibilità offerte dalla formazione del risparmio, accelerasse l'ampliamento e il rafforzamento dell'apparato produttivo e consentisse di apprestare le necessarie infrastrutture sociali ed economiche; in questo senso abbiamo sempre indirizzato la nostra azione cercando di favorire l'afflusso dei necessari mezzi di finanziamento, a tassi quanto più possibile convenienti.

Nel settore industriale, più sensibile alle sollecitazioni del mercato, si avviò dalla metà del 1968 un vigoroso rilancio degli investimenti, al quale parteciparono sia le imprese pubbliche sia quelle private, sospinte dalla progressiva riduzione dei margini di capacità inutilizzata e dall'andamento favorevole dei profitti e assistite da ampie disponibilità di mezzi finanziari. Questa fase dapprima è stata interrotta dagli eccezionali avvenimenti dell'autunno del 1969; poi, nel 1970, dopo una breve ripresa collegata in gran parte con l'installazione di macchinari che non aveva potuto essere effettuata negli ultimi mesi dell'anno precedente, essa si è spenta per il venir meno delle condizioni che l'avevano suscitata. I risultati medi dell'annata non riflettono questo mutamento, dato il modo con il quale le vicende anzidette si sono susseguite nel corso dei due anni, e presentano anzi un incremento degli investimenti industriali ancor più elevato di quello del 1969; ad esso peraltro hanno concorso in larga prevalenza le imprese pubbliche, mentre scarso, anche sulla base dei dati annui, risulta l'apporto di quelle private.

L'osservazione degli indicatori congiunturali relativi al 1970 mostra, infatti, che il manifestarsi di una tendenza della domanda cedente di trimestre in trimestre è dovuto principalmente all'andamento della spesa per investimenti, influenzata in non piccola parte dalla crisi dell'edilizia. Ciò appare anche dai dati relativi alla produzione industriale, il cui ristagno fra l'inizio e la fine dell'anno è legato in larga misura al settore dei beni strumentali. Sull'insoddisfacente andamento degli investimenti nel corso del 1970 ha influito anche il grado di disponibilità del credito, come viene ampiamente esposto nei capitoli della Relazione. In questo luogo informeremo sugli aspetti essenziali.

Nella Relazione dell'anno scorso, dopo aver citato le stime del Comitato tecnico scientifico presso il Ministero del Bilancio secondo le quali nel 1970 l'aumento medio del costo del lavoro per addetto nell'intera economia sarebbe stato del 13 per cento e l'aumento dei salari di fatto nell'industria avrebbe oscillato tra un minimo dell'11 per cento nei settori non soggetti a rinnovi contrattuali e un massimo del 21 per cento negli altri, affermammo, sulla base di successive indicazioni, che gli aumenti sarebbero stati probabilmente maggiori. Quelle stime e le nostre affermazioni furono contestate; conviene riconoscere che esse erano viziate da errore, ma di segno opposto a quello indicato dai critici. Gli aumenti sono risultati infatti assai superiori a quelli previsti: nelle industrie manifatturiere i salari di fatto, secondo le statistiche del Ministero del Lavoro, disponibili per i primi tre trimestri del 1970, sono aumentati in media del 23 per cento con punte del 27 per cento nelle industrie metalmeccaniche e del 33 per cento nelle chimiche. Gli effetti di un aumento di tali dimensioni non si sono esauriti esclusivamente nei comparti interessati ai rinnovi contrattuali, ma hanno investito tutti i settori, per effetto della quota di retribuzione incorporata nel prezzo dei beni e servizi scambiati all'interno del sistema produttivo. In ciascun comparto dell'industria manifatturiera il rincaro dei costi va attribuito quindi a due fattori: l'uno diretto, quale aumento delle retribuzioni del comparto stesso; l'altro indiretto, quale incremento dei prezzi dei beni acquistati presso altri comparti industriali, ed è questo l'aspetto per il quale si dimostra pregiudizievole all'equilibrio del sistema la concentrazione in un limitato periodo di tempo degli effetti del rinnovo di numerosi e importanti contratti di lavoro.

Redistribuzioni del reddito possono elevare il livello dei consumi e, quando esistano fattori produttivi disoccupati o sotto occupati, possono suscitare una più alta produzione. Ma se contemporaneamente avvengono, come di fatto sono avvenute, modificazioni delle relazioni fra costi e prezzi dalle quali derivi una diffusa incertezza circa la possibilità di ricostituire i capitali impiegati nella produzione, le decisioni di investimento necessariamente languono e i meccanismi riequilibratori, che in altra situazione avrebbero stimolato aumenti del reddito, concorrono a determinare il nuovo equilibrio attraverso l'abbassamento del livello di occupazione. In luogo di muovere verso equilibri più avanzati, il sistema regredisce.

Ho creduto essere mio dovere sottolineare le conseguenze derivanti dal rifiuto di accettare i vincoli che collegano questi fenomeni e ho seguito a fare ciò anche nei momenti nei quali le controversie sindacali avevano assunto il massimo grado di asprezza.

Sul finire del novembre 1969, ebbi occasione di affermare, fra l'altro, che considerazioni attinenti all'ordine pubblico generale, nonché al ripristino della disciplina all'interno delle aziende, suggerivano la opportunità di accelerare la conclusione delle vertenze sindacali in corso. Il mantenere intatte la rappresentatività e l'autorità delle organizzazioni sindacali rispondeva a un interesse generale, specialmente se il Governo, in consultazione con le organizzazioni stesse, voleva affrontare i problemi della riforma della mutualità e simili. Questi motivi, più che la gravità delle perdite di produzione e di reddito causate dagli scioperi, che sono l'inevitabile prezzo di un sistema di rapporti di lavoro basato sul rispetto della libertà di comportamento delle parti in causa, spingevano verso la conclusione delle vertenze. Ma quanto più si fosse concesso per considerazioni contingenti, tanto più si sarebbe complicata la soluzione dei problemi futuri.

Con riguardo alla possibilità di assorbimento degli aumenti salariali da parte delle industrie interessate al rinnovo dei contratti, sottolineavo le difficoltà che sarebbero state incontrate, specialmente dalle industrie meccaniche. Non poche, affermavo, sarebbero state le aziende meccaniche non in grado di sopportare i nuovi oneri e quindi esposte al rischio di dissesto, né sembrava accettabile la supposizione che un'intensificazione di investimenti, promossa con agevolazioni creditizie, avrebbe

consentito di aumentare la produttività in tale misura da ricostituire in breve periodo gli equilibri aziendali. Occorre considerare, dicevo, che le aziende meccaniche impiegano lavoro in misura proporzionalmente più elevata delle altre e più delle altre risentono della concorrenza internazionale, cosicché è minore la loro possibilità di trasferire sui prezzi una parte degli aumenti dei costi.

Per quanto riguarda l'occupazione, soggiungevo che, partendo dal presupposto che l'aumento dei costi salariali avrebbe spinto le aziende metalmeccaniche a cercare di risparmiare il fattore lavoro, ne sarebbe necessariamente conseguito un minore impulso alla creazione di nuovi posti.

La riduzione degli orari di lavoro avrebbe potuto agire in senso contrario nei limiti nei quali gli aggravii dei costi fossero risultati sopportabili.

Estendendo l'esame all'intero sistema, occorre porsi la domanda se, in presenza di un aumento dei prezzi dei beni di investimento per la maggior parte provenienti dai settori interessati al nuovo contratto, anche le imprese degli altri settori non sarebbero state costrette a rivedere in senso riduttivo i loro programmi di investimento in termini reali. Concludevo che, ove ciò fosse avvenuto, inevitabili sarebbero stati i riflessi sull'occupazione complessiva.

Gli eventi successivi sembrano aver confermato in gran parte quelle indicazioni. L'ampiezza degli aumenti dei costi unitari di lavoro avvenuti nel 1970, e di quelli che ulteriormente incombono, esclude infatti la possibilità di un loro trasferimento sui prezzi nella misura e nei tempi necessari per evitare una forte incidenza sui margini di profitto. Conviene ricordare che questi eventi, a differenza di quelli analoghi del 1964, sono accaduti al termine di un periodo nel corso del quale non si è effettuato un potenziamento dell'apparato produttivo quale quello realizzato nel quinquennio 1959-63. In questa situazione, una politica di espansione forzata della domanda, nella misura nella quale non si fosse riflessa in maggiori importazioni, avrebbe potuto provocare saggi di incremento dei costi per unità di prodotto ancora maggiori, per gli effetti depressivi sulla produttività derivanti dalla eterogeneità della struttura del capitale del nostro sistema produttivo, alla quale facemmo riferimento nella precedente Relazione, e per l'accentuazione dello slittamento salariale; il trasferimento sui prezzi sarebbe stato relativamente minore e proporzionalmente maggiore la compressione dei margini di

profitto che ne sarebbe derivata. L'analisi dei risultati dell'anno e di quelli precedenti conferma che i margini di profitto delle imprese sono una funzione decrescente del saggio di accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto; le ripercussioni sulla propensione all'investimento delle imprese private, e specialmente di quelle di dimensioni minori, sono automatiche e in larga misura indipendenti dall'azione svolta dall'Istituto di emissione. I ritardi e i limiti dell'adeguamento dei prezzi all'aumento dei costi sono tanto maggiori quanto più intensa è l'azione della concorrenza interna e internazionale.

Nella misura nella quale le tensioni traggono origine dai costi, in un'economia aperta al mercato internazionale come la nostra, si determina l'uscita dal mercato per motivi economici di intere imprese o almeno, all'interno di esse, di quella parte degli impianti non più sfruttabili al nuovo livello dei costi; l'inflazione genera cioè impulsi deflazionistici, che costituiscono l'avvio di un doloroso processo di correzione. La compressione dei margini di profitto delle imprese, indotta dagli attriti che ritardano e dai vincoli che limitano l'adeguamento delle variazioni dei prezzi ai maggiori costi di gestione aziendale, le conseguenti ripercussioni sull'autofinanziamento delle imprese, la prospettiva di una minore redditività degli investimenti e quindi la minore propensione all'investimento, tutti questi fattori producono un'insufficienza di domanda aggregata che tende ad autoalimentarsi.

Al delinarsi di un'evoluzione congiunturale di questo tipo, nella scorsa estate l'indirizzo della politica economica si è modificato nel senso di rafforzare le componenti della domanda rappresentate dagli investimenti e dai consumi sociali, accelerando in pari tempo l'espansione monetaria. Accenneremo in seguito ai limiti alla creazione di moneta; desideriamo però sottolineare che, dato l'esistente assetto istituzionale del sistema economico, le variazioni delle grandezze finanziarie riescono scarsamente efficaci quando si altera il processo di formazione dei prezzi dei fattori produttivi e dei prodotti, in maniera da influire negativamente sulla formazione del capitale. Vi possono essere opinioni diverse circa i soggetti ai quali deve essere attribuito il potere di decidere della accumulazione del capitale e della sua destinazione; ma non si può volere il progresso economico e, al tempo stesso, non volere l'accumulazione del capitale.

Il complesso dei finanziamenti agli utilizzatori interni (famiglie, imprese e Pubblica Amministrazione) è considerevolmente aumentato, passando da 7.570 miliardi nel 1969 a 9.450 nel 1970. L'aumento però ha riguardato soprattutto la quota assorbita dal settore pubblico e in particolare dal Tesoro, quota che; al netto dei fondi trasferiti agli altri settori, è passata da 1.850 miliardi nel 1969 a 3.320 miliardi nel 1970. Di conseguenza, nonostante l'imponente aumento dei finanziamenti complessivi, l'ammontare di quelli affluiti all'economia è stato nel 1970 solo del 7,2 per cento superiore a quello del 1969. Poiché nella seconda parte del 1969 l'espansione del credito aveva subito un certo contenimento, l'economia ha avvertito nell'offerta totale di credito un effetto di restrizione che appare ancora maggiore quando si tenga conto dell'aumentata necessità di capitale circolante e del maggior costo dei beni d'investimento, il tutto in presenza di un ridotto autofinanziamento.

Nella maggior parte dell'anno, e cioè all'incirca fino a tutto il terzo trimestre, l'offerta di credito bancario è stata contenuta, per effetto dei nostri interventi nella seconda metà del 1969 e nella prima metà del 1970, e dei ritardi con i quali il sistema reagisce ad essi. Poiché durante quel periodo si è avuto un eccesso, rispetto all'offerta, della domanda di credito anche agli accresciuti saggi di interesse praticati dalle aziende di credito, si sono presentati fenomeni di razionamento, attraverso lo spostamento dei fondi fra i diversi settori dell'economia e, all'interno di questi, verso le grandi imprese. I finanziamenti si sono concentrati nell'industria e, in particolare, nelle categorie degli oli minerali e della chimica; essi sono stati diretti prevalentemente verso le imprese con partecipazione statale e verso le grandi imprese private, che svolgono programmi di investimento di ampia portata, estesi nel tempo, con occorrenze di credito più stabili e meno sensibili ai mutamenti congiunturali. Hanno sofferto le imprese piccole, in condizioni precarie anche a causa delle maggiori difficoltà di trasferire gli aumenti dei costi sui prezzi e, a differenza di quelle con partecipazione statale, non immuni dal pericolo di insolvenza.

Questo fenomeno risulta chiaramente dall'esame dei dati della Centrale dei rischi sulla distribuzione degli incrementi dei crediti accordati per classi di grandezza delle esposizioni globali di ciascun cliente. La concentrazione degli incrementi degli accordati non aveva subito apprezzabili variazioni nel corso del 1969; l'analisi dei dati

trimestrali mostra che la distribuzione degli incrementi stessi è stata molto prossima a quella delle consistenze iniziali. A cominciare dal primo trimestre del 1970 invece si è rilevata una forte caduta della partecipazione dei crediti accordati di importo inferiore al miliardo sugli incrementi del totale degli accordati stessi. Con il secondo trimestre anche le classi tra 1 e 20 miliardi hanno visto diminuire la loro quota. Nel quarto trimestre si è ripristinata una situazione di normalità, per effetto di una espansione degli accordati più rapida in quelli di importo modesto.

Non soltanto nel nostro ma nella generalità dei paesi nei quali esistono economie di mercato, quando la domanda di credito supera l'offerta, le banche tendono ad escludere la domanda eccedentaria diminuendo la quota di credito ai clienti più rischiosi. La rigidità della struttura dei tassi nel caso italiano accentua il fenomeno del razionamento del credito e, quando ciò accade, le scelte non sono influenzate soltanto da considerazioni obiettive, relative cioè alla qualità dell'impresa, ma anche da considerazioni soggettive: la preferenza essendo per l'impresa direttamente o indirettamente controllata dallo Stato. La prova di queste affermazioni è offerta dal raffronto tra l'aumento medio degli impieghi dal dicembre 1969 al settembre 1970, pari al 4,4 per cento, e gli aumenti relativi ad alcuni complessi del settore pubblico, compresi tra il 25 e il 48 per cento, e agli enti territoriali, pari al 26 per cento. Sul finire dell'anno la pressione dei grandi gruppi sul sistema bancario si è attenuata, sia perché alcuni hanno tratto profitto dalle più ampie possibilità di indebitamento all'estero, sia perché gli istituti di credito speciale hanno accelerato l'erogazione di mutui precedentemente accordati.

Un importante fattore di distorsione della politica creditizia è la pressione esercitata dagli enti locali e mutualistici alla ricerca di finanziamenti. Gli impieghi a loro favore sono fonte di elevati profitti per l'azienda bancaria; possono dare però origine a grossi immobilizzi deteriorando la situazione di liquidità dell'azienda. Inoltre, essendo destinati al finanziamento di disavanzi originati da pagamenti nella maggior parte dei casi assolutamente indilazionabili per considerazioni di carattere sociale e politico, questi impieghi limitano l'autonomia delle aziende di credito e, quando esse versino in difficoltà di tesoreria, della stessa Banca d'Italia. Ma quanto più il campo delle scelte delle aziende di credito si restringe, tanto più esse sono costrette a praticare

il razionamento. Questo fenomeno è tra quelli che, in concreto, riducono la funzionalità di un'economia di mercato basata sulla molteplicità, la varietà e le possibilità di rinnovo delle iniziative economiche. Pertanto, allo stesso modo che la difesa di un sistema di economia mista efficiente e dinamico va effettuata evitando improvvisi spostamenti della linea di demarcazione tra il settore pubblico e il settore privato, così è indispensabile che questa linea di demarcazione non segni anche il confine tra una zona privilegiata ed una svantaggiata nell'ottenimento del credito.

AMMINISTRAZIONE DELLA LIQUIDITÀ ESTERNA E INTERNA. IL CREDITO A BREVE E A LUNGO TERMINE. I TASSI DI INTERESSE

Nel corso degli ultimi anni le autorità responsabili della politica economica sono state poste con maggiore evidenza che in passato di fronte ad obiettivi difficilmente conciliabili fra loro: non sempre è riuscito possibile promuovere un sostenuto sviluppo del reddito nella stabilità dei prezzi, mantenendo in pari tempo un soddisfacente equilibrio nei conti con l'estero e nell'impiego delle forze di lavoro. Nel 1970, dopo un periodo di 18 mesi di disavanzo di bilancia dei pagamenti, la nostra politica è stata di ricostituire, prima, e di accrescere, poi, il livello delle riserve valutarie, nella convinzione che una loro adeguata disponibilità costituisce una salvaguardia affinché politiche volte alla difesa del livello di occupazione non siano frustrate da crisi di bilancia dei pagamenti. L'accumulazione di riserve implica un costo, che peraltro va confrontato con il più ampio grado di libertà che si consegue per le decisioni di politica economica. Ciò è tanto più vero quanto più ampia è l'apertura di un'economia al mercato internazionale.

Le forze che possono provocare oscillazioni nella bilancia dei pagamenti sono divenute più vigorose. La minore capacità di adattamento della struttura produttiva alle modificazioni nel volume e nella composizione della domanda ha per conseguenza un più ampio ricorso alle importazioni. L'alto grado di dissociazione tra i centri dove si forma il risparmio e quelli che effettuano gli investimenti espone la nostra economia, più di altre, al pericolo di spostamenti di fondi verso altri mercati. Effetti analoghi discendono dal mancato adattamento della struttura del mercato finanziario interno a

quello internazionale e, in particolare, dal fatto che il nostro mercato non offre attualmente forme di investimento competitive con quelle del mercato internazionale, anche se l'esperienza più recente ha dimostrato che la maggiore attrattiva esercitata da taluni investimenti all'estero può rivelarsi illusoria.

Nella passata Relazione si ebbe occasione di ricordare le crescenti difficoltà che le esportazioni di capitali andavano creando per la nostra bilancia dei pagamenti e le misure prese, nel corso del 1969 e nella prima parte del 1970, per contrastarne l'ulteriore espansione e per fronteggiarne le conseguenze. A parte gli indirizzi di politica monetaria diretti a creare le condizioni generali atte a scoraggiare l'esportazione di capitali, si menzionarono, tra l'altro: l'avvio di un largo ricorso all'estero per il soddisfacimento dei fabbisogni di credito pubblici e privati, graduando tuttavia l'utilizzo del ricavo in lire, al fine di limitarne gli effetti sulla liquidità interna; il restringimento dei termini entro i quali gli operatori con l'estero debbono effettuare i pagamenti e le riscossioni; e l'accentramento presso la Banca d'Italia delle operazioni di accreditamento delle banconote pervenute dall'estero che, dando luogo ad un deprezzamento del tasso di cambio applicato alle banconote, contribuì a ridurre considerevolmente i deflussi. L'esigenza di finanziare il disavanzo della bilancia dei pagamenti consigliò, d'altro canto, il richiamo della posizione attiva netta sull'estero che il sistema bancario si era in precedenza costituita, la mobilitazione delle linee di credito disponibili nei confronti delle autorità monetarie degli Stati Uniti e il perseguimento di criteri di gestione delle riserve appropriati alle esigenze del momento, quali gli utilizzi della posizione creditoria sul Fondo monetario internazionale.

In questa sede sono state più volte ricordate le principali sollecitazioni alle quali obbediscono i movimenti di capitali: nei tempi più recenti le maggiori spinte verso l'uscita di essi sono provenute dai differenziali nei tassi d'interesse, di volta in volta determinatisi tra il mercato interno e quelli esteri, e da un insieme di motivazioni di natura sostanzialmente extra-economica, rappresentate dalle reazioni degli operatori alle alterne vicende della situazione socio-politica, reazioni che, tra l'altro, hanno contribuito ad esaltare l'importanza della diversità di trattamento fiscale dei redditi di capitale, in Italia e altrove, e della ricerca di forme differenziate di investimento del risparmio finanziario. Verso la metà dell'anno, eliminati i differenziali d'interesse a

favore dell'estero, solo queste ultime cause sono rimaste a motivare le ulteriori esportazioni di capitali, nonostante i vincoli a cui il vigente sistema di disciplina dei cambi le sottopone.

I movimenti speculativi contro la lira, suscitati anche da insistenti voci di possibili variazioni della parità, raggiunsero dimensioni inusitate soprattutto nel corso del mese di luglio e della prima metà di agosto, per poi arrestarsi bruscamente; l'improvviso cambiamento di prospettive si tradusse in gravi perdite per gli speculatori al ribasso. Per fornire una nozione della portata dell'azione in difesa del cambio della lira svolta dalla Banca d'Italia in quei mesi di particolare tensione, basti ricordare che l'importo degli interventi effettuati nel 1970, fino a metà agosto, raggiunse all'incirca i 1.700 milioni di dollari, dei quali 450 si riferiscono soltanto al mese di luglio e alla prima metà di agosto.

Nell'ultimo quadrimestre del 1970 venne confermata la politica di più largo indebitamento all'estero da parte degli enti e delle imprese aventi bisogno di credito. La continuazione di questo indirizzo trovò giustificazione nella esigenza di fornire un'alternativa al ricorso al mercato interno, nell'intento di assecondare la flessione dei tassi d'interesse a lungo termine e, nonostante l'avvenuta riduzione della fuoriuscita di capitali, nell'opportunità di rafforzare le nostre riserve attraverso provvista di fondi a medio e a lungo termine sul mercato internazionale.

La valutazione della congruità del livello delle riserve che un paese detiene e del grado di liquidità delle loro componenti è legata non soltanto a variabili di natura economico-finanziaria, quali le importazioni considerate nel loro volume e nell'elasticità al reddito, il livello di liquidità interna e quello dell'indebitamento del paese verso l'estero, ma altresì a fattori meno ponderabili che possono tutti ricondursi al grado di sensibilità del mercato di fronte al susseguirsi di eventi economici, finanziari, sociali e politici, sia interni sia internazionali; tutto sembra indicare che negli ultimi tempi la reattività a questo tipo di eventi si sia andata acuendo e che quindi le circostanze richiedano, tenuto conto della crescente integrazione dei mercati, la disponibilità di più ampi margini di manovra per fronteggiare possibili accensioni speculative, che esperienze recenti dimostrano essere più violente e repentine.

A fine aprile 1971, le riserve ufficiali nette dell'Italia ammontavano a 6.178

milioni di dollari, con un aumento, rispetto al dicembre 1969, di 1.482 milioni; esse risultavano costituite per il 55 per cento da oro, diritti speciali di prelievo e altre attività garantite in oro e per la restante parte da valute convertibili. L'incremento di riserve negli ultimi sedici mesi ha interessato esclusivamente le valute convertibili, accresciutesi di circa 1.900 milioni. Questi crediti a vista, peraltro, stanno a fronte di prestiti a medio e a lungo termine contratti nello stesso periodo. Sotto il profilo della complessiva posizione finanziaria del paese nei confronti dell'estero, la contrapposizione in atto tra debiti e crediti in valuta copre il rischio di cambio. Anche sotto tale profilo, perciò, il conseguimento di adeguati rendimenti delle riserve deve prevalere sulla considerazione del rischio di cambio.

I prestiti accordati dall'estero a residenti italiani ed affluiti nel corso degli stessi sedici mesi sono ammontati a circa 2.600 milioni di dollari; per la maggior parte, questi fondi sono provenuti dall'euromercato, per il resto da mercati nazionali, principalmente da quello tedesco. In loro assenza, la bilancia dei pagamenti si sarebbe chiusa, anziché con un avanzo di 700 milioni, con un disavanzo di 1.900 milioni.

Avvenuta la ricostituzione di un livello di riserve adeguato, la politica dell'approvvigionamento di fondi all'estero è stata modificata: non si oppongono restrizioni ad eventuali iniziative di enti che vogliano richiedere credito fuori del paese, purché di scadenza a lungo termine. Questo atteggiamento si basa sulla opportunità di procedere al consolidamento di debiti in precedenza contratti e di evitare in pari tempo la concentrazione di oneri eccessivi sulla bilancia dei pagamenti di particolari anni.

In questa seconda fase si è anche ritenuto opportuno: ripristinare i più ampi termini entro i quali gli esportatori hanno la possibilità di far affluire i loro incassi mentre si è mantenuto, per gli importatori, il termine di 30 giorni applicabile ai regolamenti anticipati; accrescere il volume complessivo dei massimali entro i quali le banche possono derogare all'obbligo del pareggio della loro posizione in valuta; dar loro la facoltà di rendersi dirette intermediarie tra i mercati esteri e le imprese italiane richiedenti credito a medio termine, in condizioni di parità con gli istituti di credito esteri.

Non sembra che esistano, nella situazione presente, margini per ampliare considerevolmente il finanziamento di esportazioni con pagamento differito e di lavori

italiani all'estero. È vero che finanziamenti di questo tipo migliorano, in misura più o meno ampia, le partite correnti della bilancia dei pagamenti, ma è anche vero che essi accrescono il volume di crediti sull'estero con carattere di immobilizzo e con rischio di perdita.

L'avvenuta ricostituzione di un livello di riserve adeguato ha altresì allentato i vincoli ai quali aveva sottostato nella prima parte del 1970 la creazione di base monetaria; ne è risultata un'espansione complessiva per tutto l'anno nettamente superiore alle previsioni: 2.154 miliardi contro 1.750. Conviene ricordare in proposito che ogni anno il Comitato interministeriale per la programmazione economica determina la ripartizione globale dei flussi monetari fra le varie destinazioni, in conformità alle linee di sviluppo fissate dal programma economico. In occasione dell'impostazione del bilancio dello Stato, il Comitato indica l'ammontare delle variazioni delle principali grandezze finanziarie nell'esercizio al quale il bilancio si riferisce; di esse viene data notizia nella Relazione previsionale e programmatica e di solito i ministri competenti le commentano in occasione della discussione sul bilancio. Desta pertanto stupore che si ritenga dai più che la determinazione delle grandezze finanziarie avvenga di iniziativa dell'Istituto di emissione e che non si proceda al confronto tra consuntivi e previsioni, né si cerchino le cause di eventuali differenze. Sembra inoltre si creda che la banca centrale sia munita della facoltà di far salire o scendere il volume del credito istantaneamente; riteniamo opportuno confutare questa credenza e indicare alcune cause di attrito che impediscono alle variazioni della base monetaria di ripercuotersi con immediatezza sul credito. Nel corso del 1970, l'elevato ammontare della creazione di base monetaria e la tendenza da parte del pubblico a ridurre l'utilizzo, a cominciare dall'estate hanno determinato un'espansione delle riserve bancarie di quasi 1.200 miliardi, cioè di molto superiore a quella degli anni precedenti; in termini relativi l'aumento nel corso dell'anno è stato del 20,0 per cento, mentre quello del credito bancario, essenzialmente costituito da impieghi e investimenti in titoli, è stato dell'11,3 e quello dei depositi del 16,1 per cento.

La divergenza tra il tasso di espansione delle riserve liquide delle banche e quello del credito è in parte da attribuire al fatto che l'aumento delle riserve stesse si è concentrato nella seconda metà dell'anno e che l'attività delle aziende di credito

rispecchia normalmente con ritardo gli impulsi provenienti dalle autorità monetarie. Se si considera la estensione dell'intervallo di tempo necessario affinché variazioni della base monetaria esplichino interamente il proprio effetto sul volume del credito, o sui tassi, o su entrambi, si può dedurre che l'evoluzione dei crediti nel 1970 è stata influenzata, quasi per tutto l'anno, dalle flessioni della liquidità manifestatesi nella seconda metà del 1969 e nei primi cinque mesi del 1970.

Al fine di mettere in luce l'andamento dell'offerta di credito, si è calcolato per ogni trimestre dell'ultimo triennio il valore teorico dei crediti bancari, inteso come la massima espansione dei crediti medesimi compatibile con il livello delle riserve a disposizione delle banche, tenendo conto dei tempi necessari per il processo di moltiplicazione. Si rileva che l'offerta è cresciuta a tassi molto limitati dal giugno del 1969 fino al settembre del 1970 e solo alla fine dell'anno ha mostrato una netta ripresa. Risulta anche che, mentre nel giugno del 1969 il credito effettivo rappresentava il 75 per cento circa della massima potenzialità, alla fine del 1970 il rapporto era salito all'86 per cento. Questo aumento, che implica una crescente pressione della domanda di credito sull'offerta, ha comportato anche un sensibile incremento dei tassi di interesse.

Tra le cause della minore efficacia espansiva della base monetaria creata nel corso del 1970 vanno anche menzionate: la maggiore variabilità con cui essa è affluita al sistema, da attribuire almeno in parte alla irregolarità con la quale si manifestano i fabbisogni di cassa del Tesoro; l'abbandono, nell'estate del 1969, della politica di sostegno dei corsi dei titoli obbligazionari, che ha prodotto l'effetto di privare il sistema di una liquidità di seconda linea; lo spostamento della raccolta verso i conti correnti, che ha accresciuto il coefficiente marginale di riserva obbligatoria e quindi ridotto il moltiplicatore dei depositi.

Il livello dell'offerta di credito bancario, infine, ha risentito nel 1970, in senso fortemente riduttivo, della diminuzione dei finanziamenti della Banca d'Italia alle aziende di credito, che ha compensato almeno in parte la forte espansione della spesa del Tesoro finanziata con mezzi monetari. Ciò è avvenuto in particolare nel primo trimestre, allorché le ingenti occorrenze del Tesoro e la impossibilità di soddisfarle con operazioni di mercato finanziario hanno costretto a provvedervi mediante il ricorso all'Istituto di emissione. Il rallentamento dei finanziamenti della Banca d'Italia ha

interessato soprattutto le banche di maggiori dimensioni, che più dipendono da tali finanziamenti, e in contropartita queste hanno ridotto il tasso di aumento dei loro impieghi. La creazione complessiva di base monetaria per finanziamenti al Tesoro e alle aziende di credito è stata tuttavia molto elevata in quel periodo e, previa depurazione dalla componente stagionale, pari a 1.000 miliardi; la bilancia dei pagamenti ne ha però sottratti circa 250 ed eccezionalmente elevato è risultato pure l'assorbimento da parte del pubblico (circa 600 miliardi). Le aziende di credito nel loro complesso hanno potuto ugualmente espandere in misura sostenuta i depositi e gli investimenti in titoli, anche se per adeguare le riserve obbligatorie hanno dovuto in parte attingere a riserve libere preesistenti.

Nel secondo trimestre la pressione derivante dal finanziamento delle occorrenze del Tesoro si è attenuata; anche se l'incertezza sociale e politica ci ha costretti ad operare in uno stato di permanente allarme, non infondato d'altro canto, come gli eventi del luglio e dell'agosto avrebbero poi confermato, la Banca d'Italia ha incrementato i finanziamenti alle banche per un ammontare che, previa destagionalizzazione, risulta pari a 450 miliardi, allo scopo di impedire che la distruzione di base monetaria provocata dal disavanzo della bilancia dei pagamenti si ripercuotesse eccessivamente sulla capacità di concedere credito da parte del sistema bancario. La creazione complessiva di base monetaria in tale periodo e l'accrescimento delle riserve bancarie sono stati molto elevati (circa 750 miliardi la prima e 400 le seconde, l'aumento per queste ultime essendosi concentrato in giugno). L'offerta di credito bancario restava tuttavia inferiore alla domanda, sempre rapidamente crescente soprattutto in conseguenza degli aumentati costi sostenuti dalle imprese. L'espansione effettiva del credito si accostava così al limite potenziale; i tassi di interesse aumentavano e contribuivano di per sé a restringere la domanda.

Il profilarsi di un saldo positivo nella bilancia dei pagamenti consentiva, nella seconda metà dell'anno, di allargare considerevolmente la creazione di liquidità. Il ritmo di sviluppo del credito bancario è tuttavia rimasto moderato a causa dei diminuiti investimenti in titoli. In un secondo momento è rallentata anche la domanda di impieghi, per il pieno manifestarsi degli squilibri dai quali derivavano le decisioni di riconsiderare i programmi d'investimento; in dicembre si verificava una certa ripresa.

Ne sono seguiti, a cominciare dall'estate, un progressivo aumento del rapporto liquidità-depositi, un rallentamento prima e la cessazione poi del movimento al rialzo dei tassi attivi e un'inversione della tendenza ascendente di quelli sulle obbligazioni.

Il sistema bancario ha riversato alla Banca d'Italia parte della liquidità affluitagli, dapprima per ridurre la propria esposizione e, dagli inizi del 1971, per costituirvi depositi; attualmente il sistema bancario è in posizione creditoria nei confronti dell'Istituto di emissione, in misura superiore a quella avutasi in qualsiasi periodo precedente. Ne è seguita una pressione al ribasso dei tassi attivi, assecondata dalla Banca che, prima, ha ridotto il tasso sulle anticipazioni, poi, quello dello sconto.

Il disavanzo della bilancia dei pagamenti ha esercitato un più forte effetto di riduzione dei depositi nei confronti delle maggiori banche; su di esse, come ricordato, ha inciso anche il contenimento dei finanziamenti della Banca d'Italia. Di conseguenza le maggiori banche, già dalla seconda metà del 1969, avevano incrementato i tassi sui conti interbancari e iniziato una politica più attiva di acquisizione della clientela privata offrendo condizioni più vantaggiose sui depositi. Ciò imprimeva una spinta al rialzo dei tassi passivi, che si diffondeva all'intero sistema e rendeva impossibile, alla fine del 1969, la conferma dell'accordo interbancario.

La elevata remunerazione dei depositi bancari, associata alle difficoltà attraversate dal mercato dei capitali, ha dato origine ad un forte aumento della raccolta, soprattutto nella seconda metà dell'anno. Nel contempo l'abbondante creazione di base monetaria, affluendo per intero al sistema bancario, ha fornito le disponibilità necessarie per il versamento nelle riserve obbligatorie e aumentato la capacità di espansione del sistema stesso. Il saggio di incremento dei depositi in quel periodo è stato molto elevato, anche per la mutata origine della base monetaria; invero quella parte di essa che è affluita al sistema bancario attraverso il disavanzo del Tesoro e l'avanzo della bilancia dei pagamenti ha avuto un impatto immediato sulla creazione dei depositi, indipendentemente dallo sviluppo di un processo moltiplicativo. Il conferimento alle banche della facoltà di prelevare, dai conti vincolati delle riserve obbligatorie, somme da impiegare in titoli emessi da istituti mobiliari si è pure risolto in un aumento dei depositi degli stessi istituti prima e dei loro clienti poi, uguale all'aumento della liquidità del sistema bancario.

Consolidatosi l'indirizzo espansivo della politica monetaria, le aziende di credito hanno posto termine alle forme più aspre di concorrenza, creando le premesse per il ripristino di un accordo sui tassi passivi. Sottoscritto inizialmente dalle aziende più grandi, il nuovo accordo prevedeva limiti massimi sui tassi relativi ai depositi di grandi dimensioni, mentre consentiva libertà per quelli minori. Soddisfacente per le aziende promotrici, questo accordo non lo era per quelle di dimensioni più modeste, che sarebbero rimaste così esposte alla concorrenza delle grandi nella raccolta dei depositi di ammontare limitato che per esse rappresentano un'elevata proporzione dei fondi amministrati. Si è giunti così alla stipulazione di un accordo che prevede una suddivisione dei depositi in classi di importo e fissa i tassi massimi applicabili a ciascuna di esse. Questo metodo sembra aver raggiunto lo scopo di frenare la lievitazione dei tassi passivi ma non quello di ridurre il costo medio della raccolta, essendosi verificato un addensamento dei tassi intorno al limite superiore di ciascuna classe.

Le nostre ricerche sull'incidenza del saggio di inflazione sui rendimenti delle obbligazioni nel nostro paese sembrano escludere che questi rendimenti tendano sostanzialmente alla stabilità in termini reali: occorre però osservare che settori più sensibili a considerazioni di rendimento possono spostare l'investimento dal mercato interno a quello internazionale. Esplicano un effetto stabilizzatore sui rendimenti finanziari la regolazione dell'offerta di titoli attuata sottoponendo ad autorizzazione le nuove emissioni e la politica di intervento sul mercato seguita dal nostro Istituto; quest'ultima, abbandonata nell'estate del 1969, è stata ripresa, sistematicamente ma in forme nuove, nel corrente mese di maggio.

Invero l'esperienza suggerisce che gli investitori attribuiscono grande importanza alla stabilità della quotazione dei titoli; l'avversione alla fluttuazione dei corsi consiglia l'acquisto dei titoli recanti tassi nominali prossimi a quelli effettivi, come quelli che, nel caso di crescita dei tassi dell'interesse, subiscono la più bassa riduzione del loro valore di borsa. Si potrebbe quindi ritenere che in un mercato razionalmente organizzato gli aggiustamenti delle condizioni delle nuove emissioni dovrebbero essere effettuati soprattutto sul tasso nominale e sulla durata dei prestiti lasciando il prezzo di emissione attorno alla parità. Questo tipo di politica è

correntemente realizzato sul mercato internazionale e sui più importanti mercati esteri, ma nel nostro incontra difficoltà.

Queste difficoltà saranno attenuate quando si procederà all'attuazione di un mercato finanziario unificato nell'ambito della Comunità economica europea. Progressi in questa direzione dovrebbero avvenire nei modi e nei tempi stabiliti dalla decisione presa dal Consiglio della Comunità nel febbraio scorso. Conviene ricordare che i paesi membri hanno accettato, a questo scopo, di armonizzare le loro politiche monetarie e di unificare gli strumenti di intervento. Questi ultimi sono condizionati dal quadro istituzionale nel quale si svolge l'attività bancaria. Dunque adattamenti di tale quadro non possono aver luogo mediante decisioni autonome dei singoli stati membri. Le soluzioni nasceranno dal concorso delle volontà espresse da ciascuno; esse non potranno essere assunte a livello nazionale.

CREDITO, RISPARMIO ED INVESTIMENTO IN UN'ECONOMIA DI MERCATO

Accade spesso in dibattiti pubblici che si faccia risalire alla politica monetaria la responsabilità di un basso volume di investimenti e conseguentemente di un insufficiente tasso di sviluppo del reddito e di un alto livello di disoccupazione. Si odono le seguenti proposizioni: per produrre di più occorre più credito; il credito è stato ristretto o non ampliato abbastanza; dunque chi ha fatto ciò ha impedito che si producesse di più. Quanto si è finora detto contribuisce a chiarire la scarsa aderenza di simili proposizioni alla complessità delle interdipendenze tra i fenomeni monetari e quelli reali. Ci proponiamo, nondimeno, di soffermare ulteriormente l'esame sui limiti entro i quali la creazione di strumenti creditizi può concorrere a risolvere situazioni concrete.

Una condizione di equilibrio del sistema è che il complesso degli strumenti finanziari emessi per la copertura del fabbisogno di finanziamento del settore pubblico e di quello privato non ecceda il volume di risparmio finanziario lordo desiderato dal pubblico, allorché si sia raggiunto il massimo impiego delle risorse utilizzabili. Se essa non è soddisfatta, si manifestano pressioni sul livello dei prezzi e perdite di riserve

valutarie; il meccanismo finanziario cessa di agire a sostegno dell'espansione di attività reali, ma opera soltanto nel senso di gonfiarne la dimensione monetaria. Un'altra condizione è che le preferenze del pubblico circa le forme in cui impiegare il risparmio si incontrino con quelle degli operatori circa le forme in cui finanziarsi. Quando essa non sia rispettata, la conseguenza ultima può essere un abbassamento della propensione del pubblico a detenere strumenti finanziari.

Da uno sguardo retrospettivo e dall'osservazione delle vicende attuali non si può dire che tali condizioni siano sempre rispettate. A turbare l'equilibrio hanno concorso i mutamenti intervenuti negli assetti istituzionali e nelle preferenze del pubblico. Nella stessa direzione potranno operare altri mutamenti che si prevede interverranno in un prossimo futuro.

L'esame degli anni più recenti mostra un'accentuata tendenza all'ampliamento della quota di risparmio finanziario che si investe in attività sull'estero, con effetto riduttivo del volume di fondi disponibili per gli utilizzatori finali all'interno del paese. Questa tendenza deriva in parte dal desiderio dei risparmiatori di diversificare le attività possedute e dalla impossibilità di soddisfarlo nel mercato interno per difetto di strumenti finanziari competitivi con quelli offerti dal mercato internazionale.

Questa modificazione della struttura delle attività finanziarie causa una distruzione di base monetaria; la banca centrale può esercitare una azione compensatrice acquistando quei titoli emessi dal settore pubblico o dalle imprese che le famiglie non hanno sottoscritto. Tale politica è stata seguita dalla Banca d'Italia fino all'estate del 1969. La distruzione di base monetaria provocata dal disavanzo nel conto del capitale della bilancia dei pagamenti non ha quindi influito sul volume di credito disponibile per l'interno lungo tutto il periodo durante il quale non si sono manifestate tensioni inflazionistiche.

L'espansione delle attività finanziarie è condizionata anche dall'esistenza degli strumenti creditizi con i quali i settori che si indebitano intendono finanziarsi, nel senso che le imprese non sono indifferenti alle diverse modalità di provvista di fondi; queste, infatti, non sono fra loro perfettamente sostituibili, né ugualmente accessibili ai diversi operatori. Sicché, se vengono limitate le possibilità, per motivi istituzionali o per le condizioni di mercato, di ottenere fondi con gli appropriati strumenti, può ridursi anche

il complesso dei finanziamenti, con conseguente flessione dell'attività produttiva.

In definitiva, le autorità monetarie possono contribuire all'adattamento degli strumenti di credito alle esigenze di finanziamento del livello di investimenti programmato, e ciò prevalentemente mediante la regolazione della base monetaria, sia sotto il profilo quantitativo, sia sotto quello dei vincoli amministrativi che la collegano ai depositi; ma questo compito è reso complesso dall'elevata dissociazione fra i centri di accumulazione del risparmio e quelli che ne decidono l'investimento.

Un indice della dimensione assunta da questo fenomeno nel nostro paese è offerto dall'andamento crescente del rapporto tra le variazioni delle passività finanziarie dell'economia ed il prodotto lordo del settore privato. La variazione delle passività finanziarie dell'economia, tra il 1951 e il 1958, è stata in media pari all'8 per cento del prodotto lordo del settore privato, mentre nel periodo 1959-70 è salita al 13 per cento. Poiché una parte importante dell'indebitamento è destinata al finanziamento degli investimenti, il rapporto tra la variazione delle passività e gli investimenti può essere considerato un indice del finanziamento esterno degli investimenti stessi, sia pure approssimato in quanto le passività finanziarie sono determinate anche dall'acquisizione di attività finanziarie da parte delle imprese.

Detraendo dall'ammontare del finanziamento esterno una stima dell'indebitamento dell'economia connesso con le abitazioni e riferendo la parte residua agli investimenti privati lordi escluse le abitazioni, si ottiene un rapporto che dal 34 per cento nel 1951 sale al 59 nel 1970. Anche il finanziamento esterno del settore delle abitazioni è aumentato, ma si mantiene a livelli assai inferiori essendo passato dal 28 al 32 per cento. La nostra economia è divenuta quindi più esposta al pericolo di discontinuità nel processo di investimento.

Nel periodo compreso fra il 1951 e il 1970, sul totale delle passività dell'economia, i capitali di rischio sono scesi dal 40 al 27 per cento; la crescente eccedenza degli investimenti sul risparmio delle imprese è stata quindi finanziata mediante indebitamenti a breve e a lungo termine che hanno surrogato il capitale di rischio. Ai debiti a lungo termine delle imprese non ha corrisposto un ammontare equivalente di crediti a lungo termine dei settori nei quali si forma il risparmio. Conseguentemente l'attività degli intermediari finanziari si è risolta in una crescente

trasformazione di disponibilità a breve termine in strumenti di credito atti al finanziamento degli investimenti. L'ampiezza di questa trasformazione si è estesa da una media annua di 280 miliardi nel periodo 1951-1958, pari al 9 per cento degli investimenti, ad una di 1.770 miliardi nel periodo 1959-1970, pari al 22 per cento.

Rilevanti aspetti finanziari sono inoltre connessi con i problemi odierni dell'edilizia. Al processo di industrializzazione si è accompagnato nel nostro, come in un grande numero di paesi dell'occidente, il fenomeno dell'urbanesimo che a sua volta ha esasperato quello della formazione della rendita edilizia. Il processo si manifesta in aumenti dei prezzi delle abitazioni e dei fitti più rapidi di quelli dei costi di costruzione; l'aumento dei fitti concorre ad accentuare la pressione diretta ad ottenere aumenti salariali e quindi stimola l'incremento dei costi e dei prezzi. La eliminazione della rendita edilizia come possibile fonte di finanziamento delle costruzioni pone il problema dei sucedanei da introdurre nel sistema, allo scopo di promuovere il finanziamento di un volume adeguato di abitazioni, adatte alle esigenze di una società nella quale i fenomeni dell'urbanesimo sembrano destinati a perdurare. L'accostamento del peso dell'edilizia pubblica, o comunque di quella orientata dai pubblici poteri, all'importanza che essa ha in altri paesi imporrà la trasformazione strutturale dei modi di finanziamento dell'attività di costruzione: una quota del risparmio delle famiglie che prima si dirigeva direttamente all'investimento in abitazioni dovrà orientarsi verso l'acquisto dei titoli mediante i quali si finanziano le costruzioni.

Ne seguirà un ulteriore ampliamento dell'offerta di strumenti finanziari e si porrà il problema del loro accoglimento nei portafogli dei privati.

Nel corso degli anni abbiamo approfondito l'indagine intorno ai motivi dai quali dipendono le decisioni di investimento da parte delle imprese. Concorrono a queste decisioni le aspettative sull'evoluzione della domanda, dato il grado di utilizzo della capacità produttiva, le aspettative sui profitti e lo sviluppo della tecnologia; concorrono anche il desiderio di conservare o eventualmente di estendere la propria quota di mercato, le possibilità di ottenere un volume di credito sufficiente a coprire il divario fra l'investimento e l'autofinanziamento e la valutazione dei rischi connessi con un livello più o meno alto di indebitamento.

Sulla base dei bilanci di un vasto gruppo di imprese industriali, lo sviluppo delle

immobilizzazioni tecniche in ciascun anno appare in diretta relazione con il tasso di accumulazione interna di risparmio dell'anno precedente. Quest'ultimo è più elevato per le imprese maggiori e ciò concorre a spiegare il più intenso accrescimento dei capitali fissi che in esse è avvenuto durante gli ultimi anni. Il saggio di autofinanziamento lordo, nella media del periodo compreso tra il 1963 e il 1969, è risultato dell'81 per cento nelle imprese di più ampie dimensioni e del 59 per cento in quelle con patrimonio netto fino a 2,5 miliardi; ciò conferma che le imprese minori sono più esposte alle variazioni della disponibilità del credito e del suo costo. Per il complesso dell'industria, l'aumento degli investimenti nel 1970 è dovuto, in misura ancora maggiore di quanto avvenne nell'anno precedente, alle imprese pubbliche, per le quali l'incremento è stato del 42 per cento; per le imprese private il saggio di aumento è stato del 15 per cento, a prezzi correnti, e di poco più del 4 per cento in quantità, ed è stato conseguito soprattutto per l'azione delle più grandi.

L'autofinanziamento ha un'importanza decisiva nello sviluppo della piccola impresa, per la quale esso si presenta come un dato esterno, mentre la grande, in condizioni oligopolistiche, ha essa stessa il potere, in un mercato chiuso, di influenzarlo attraverso i prezzi. Se invece consideriamo un mercato aperto, l'argomento relativo alla piccola impresa può essere esteso a quella di maggiori dimensioni.

L'autofinanziamento diviene dunque la variabile strategica di una politica di sviluppo che voglia fondarsi su un sostanziale concorso del settore privato. In un sistema nel quale il grado di autofinanziamento si è ridotto, è di per sé difficile trovare, nelle forme appropriate, il finanziamento degli investimenti direttamente produttivi. Ciò avviene in una situazione nella quale sul processo di investimento si inseriscono finalità, come quella di porre rimedio a squilibri territoriali e sociali, le quali nel breve periodo diminuiscono la redditività dell'investimento e quindi nuovamente riducono la formazione di ricchezza all'interno delle imprese. Si ha dunque una concorrenza tra gli investimenti produttivi orientati anche a fini sociali e quelli orientati al profitto, ma, nell'uso dei capitali finanziari, entrambi subiscono altresì l'urto degli impieghi sociali veri e propri, quali quelli degli enti locali e quelli per la sanità. Benché, singolarmente considerate, le varie richieste possano essere fondate, il loro contemporaneo soddisfacimento appare incompatibile con le risorse finanziarie che il sistema può

fornire in condizioni di stabilità dei prezzi.

Sembra invece diffondersi uno stato di opinione, secondo cui la soluzione di questi problemi consisterebbe nell'accesso alla Banca d'Italia, sia mediante prelievi dal conto corrente intrattenuto presso di essa dal Tesoro, sia, quando la possibilità di trarre su quel conto fosse esaurita, presentando allo sconto cambiali del Tesoro.

Qualsiasi difficoltà appare risolvibile con il ricorso all'indebitamento. Se vi è urgenza di soccorrere questo o quel settore in difficoltà, si dispone che lo Stato intervenga mutuando denaro dal Consorzio di credito per le opere pubbliche. Spetterà al Consorzio emettere obbligazioni; qualcuno le sottoscriverà, altrimenti sarà la Banca d'Italia. Se gli agricoltori insorgono perché certe contribuzioni sono pagate in ritardo, la soluzione è quella di munire il Tesoro di una sorta di titolo esecutivo che gli conferisce la facoltà di intimare alla Banca d'Italia il pagamento; si introduce così nel nostro ordinamento il ricorso del Tesoro alle anticipazioni straordinarie della Banca d'Italia, come durante la guerra e l'immediato dopo guerra, forse per l'attenuarsi del ricordo delle gravi conseguenze che ne seguirono.

Le banche, a loro volta, dovrebbero essere prodighe di crediti alle imprese grandi e piccole, alle province, ai comuni, anche perché verrebbero assistite da nuove forme di assicurazione. Le imprese dovrebbero indebitarsi senza esitazione: le grandi perché disporrebbero di un potere sufficiente per imporre la loro volontà alle banche; le piccole perché prima o poi troverebbero soccorso in agevolazioni creditizie sempre più ampie e da ultimo in interventi di società finanziarie pubbliche.

Si è proposto infatti di estendere ai crediti concessi alle imprese industriali di piccola e media dimensione una sorta di assicurazione equivalente a quella che si accorda agli esportatori. La funzione delle banche degraderebbe così in quella di dispensari di denaro per conto dello Stato, ma non necessariamente il loro comportamento diverrebbe più audace: probabilmente accadrebbe il contrario, perché gli istituti di credito non ignorano le asprezze delle procedure alle quali essi verrebbero sottoposti quando si escutessero le garanzie statali.

Si è anche proposto di posporre due annualità di ammortamento dei mutui degli istituti mobiliari. Sembra superfluo sottolineare le gravi conseguenze che ne

deriverebbero sull'attività degli istituti stessi e sull'equilibrio monetario generale.

In presenza della maggiore difficoltà che le imprese di dimensioni minori incontrano nel trasferire gli aumenti dei costi sui prezzi e dell'elevato indebitamento che inibisce l'ulteriore accesso al credito, è stato proposto di sollevare temporaneamente le imprese industriali che impiegavano a fine 1970 non più di 500 dipendenti da una quota dei contributi da corrispondere all'Istituto nazionale della previdenza sociale. Si istituirebbe così una sorta di circolazione extra-corporea, nel senso che una parte dei maggiori costi subiti dalle imprese verrebbe loro restituita mediante l'emissione di titoli sottoscritti dalle famiglie, cui sono stati distribuiti redditi più elevati. Ma è evidente che si tratta di sollievo che può risultare efficace solo in presenza di uno squilibrio tra costi e prezzi di periodo breve. Se poi l'effetto del provvedimento di assunzione di quote delle contribuzioni da parte dello Stato fosse quello di suscitare maggiori richieste salariali, il provvedimento otterrebbe risultati opposti a quelli desiderati.

Si è anche proposta la restituzione dell'imposta generale sulla entrata relativa agli investimenti industriali del periodo che precede la sua sostituzione con l'imposta sul valore aggiunto; ciò dissiperebbe un fattore di incertezza che potrebbe aver indotto a posporre le decisioni di investimento. Gli effetti finanziari sarebbero analoghi a quelli del provvedimento sopra citato: si consegnerebbero gratuitamente disponibilità finanziarie alle imprese, prendendole a prestito dal settore famiglie e ponendo a carico degli anni futuri l'onere dell'ammortamento.

Infine, l'avvenuta assunzione da parte dello Stato dei maggiori prezzi pagati per il rifornimento di olio combustibile si risolve in una riduzione d'imposta, finanziata mediante ricorso all'indebitamento.

L'estate scorsa sono stati decisi provvedimenti mediante i quali si è proceduto al reperimento di nuove entrate destinate al finanziamento di una quota del disavanzo degli enti mutualistici. Gli effetti di questi provvedimenti nel corso del 1970 sono stati espansivi del disavanzo del settore statale poiché le erogazioni agli enti sono state di oltre 200 miliardi, mentre i maggiori introiti tributari, tenuto conto della dilazione di pagamento concessa alle imprese petrolifere per il versamento in Tesoreria dell'imposta di fabbricazione, non hanno superato i 100 miliardi. Per il 1971, nonostante i

provvedimenti in questione esplichino in pieno i propri effetti sull'entrata, il disavanzo del Tesoro, delle aziende autonome e della Cassa depositi e prestiti può attualmente prevedersi di un ammontare nettamente superiore a quello corrispondente all'equilibrio del sistema quando si raggiungessero gli obiettivi indicati in documenti ufficiali.

Quegli obiettivi, tenuto conto dell'andamento dei primi mesi dell'anno, non appaiono conseguibili in assenza di una rapida espansione della domanda, alla quale corrisponda un aumento della produzione.

Gli investimenti non sembrano avviati a raggiungere il valore di 14.000 miliardi, indicato in quei documenti; prosegue infatti il rallentamento dell'attività edile, che potrà essere mitigato dall'operare dei provvedimenti anticongiunturali approvati dal Parlamento; l'attuazione, poi, del vasto programma di edilizia pubblica, in corso di approvazione, richiederà l'adattamento delle strutture amministrative e quindi, quand'anche si risolvessero i problemi di natura finanziaria, per un certo tempo provocherà turbamenti nello svolgimento dell'attività di costruzione. Inoltre, per quanto può dedursi dall'andamento congiunto della produzione e degli scambi con l'estero di beni strumentali, gli investimenti direttamente produttivi non manifestano segni di acceleramento. Da parte delle imprese pubbliche e di alcune grandi imprese private sono in corso di realizzazione iniziative di rilievo localizzate, in armonia con gli obiettivi del Programma, prevalentemente nel Mezzogiorno e concentrate in alcuni settori di base; ma continuano a ristagnare quelle di altre imprese, in buona parte medie, con conseguenze che potrebbero manifestarsi specialmente nelle regioni settentrionali.

Dai consumi privati non sembrano provenire stimoli apprezzabili, almeno secondo quanto si può dedurre dall'evoluzione dell'occupazione e dei salari; l'occupazione presenta ancora un lieve aumento, ma al suo interno è caratterizzata da uno sviluppo del fenomeno della sottoccupazione di dimensioni tali da non trovare riscontro negli ultimi otto anni; nel febbraio 1971 rispetto allo stesso mese dell'anno precedente le ore concesse dalla Cassa integrazione guadagni sono quasi raddoppiate. Anche la disoccupazione appare in aumento sulla base dei dati degli iscritti alle liste di collocamento, accresciutisi di un quinto nello stesso periodo. Quanto ai salari, coesistono una situazione di forte aumento di quelli orari, con i conseguenti riflessi sul costo del lavoro, e una situazione di modesto sviluppo dei redditi, per la riduzione degli

orari di lavoro e la sostanziale stasi dell'occupazione.

Dal lato dell'offerta interna, considerato che il livello del reddito nazionale nell'ultimo trimestre del 1970 era superiore di meno dell'1 per cento a quello medio dell'anno, per raggiungere un aumento del 4 per cento a prezzi costanti, sarebbe necessario che esso aumentasse ad un saggio medio trimestrale di circa l'1,5 per cento. Ciò non sembra che stia avvenendo; la produzione industriale, la cui evoluzione condiziona in gran parte, direttamente o indirettamente, quella del reddito, tra il quarto trimestre del 1970 e il primo del 1971, mostra, rimossa la stagionalità, una diminuzione dell'1 per cento.

La produttività del lavoro, in conseguenza dei descritti andamenti della produzione e dell'occupazione, è ancora lontana dal riprendere quella tendenza crescente che è condizione essenziale per riportare il sistema economico italiano sulle linee di evoluzione che sono insite nelle sue possibilità.

Una conferma di queste difficoltà si trova nell'andamento sia degli impieghi delle aziende di credito che non si accrescono nella misura consentita dalla maggiore creazione di base monetaria, dando luogo a un aumento della liquidità bancaria, sia dei prezzi, ancora in rialzo perché continuano a risentire dei riflessi dei maggiori costi. Conviene aggiungere che la sostituzione dell'imposta generale sull'entrata con quella sul valore aggiunto potrà sovrapporre alle spinte all'aumento dei prezzi suscitate dai costi ulteriori spinte espansive secondo quanto dimostra l'esperienza altrui. Se gli aumenti dei prezzi si concentreranno nei settori più prossimi al consumatore finale, se ne avvantaggeranno le attività di intermediazione; mentre la condizione delle imprese manifatturiere subirà un ulteriore appesantimento per le conseguenze che, attraverso i meccanismi di scala mobile, si manifesteranno sui costi.

Infine gli scambi con l'estero di beni e servizi, dopo un certo miglioramento nella parte finale del 1970, hanno presentato nel primo trimestre dell'anno in corso, eliminata la stagionalità, un peggioramento del saldo, divenuto negativo.

L'apparire di sintomi di indebolimento congiunturale, pur in presenza di un disavanzo del settore statale che si accresce ad un tasso sensibilmente più elevato di quello a suo tempo indicato, sembra confermare che la componente non pubblica degli

investimenti sta procedendo ad un ritmo rallentato. D'altro canto, il maggiore disavanzo del settore pubblico, ove concorra a risollevarne l'attività di quei settori in cui la domanda si è contratta, può contribuire a sostenere il volume del reddito su livelli più elevati di quelli raggiungibili in assenza di qualsiasi azione di stimolo dell'attività produttiva.

Se l'attuale andamento del sistema economico richiede per quest'anno un elevato disavanzo del settore pubblico, le maggiori spese dovrebbero possedere il requisito di poter essere tempestivamente contenute allorché il ritmo della domanda globale accennasse a riprendersi.

I proposti provvedimenti per la fiscalizzazione di una parte degli oneri sociali e la restituzione dell'IGE sugli investimenti industriali posseggono questo requisito. I calcoli condotti in collaborazione fra gli Organi della programmazione economica e noi mostrano che non si produrranno effetti inflazionistici, se i provvedimenti susciteranno gli incrementi di reddito attesi e se l'aumento delle attività finanziarie sarà compatibile con essi; ma ne risulterà comunque irrigidita la struttura finanziaria della nostra economia.

L'esistenza di un livello di riserve valutarie elevato consente di intraprendere questa politica, in quanto offre un discreto margine per l'assorbimento delle conseguenze di eventuali errori di previsione. Nel 1964 l'azione di sostegno della domanda fu esercitata dalla componente esterna, nel momento attuale essa potrebbe essere esplicata dalla spesa pubblica; se ne derivassero aumenti della spesa complessiva eccedenti le possibilità immediate dell'offerta, il temporaneo riflesso negativo sulla bilancia dei pagamenti non dovrebbe quindi preoccupare.

Occorre chiedersi però se debbano essere assecondati comportamenti che in un primo tempo deprimono l'economia, in un secondo tempo la risollevano mediante provvedimenti che, quand'anche si dimostrino efficaci, non riescono a correggere il carattere sussultorio del processo di sviluppo; carattere sussultorio dal quale deriva l'abbassamento del livello di investimenti con pregiudizio inevitabile per la continuità dello sviluppo stesso. Il determinare l'evoluzione dei redditi nell'ambito di una politica di programma definita con il concorso delle categorie sociali costituisce soluzione idonea ad assicurare un sostenuto processo di sviluppo del reddito non soggetto a simili

discontinuità.

Agli stessi intenti, occorrerà che, nella definizione del programma per il quinquennio 1971-75, le ingenti occorrenze finanziarie derivanti dall'attuazione delle riforme, o da altre leggi di fronte al Parlamento o in corso di preparazione, siano sottoposte ad una verifica di compatibilità con quelle dei restanti settori della nostra economia, nell'ambito di una visione di insieme delle risorse disponibili e delle loro destinazioni.

Signori Partecipanti,

il crescente inserimento in una Comunità economica europea allargata e sempre più profondamente integrata avviene quando la nostra economia si presenta frenata nello sviluppo da una struttura di costi e prezzi che scoraggia la formazione del capitale e da una struttura di spesa pubblica che vi concorre scarsamente, mentre i mutamenti connessi con l'introduzione di alcune riforme nel nostro sistema economico determinano incertezze che si riflettono nel comportamento degli imprenditori.

La nostra economia ha subito una ferita: né l'impulso della spesa pubblica, pur se orientata nelle direzioni più congrue, né l'espansione creditizia, pur se attuata con coraggio, varranno, da soli, a restituirle vigore. Occorrerà che durante un certo intervallo temporale si realizzino incrementi della produttività in modi compatibili con i più progrediti assetti che si mira a stabilire nella vita aziendale e nelle condizioni di lavoro, ma pur sempre proporzionati a quelli delle remunerazioni, per ridurre il divario che si è creato fra il nostro paese e i paesi concorrenti nello sviluppo dei costi del lavoro per unità di prodotto. Se ciò non accadrà saremo costretti ad accettare saggi di sviluppo inadeguati.

La decadenza del sentimento della disciplina sociale, in Italia e nel resto del mondo, produce la conseguenza che i gruppi muniti di un potere sufficiente muovono alla conquista di porzioni più elevate del reddito, imponendo l'accettazione di prezzi in ascesa. In queste condizioni l'autorità monetaria non ha altra scelta se non di alimentare il circuito della spesa nella misura necessaria a finanziare scambi che si svolgono a

prezzi sempre più alti; l'equilibrio si ristabilisce attraverso l'inflazione o con l'esclusione dei più deboli dal processo di creazione della ricchezza o nei due modi insieme commisti. Né le politiche fiscali, né quelle monetarie, né il sapiente dosaggio delle une e delle altre possono eliminare i mali dei quali soffre la società quando gli individui non si sentano legati a un civile consorzio, parti cooperanti di esso, attingenti il loro valore dal lavoro che vi compiono e dalla coesione che esso realizza nella libertà.

È nostra ferma convinzione che l'impostazione e l'attuazione del programma di riforme, compito seducente ed arduo del presente e dei prossimi anni, saranno coronate da successo se sapremo ispirarci a questa esigenza di rinnovata concordia. E un altro compito ancora ci attende: quello di completare il processo di durevole inserimento della nostra economia nel sistema dei paesi più avanzati, dove si manifestano tensioni non diverse da quelle alle quali il nostro è sottoposto. Gli imprenditori e i dirigenti più giovani dovranno trovare la volontà di seguire ad operare in condizioni più complesse di quelle che conobbero i più anziani, e tali da sottoporre la loro capacità creativa a prove più dure ma non tali, secondo il nostro augurio ed i sintomi che pur si avvertono intorno a noi, da precluderne l'esplicazione.

Noi stessi, come intermediari tra le fonti del risparmio e la produzione, ci siamo trovati e ci troveremo di fronte a difficili scelte nell'orientamento dei flussi monetari. Il nostro proposito sarà, come già in passato, di sollecitare con la nostra azione l'avanzamento economico in un quadro di progresso sociale.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1971

Signori Partecipanti,

nel tracciare le linee essenziali di un anno, i risultati vanno considerati anche negli aspetti umani e organizzativi che ne costituiscono il presupposto, in una riflessione sul passato da cui trarre elementi di prospettiva per l'azione futura. In tutti i comparti del nostro Istituto le tecniche operative vanno perfezionandosi in parallelo all'affinamento ovunque ravvisabile negli strumenti conoscitivi e di lavoro; ciò richiede una maggiore applicazione delle volontà e delle menti. I risultati consentono tuttavia qualche motivo di compiacimento.

Desidero al riguardo porre in particolare evidenza lo sviluppo degli accertamenti di vigilanza, l'ulteriore ampliamento delle rilevazioni della centrale dei rischi e il considerevole allargamento dell'attività operativa nei settori dei titoli e dei cambi. Ma l'attività è stata intensa per tutto l'Istituto, sia presso i Servizi dell'Amministrazione centrale sia presso le Filiali, in una fase di laborioso assestamento delle strutture organizzative, dovuta a quel rapido processo di ringiovanimento dei quadri che ho avuto già occasione in questa sede di sottolineare e che si è accentuato in modo rilevante nel 1971, anche in connessione a note provvidenze di legge che facilitano l'esodo dal servizio attivo. Non sempre è stato agevole fronteggiare la conseguente esigenza di assicurare con elementi di sicura esperienza un adeguato ricambio nel notevole ed imprevedibile numero di posizioni di responsabilità rimaste scoperte; e poiché nel prossimo avvenire la larghissima parte degli anziani lascerà l'Istituto, si rende ancor più necessaria quell'opera di addestramento e qualificazione del personale che negli ultimi anni si è via via intensificata.

La Banca ha operato e opererà in materia con il massimo impegno; altrettanto ne è richiesto alla compagine dei collaboratori, chiamata a sostituire in breve arco di tempo esperienze compiutamente maturate. Ed il buon esito di questo delicato passaggio dalle precedenti alle nuove leve sarà tanto più sicuro quanto più sarà stato avvertito da ciascuno anche, ed anzitutto, l'impegno morale indissolubilmente connesso alle tradizioni dell'Istituto; l'apporto di idee largamente richiesto al personale, in tutti i

settori, compresi quelli del sistema di gestione che lo riguarda, sarà infatti tanto più valido quanto più nascerà motivato dal legittimo orgoglio e dal senso di responsabilità che competono a tutti ed a ciascuno nel mantenere viva, col costante progredire dell'Istituto e di chi vi opera, la sensibilità per il valore non transeunte di quelle tradizioni.

LA NUOVA POLITICA ECONOMICA DEGLI STATI UNITI, LA CRISI MONETARIA E LE RIPERCUSSIONI SULL'ITALIA

Nel corso degli ultimi dieci anni abbiamo dedicato l'introduzione delle considerazioni finali all'esame del sistema monetario internazionale, del suo funzionamento, delle proposte di riforma. La continuità delle valutazioni non è stata compromessa dal succedersi di avvenimenti complessi e si è ispirata alla convinzione della impossibilità di ripristinare assetti nei quali il coordinamento delle politiche economiche dei singoli stati dovrebbe essere imposto dall'accettazione di una relazione vincolante fra le variazioni della liquidità internazionale e quelle della liquidità interna.

Abbiamo recato contributi ai dibattiti sulla istituzione di strumenti di riserva che sottraessero il processo di formazione della liquidità internazionale alla vicenda della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e a quella dell'afflusso di oro di nuova produzione al sistema monetario.

Sono divenuti sempre più insistenti i nostri avvertimenti intorno alla possibilità che il dollaro fosse dichiarato inconvertibile e alla necessità che il resto del mondo preparasse in tempo la propria risposta; nel 1968 abbiamo affermato che la risposta avrebbe dovuto essere data dalla Comunità economica europea mediante la trasformazione della Comunità stessa in un'area monetaria, caratterizzata dalla esistenza di rapporti di cambio fissi al suo interno, ma suscettibili di oscillazioni nei confronti del dollaro e delle monete ad esso collegate.

Tre ordini di cause hanno concorso ad ostacolare una simile trasformazione: gli insufficienti progressi verso la costituzione di ordinamenti omogenei nel campo della disciplina delle società per azioni, delle borse valori, dell'esercizio del credito, delle

imposte dirette ed indirette e in particolare di quelle concernenti i redditi mobiliari; la insoddisfacente attivazione di politiche comunitarie in materia di congiuntura, di sviluppo regionale, di strutture agricole e di avanzamento tecnologico; la divergente interpretazione delle decisioni assunte dal governo degli Stati Uniti e delle conseguenze sull'ordine monetario internazionale derivanti dalla nuova politica economica intrapresa da quel paese. Conviene aggiungere che sull'una e sull'altra sponda dell'Atlantico si indulge spesso ad immaginare la restaurazione del sistema monetario internazionale come il ripristino delle condizioni di un tempo, come uno di quei ritorni che è dolce evocare.

All'inizio del 1971, l'amministrazione americana sembrava essere mossa dalla convinzione che il ricorso a politiche fiscali e monetarie appropriate avrebbe suscitato un aumento dell'offerta nella misura sufficiente per contenere l'inflazione; ma il corso degli eventi avrebbe dimostrato che le condizioni nelle quali versava l'economia non consentivano di conciliare l'obiettivo dell'accelerazione dello sviluppo e dell'aumento dell'occupazione con quello di un più alto grado di stabilità dei prezzi e con una posizione esterna più equilibrata. I provvedimenti espansivi della domanda volti a stimolare la crescita manifestavano effetti deboli sul livello di occupazione, ma si ripercuotevano con immediatezza su quello dei prezzi, mentre il disavanzo della bilancia dei pagamenti si dilatava, pur in presenza di una crescente riluttanza del resto del mondo a detenere dollari. Queste contraddizioni, non spiegate mediante l'impiego degli strumenti interpretativi convenzionali, contribuivano a determinare la decisione di liberare il sistema economico dalla costrizione esercitata dalla bilancia dei pagamenti, sia promovendo il riallineamento monetario, nell'intento di attenuare gli squilibri, sia, e forse soprattutto, sospendendo la convertibilità del dollaro in strumenti di riserva.

Verso la metà del 1971, la situazione economica negli Stati Uniti appare caratterizzata dalla persistenza di un elevato livello di disoccupazione che mostra di reagire soltanto momentaneamente ad aumenti della domanda. Si considera urgente adeguare le strutture finanziarie alle nuove condizioni dell'economia, affinché esse riescano meglio atte a trasmettere gli impulsi della politica monetaria, e si invoca una politica fiscale ispirata al principio di fissare la spesa pubblica nei limiti corrispondenti alle entrate che affluirebbero allo Stato in una situazione di pieno impiego. Ma si

diffonde in pari tempo il convincimento che simile politica sarebbe inefficace se non entro la cornice di una politica dei redditi, non basata sulle esortazioni esclusivamente. La politica auspicata dovrebbe concretarsi in interventi del potere pubblico intesi ad orientare le forze di mercato nelle direzioni desiderate e non già a contrastarle. Ma sarebbe impossibile senza l'azione di organi nuovi, nei quali siano rappresentati gli amministratori delle imprese, i lavoratori e lo Stato. Le condizioni del successo, si conclude, risiedono nel convincimento della generalità dei cittadini della necessità di una politica economica programmata e nell'attitudine della pubblica amministrazione ad attuarla mediante interventi «conformi», concentrati nei settori di importanza fondamentale.

Mentre si approfondisce l'indagine intorno ai mutamenti di struttura in atto e in prospettiva nel sistema economico, l'amministrazione degli Stati Uniti non può sottrarsi alla necessità di risolvere i gravi problemi nascenti dalla esistenza di larghe capacità produttive inutilizzate.

Il progetto di bilancio federale presentato al principio del 1972 consente di delineare la strategia di interventi alla quale si ispira il nuovo corso: espansione della domanda aggregata mediante la manovra della spesa pubblica, aumento del disavanzo del bilancio finanziato con titoli del mercato dei capitali, aumento dello stock di moneta e quasi-moneta ad un saggio elevato, contenimento di salari, prezzi, profitti, mediante il ricorso ad una sorta di politica dei redditi. Questa strategia rifiuta la concezione secondo la quale la funzione delle autorità responsabili si esaurirebbe in quella di controllare la quantità di moneta, lasciando alle forze del mercato di adeguare le grandezze reali alle sue variazioni. Le autorità non mancano di avvertire che il disavanzo della bilancia dei pagamenti potrebbe continuare nel corso del prossimo biennio e contribuiscono con queste dichiarazioni ad accrescere le tensioni nei mercati dei cambi.

Stimiamo opportuno soffermarci brevemente sull'esame delle cause alle quali si deve attribuire l'efficacia manifestata, nei mesi più recenti, dalla manovra condotta mediante la dilatazione della spesa pubblica, nello stimolare l'aumento del reddito.

Nel corso del 1971 i salari erano cresciuti in misura superiore alla produttività; ma all'aumento dei costi unitari aveva corrisposto un maggior aumento dei prezzi, con l'effetto di un incremento delle disponibilità delle imprese. Si era cioè ricostituita una

delle condizioni necessarie affinché rinascesse la disposizione delle imprese ad investire. Durante il terzo trimestre, le loro risorse finanziarie avevano presentato un aumento che, riferito ad anno, ammontava a 130 miliardi di dollari; la quota costituita dalle risorse interne era stata di 72 miliardi. In una simile situazione l'aumento della domanda indotto dalla spesa pubblica non poteva non incrociarsi con una offerta in espansione; né avrebbero potuto non operare le forze espansive dell'investimento. Si spiega così il successo della politica fiscale, disancorata dal timore che le variazioni della domanda possano influire negativamente sull'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

La inconvertibilità del dollaro e l'allineamento monetario del 18 dicembre 1971 hanno concorso a promuovere il sorgere di un assetto monetario consono ad una politica economica divenuta ancor più insopportabile del vincolo dell'equilibrio esterno. Sempre più insistenti si levano voci autorevoli per avvertire che il ripristino della convertibilità del dollaro trasferirebbe il potere di influenzare la condotta della politica economica americana alle autorità monetarie del resto del mondo. Gli Stati Uniti, si sostiene, non dovrebbero prendere impegni di questa natura; non sarebbero in condizioni di mantenerli; la conseguenza ultima potrebbe essere il ricorso alle restrizioni sugli scambi e sui pagamenti. In tale contesto, non si comprende quale legame di logica economica esista fra la dichiarazione della parità ufficiale del dollaro e la dichiarazione delle parità delle altre monete, se non si ripristina al tempo stesso una qualche forma di convertibilità del dollaro.

All'indomani della conferenza di Washington si affermò che sarebbe seguito un ampio deflusso di dollari dalle banche centrali al settore privato e da entrambi agli Stati Uniti; vi sarebbe stato dunque un miglioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti sia in termini di negoziazioni ufficiali, sia in termini di liquidità. Ma ciò non è accaduto: nel primo trimestre di quest'anno, il complesso dei paesi del gruppo dei Dieci aveva acquistato circa 2 miliardi di dollari; l'Italia ne aveva ceduti 400 milioni.

In queste condizioni si è rafforzato il convincimento della necessità di trasformare la Comunità economica europea in un'area monetaria munita di una propria individualità nel quadro del sistema monetario internazionale. In seguito ad una decisione assunta dal Consiglio della Comunità, è stato stabilito che, con decorrenza dal

24 aprile 1972, i margini di oscillazione delle monete comunitarie intorno alle parità reciproche non possano superare il 2,25 per cento, anziché il 4,50 che risulterebbe dall'applicazione dei limiti massimi di fluttuazione attualmente consentiti rispetto al dollaro (+ 2,25 per cento). Per conservare le rispettive quotazioni entro la fascia di oscillazione così delimitata, sono stati resi obbligatori interventi in monete comunitarie, così come è stato prescritto che si debba intervenire in dollari soltanto quando i corsi nei confronti di questa valuta raggiungano i limiti massimi anzidetti. All'interno delle rispettive fasce di oscillazione, delle monete comunitarie tra loro o di ciascuna di esse nei confronti del dollaro, gli interventi possono aver luogo soltanto in seguito a decisioni concertate tra le banche centrali. Per fornire la possibilità di intervenire in monete comunitarie, è prevista la concessione di crediti reciproci a breve termine fra le banche centrali dei paesi membri. La regolazione dei debiti così assunti deve avvenire, dopo avervi destinato la moneta del paese creditore eventualmente detenuta, in oro o strumenti ad esso assimilabili (diritti speciali di prelievo, crediti sul FMI) e in dollari o in altre valute, secondo la proporzione esistente nelle riserve del paese debitore.

Conseguenze di ampia portata deriveranno dall'applicazione del sistema descritto. Il particolare regime monetario così creato farà sì che il corso del dollaro in monete comunitarie tocchi i limiti d'intervento in funzione dell'avanzo o del disavanzo globale della Comunità considerata come unico complesso; il volume dei regolamenti in dollari sarà uguale a tale saldo, ed essi avverranno a cura dei paesi della Comunità aventi la bilancia dei pagamenti in avanzo o in disavanzo globale netto, e quindi con moneta più apprezzata o deprezzata.

La variazione delle riserve in dollari di questi paesi sarà pari all'avanzo o al disavanzo netto della Comunità rispetto al resto del mondo e alla quota degli sbilanci intracomunitari regolati in dollari. All'interno della Comunità è data facoltà al paese creditore, con il consenso del paese debitore, di seguitare a detenere la moneta di quest'ultimo, anziché richiederne il riscatto. Entro questi limiti, la differenza fra l'avanzo globale del paese creditore e quello verso il resto del mondo, e cioè l'avanzo verso i paesi della Comunità, sarà regolata mediante acquisizione di monete comunitarie. Nella misura in cui ciò avvenga e quanto più peseranno i regolamenti intracomunitari, si costituirà un sistema monetario all'interno del quale la composizione

delle riserve tenderà, da un lato, a comprendere in maggior misura monete comunitarie e, dall'altro, a divenire più omogenea. Sarà così facilitato l'apporto delle riserve ad una organizzazione centralizzata la quale assuma lo *status* di Fondo di cooperazione monetaria, prima, e di Banca federale, poi.

Sembra superfluo ricordare che il sistema descritto resisterà nella misura nella quale esso non sarà sottoposto alle tensioni cui è stato assoggettato il sistema monetario internazionale in conseguenza delle divergenze tra gli andamenti congiunturali dei maggiori paesi industriali e delle politiche economiche e monetarie da ciascuno attuate. Abbiamo ripetutamente affermato che il problema di fronte al quale la Comunità è posta si risolve soltanto accelerando il processo di unificazione delle istituzioni entro le quali si svolge l'attività economica e quello di coordinamento degli obiettivi e delle politiche miranti al loro conseguimento. Non esistono elementi sufficienti per affermare che le soluzioni siano prossime, mentre si procede alla ricerca di quelle più adatte, occorre definire senza indugio una politica comune nei confronti delle aree esterne, al fine di porre i mercati comunitari al riparo dagli impulsi inflazionistici o deflazionistici da esse provenienti.

Ma il grado di interdipendenza dei mercati finanziari non consente di delimitare il confine fra il mercato nazionale e quello internazionale, nel quale le operazioni si regolano in dollari e in altre valute; essi sono divenuti quasi le sezioni di un unico mercato. Quanto più ampia è la possibilità di trasferire fondi dall'una all'altra sulla base di cambi fissi, tanto più le autorità devono proporsi di assoggettare le due sezioni del mercato ad una disciplina uniforme. La necessità di sottoporre a controllo i flussi di fondi in dollari sui mercati nazionali è accentuata dalla circostanza che essi sono divenuti più indipendenti dal saldo della bilancia dei pagamenti di base degli Stati Uniti ed ancor più da quello di parte corrente; l'eccesso di tali flussi produce effetti di distorsione sul settore reale, sia perché agisce sulle politiche del credito all'interno dei singoli paesi, sia perché concorre ad ampliare le variazioni dei rapporti di cambio.

Statisticamente, gli effetti di trasferimenti di fondi in dollari dal settore privato alle banche centrali e in direzione opposta si manifestano in variazioni negative e, rispettivamente, positive del saldo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti in termini di negoziazioni ufficiali, sempreché tali disponibilità siano depositate negli Stati

Uniti. L'entità dei trasferimenti da un settore all'altro del mercato è influenzata dalle aspettative di variazioni delle parità e dai saggi di interesse, ma la loro importanza è tanto maggiore quanto più ampio è il volume di moneta americana tenuta da non residenti, e questo, a sua volta, è determinato dal disavanzo della bilancia dei pagamenti in termini di liquidità e dal volume di attività eurobancaria. La dimensione del mercato dell'eurodollaro è influenzata dalle disponibilità liquide tenute dalle eurobanche negli Stati Uniti e, verosimilmente, anche da quelle tenute dalle stesse banche in moneta nazionale, quando esista la possibilità di convertirle in dollari sulla base di cambi fissi.

In precedenti occasioni abbiamo discusso intorno agli effetti di moltiplicazione del credito che hanno luogo su questo mercato; l'approfondimento delle nostre conoscenze mostra che, per misurare con esattezza il fenomeno, occorre tener conto di variabili che hanno acquistato importanza nel periodo recente. La coesistenza di due mercati contigui, l'uno in dollari l'altro in monete nazionali, quando non si applichino ad entrambi gli stessi vincoli, induce gli operatori a spostare il soddisfacimento delle proprie esigenze in quello nel quale l'attività non è soggetta a limitazioni imposte dalle autorità. Appare quindi fondata la richiesta di istituire nel mercato dell'eurodollaro coefficienti di riserve obbligatorie analoghi a quelli applicati all'attività interna delle banche; occorre cioè disciplinare la capacità delle banche di offrire crediti in dollari.

L'abbondanza di questa moneta e la sua inconvertibilità spingono alcune banche centrali a ricercarne la conversione in valute diverse. In periodo recente, quote crescenti delle riserve di alcuni paesi sono state investite in sterline, marchi, franchi svizzeri e fiorini. Il deposito di queste valute in paesi diversi da quelli emittenti può provocare i medesimi effetti moltiplicativi della liquidità internazionale suscitati dai depositi in dollari nell'euromercato da parte delle banche centrali. Sarebbe quindi opportuno che il processo di diversificazione delle riserve e il loro impiego avvenissero mediante concertazione fra banche centrali.

In assenza di una disciplina efficace, l'ampiezza dei flussi di fondi indesiderati potrebbe riproporre problemi analoghi a quelli di fronte ai quali gli europei sono stati posti nel 1971, anno nel quale i rapporti di cambio fra le varie monete sono stati assoggettati alla pressione esercitata da movimenti di capitali a breve di proporzioni abnormi.

Nell'esame delle conseguenze occorre introdurre la considerazione della posizione competitiva che i paesi della Comunità intendono mantenere rispetto agli Stati Uniti. Nel corso degli anni '50 e di parte degli anni '60, gli Stati Uniti godevano di una posizione virtualmente monopolistica per certi beni, data la loro maggiore capacità di innovazione; ma il diffondersi delle tecniche di fabbricazione dei prodotti con elevato contenuto tecnologico ha indebolito quella posizione. Le nuove produzioni sono state ottenute nei singoli mercati anche in seguito alla crescente convenienza per le imprese americane a produrre direttamente all'estero e sono divenute più competitive sui mercati terzi e sullo stesso mercato americano. L'importanza del fattore prezzo è cresciuta. In queste condizioni assume maggior peso l'instaurazione di rapporti di cambio congrui fra il dollaro e le monete degli altri paesi industriali e diviene più necessario difenderli contro le conseguenze di flussi di fondi indesiderati. Nonostante che i maggiori paesi verso i quali essi potrebbero dirigersi dichiarino di essere disposti ad assorbire illimitatamente dollari, in assenza di provvedimenti diretti a contenere simili flussi, restano dubbi sulla possibilità di conservare un regime basato sui cambi fissi. In più di un paese sono stati introdotti provvedimenti mediante i quali sono state concesse garanzie di cambio agli esportatori. Ciò non è stato possibile da noi, in seguito all'avvenuta interruzione dell'attività parlamentare; converrà però decidere sollecitamente.

I crediti a breve termine in dollari verso gli Stati Uniti alla fine del 1971 ammontavano a 63,8 miliardi; le banche centrali ne possedevano 47,4; le banche commerciali e i privati 16,4. Nei primi mesi dell'anno in corso, la quota maggiore del disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti in termini di liquidità è stata finanziata mediante acquisti di dollari da parte delle banche centrali. Il grado di stabilità del sistema dipende in larga misura dalla propensione delle banche centrali a seguire a detenere i dollari dei quali attualmente dispongono; quando questa propensione esistesse, l'insidia alla stabilità risiederebbe esclusivamente nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

La convinzione diffusa che le autorità monetarie sono orientate verso il mantenimento degli attuali rapporti di cambio ha impedito che il recente aumento del prezzo dell'oro avesse ripercussioni apprezzabili sui mercati dei cambi. Invero,

l'aumento del prezzo dell'oro merce è avvenuto in un mercato molto ristretto, dove la spinta della domanda, inizialmente per usi industriali, ha trovato un vuoto di offerta pressoché completo.

In presenza di ulteriori disavanzi della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, si pone il problema del settore che dovrebbe assorbire i dollari di nuova creazione: banche commerciali o banche centrali. Qualora le disponibilità in dollari delle banche commerciali aumentassero, occorrerebbe attuare i provvedimenti necessari ad impedire che ne derivassero effetti moltiplicativi del credito di proporzioni tali da disturbare le politiche creditizie e monetarie seguite all'interno dai singoli paesi. Probabilmente, gli effetti sarebbero più facilmente controllabili se i dollari di nuova creazione fossero acquisiti dalle banche centrali; anche se una simile politica non potrebbe essere condotta per un periodo di tempo indefinito. Di qui la necessità di un rafforzamento dell'area monetaria europea e di una sua trasformazione in un centro di attrazione del più vasto aggregato possibile di paesi inclini a collegare le proprie monete, sulla base di cambi fissi, con quelle dei paesi europei, concorrendo alla costituzione di un sistema meno esposto ad impulsi destabilizzanti di origine esterna.

In diverse circostanze ho manifestato perplessità intorno alla possibilità di ricostituire un sistema monetario internazionale basato sul principio della universalità; continuo a credere che la soluzione debba essere ricercata nella istituzione di grandi aree monetarie. Nella schiera dei riformatori sembrano invece preponderare quelli mossi dalla stessa concezione alla quale si ispirava il sistema aureo; ognuno propone soluzioni basate sull'assunto di imporre il regolamento dei debiti e dei crediti fra stati mediante un qualche strumento disponibile in quantità limitata. Essi mostrano di credere che gli stati sarebbero inclini ad accettare la costrizione nascente da quel limite; si chiedono quindi se la determinazione di esso debba essere affidata alla saggezza di consessi internazionali creatori di diritti speciali di prelievo, o alla restaurazione dell'oro nell'antica funzione; non inconsci che esso è stato e continuerebbe ad essere una moneta non regolabile, provocatrice di alti e bassi accidentali, soggetta ad errori ma indipendente dall'arbitrio dei governanti.

Nel definire il nuovo assetto monetario internazionale sarà d'uopo prendere atto del profondo mutamento avvenuto nei rapporti di forza economica tra gli Stati Uniti da

un lato e la Comunità economica europea e il Giappone dall'altro; dovrà essere considerata inoltre la maggiore importanza dei paesi in corso di sviluppo ed in particolare di quelli produttori di materie energetiche, dai quali i paesi industriali dell'Occidente divengono sempre più dipendenti. Il Fondo monetario internazionale, concepito all'origine come un organo munito di ampio potere di disciplina nell'assunto che la esecutività delle sue decisioni riposasse sulla forza economica degli Stati Uniti, diverrà piuttosto il luogo di conciliazione dei molteplici interessi dei gruppi regionali. Questo ufficio riuscirà meglio esercitato se all'attività del Fondo saranno associati i paesi ad economia socialista, alcuni dei quali manifestano un rinnovato interesse intorno ai problemi della riforma del sistema monetario internazionale. Della presa di coscienza della nuova realtà offre conferma il dichiarato intendimento di affidare la trattazione dei problemi della riforma a un gruppo di 20 componenti che sia in grado di assicurare una più equilibrata rappresentanza degli interessi dei diversi paesi.

Se si assume che il sistema monetario internazionale dovrebbe ispirarsi alla esigenza di offrire strumenti di regolamento dei pagamenti internazionali atti ad agevolare il processo di aggiustamento fra vasti aggregati, gli Stati Uniti, la Comunità economica europea, il Giappone, i paesi produttori di petrolio e i paesi emergenti, la funzione principale delle riserve costituite dall'oro e dai diritti speciali di prelievo dovrebbe essere essenzialmente quella di controllare le possibili fluttuazioni delle relazioni di cambio tra grandi aree, affinché esse rispecchino l'andamento delle bilance dei pagamenti di base e non subiscano brusche oscillazioni provocate da flussi di capitali a breve. Dovrebbe inoltre essere valutata l'opportunità di procedere a emissioni di diritti speciali di prelievo, al fine di trasformare in essi una quota dei dollari attualmente compresi nelle riserve dei paesi industriali, sottolineando in questo modo la volontà delle banche detentrici di quei dollari di non volerne provocare il trasferimento al circuito delle banche commerciali. Occorre considerare che il fabbisogno di riserve sarà tanto minore quanto più intenso sarà il processo di integrazione economica; all'interno della Comunità economica europea, i crediti reciproci svolgeranno almeno in parte la funzione attualmente attribuita alle riserve. Infine, il criterio vigente di assegnazione dei diritti speciali di prelievo sulla base delle quote di ciascun paese nel Fondo monetario internazionale dovrebbe essere sostituito con uno diverso, atto ad assicurare l'afflusso dei diritti di nuova creazione ai paesi che più di altri abbisognino di

nuova liquidità.

Passando all'esame delle conseguenze della crisi monetaria internazionale sulla nostra economia, conviene sottolineare che la transizione dalla vecchia alla nuova parità della lira è avvenuta senza gravi scosse. Non abbiamo creduto opportuno istituire un doppio mercato; abbiamo agito sul livello di indebitamento verso l'estero secondo una linea seguita con continuità da circa dieci anni.

Invero l'Italia, nel periodo trascorso dal primo delinarsi di una manifesta crisi del dollaro, non è stata fatta segno a preoccupanti attacchi di tipo speculativo. Hanno giovato ad evitare fenomeni del genere anzitutto i meccanismi di controllo già in atto quali, oltre a quello istituzionale del pareggio della posizione in valuta richiesto alle banche, la disciplina dell'attività da queste svolta con l'estero e la manovra dei massimali in valuta concessi dall'UIC (in particolare quello che controlla il volume delle operazioni a termine). L'osservanza da parte delle banche dell'obbligo di un sostanziale pareggio della posizione verso l'estero non ha significato per esse una riduzione della attività di intermediazione, in quanto la posizione bilanciata è stata mantenuta a livelli di attivi e di passivi sempre più elevati, come dimostra l'incremento del loro totale da poco più di 20 miliardi di dollari alla fine del 1970 a circa 26 a fine marzo 1972. I descritti meccanismi di controllo sono stati rafforzati ogniqualvolta la crisi monetaria internazionale attraversava momenti di maggiore gravità; ma un certo grado di isolamento dalle correnti speculative è stato procurato al nostro paese anche dalle meno allettanti prospettive di impiego di fondi, dovute alle difficoltà manifestatesi nella nostra economia, e da giudizi non positivi sulla sua possibile evoluzione.

L'intreccio di accensioni e estinzioni di debiti ha permesso, nel corso del 1971, di mantenere il movimento dei capitali, ove si escludano i crediti commerciali, in prossimità dell'equilibrio; fra le altre forme di esportazioni di capitali, l'espatrio di banconote ha dato luogo a esborsi pari a 893 milioni di dollari, secondo un ritmo medio mensile non molto discosto da quello segnato nel 1970. In previsione di mutamenti nella situazione valutaria, gran parte delle operazioni di prestito effettuate dall'ultimo trimestre del 1969 sono state accompagnate da una clausola di rimborso anticipato. L'utilità di quella clausola non ha tardato a manifestarsi quando la brusca inversione di tendenza causata dalla crisi del dollaro richiese una modifica dell'atteggiamento sino ad

allora assunto. Così, successivamente al luglio dello scorso anno (data alla quale le riserve in dollari, pari a 2,3 miliardi, erano sostanzialmente uguali alle passività in quella valuta derivanti dai più importanti prestiti contratti nel precedente periodo di ampio ricorso al capitale estero), è stato possibile rovesciare la politica di indebitamento e neutralizzare un afflusso di dollari che avrebbe altrimenti ecceduto i limiti al possesso di tale moneta, in quell'epoca giudicati desiderabili.

A causa delle operazioni di rimborso anticipato, quei prestiti si sono ridotti, al 31 marzo 1972, a 750 milioni; alla stessa data le disponibilità di dollari nelle riserve risultavano pari a 2.050 milioni. Poiché i mutuatari hanno liquidato i loro debiti a condizioni di cambio più favorevoli di quelle alle quali li avevano assunti, essi hanno realizzato un beneficio che può stimarsi non lontano da 20 miliardi di lire; la parte maggiore è stata acquisita da enti del settore pubblico.

Fra la fine del 1970 e il 31 marzo dell'anno in corso le riserve ufficiali nette dell'Italia sono aumentate da 5.270 a 6.250 milioni di dollari. La quota delle disponibilità auree, immutate in valore assoluto, è passata dal 52 al 44 per cento del totale, essendosi nel contempo accresciute le riserve in diritti speciali di prelievo e in valute convertibili dei paesi della CEE (queste ultime rappresentavano al 31 marzo il 20 per cento rispetto al 15 di fine 1970); la quota in dollari è rimasta di poco inferiore a un terzo del totale. Variazioni analoghe si sono riscontrate negli altri paesi del gruppo dei Dieci; l'Italia rimane tra i paesi aventi la quota maggiore delle riserve in oro (44 per cento, rispetto al massimo del 47 per cento per i Paesi Bassi) e la quota minore in dollari. Le disponibilità relativamente più ampie nella valuta americana, comprese tra il 73 e il 63 per cento delle riserve complessive, sono quelle del Giappone, del Canada, della Germania federale e del Regno Unito.

All'interno della Comunità economica europea, anche in seguito all'ingresso del Regno Unito, si osserva l'ispessirsi del connettivo costituito dai legami fra imprese e loro associazioni, fra organizzazioni sindacali, fra banche, fra movimenti culturali. Divengono più nitidi i contorni dell'unificazione. Questo processo si arricchisce costantemente di uomini nuovi e dell'apporto di capacità nuove; ma esso si immiserirebbe se al disopra delle classi economiche non si affermassero classi politiche mosse da una comune vocazione ideale. Conviene che alla preponderanza degli esperti

si sostituisca quella dei politici, quando le decisioni richiedono l'intuito, la risolutezza, e l'ardimento che sono loro propri. Altrimenti, i provvedimenti presi soffriranno di astrattezza e ne deriverà il diffondersi della convinzione di una scemata vitalità politica. Sul piano istituzionale, il Consiglio dei ministri dovrebbe affermarsi in maniera sempre più esplicita come il motore della Comunità.

Ma l'accelerata unificazione susciterà forze che, se non fossero opportunamente orientate, potrebbero limitare la partecipazione di importanti componenti geografiche e sociali al processo di sviluppo. La progressiva limitazione delle autonomie nazionali nelle politiche dei cambi, dei movimenti di capitali, del credito e, in ultima analisi, della domanda globale potrà influenzare lo sviluppo economico positivamente in alcuni paesi e regioni, negativamente in altri. È necessario, quindi, che con il meccanismo di unificazione monetaria siano apprestati tempestivamente gli strumenti di una politica di sviluppo equilibrato, finanziata anche dal centro. In questa affermazione siamo sostenuti dall'esperienza non lontana del nostro paese e dalla conoscenza degli elevati oneri che soprattutto le regioni meridionali hanno dovuto affrontare, in seguito ad una unificazione economica lasciata alle libere forze di mercato. Da parte nostra crediamo di offrire un contributo alla conoscenza dei problemi che l'intensificarsi del processo d'integrazione va ponendo ai paesi partecipanti, mediante la descrizione di alcuni mutamenti avvenuti nelle strutture economiche e finanziarie del nostro paese nel corso degli anni '60.

I MUTAMENTI NELLE STRUTTURE ECONOMICHE E FINANZIARIE NEL CORSO DEGLI ANNI '60

Si compie quest'anno un decennio dalla istituzione dell'Ente nazionale dell'energia elettrica; essa apparve allora come la maggiore delle trasformazioni strutturali alle quali la nostra economia sarebbe stata assoggettata. Ampi dibattiti precedettero e seguirono. Da parte nostra sottolineammo che la costituzione di organismi che per loro natura ricorrono in misura relativamente maggiore al mercato finanziario e per di più sotto forma di specifiche categorie di titoli avrebbe posto problemi non lievi. Sottolineammo anche che i provvedimenti attraverso i quali si attuò

la nazionalizzazione dell'industria elettrica furono ispirati alla esigenza di consentire alle autorità monetarie di non perdere il controllo del mercato. Mostriamo però chiaramente di considerare che più complessi sarebbero stati i problemi nascenti dalle esigenze poste sia dagli investimenti pubblici necessari per accrescere le infrastrutture di una società civile, sia dagli investimenti privati eccedenti le possibilità di autofinanziamento delle imprese, sebbene in quel tempo ancora cospicue. Nella testimonianza resa di fronte alla Commissione di inchiesta della Camera dei deputati sui limiti posti alla concorrenza nel campo economico nella seduta del 22 novembre 1962, insistetti nell'affermare che si andava incontro ad un periodo nel quale i profondi mutamenti strutturali della nostra economia non avrebbero mancato di ripercuotersi sulle modalità di finanziamento degli investimenti. Quanto maggiormente lo Stato si orienterà, ebbi ad affermare, verso l'attuazione di una politica di accrescimento delle infrastrutture, tanto maggiormente i mezzi necessari dovranno essere reperiti mediante emissioni di obbligazioni. Se la politica di sviluppo si impernia sull'industrializzazione, ma nello stesso tempo si limitano le possibilità di autofinanziamento delle imprese industriali, cresce la necessità di far provvista di mezzi nel mercato dei capitali con il collocamento di valori mobiliari e, quindi, con il collocamento di azioni da parte delle società, oppure deve aumentare l'erogazione del credito da parte degli istituti speciali, i quali alla propria volta traggono i capitali mediante obbligazioni. Quanto più si restringe il reddito delle imprese a vantaggio di quello delle famiglie, tanto più cresce l'importanza della intermediazione finanziaria. Ma essa è affidata sempre più ai titoli obbligazionari. Nessun espediente susciterebbe la propensione del pubblico ad impiegare i risparmi in quei titoli, se chi deve deciderne l'acquisto non avesse prospettive di mantenimento di una ragionevole stabilità monetaria. Gli eventi degli anni '60 hanno confermato quelle interpretazioni: in questo luogo non mi propongo di descriverne il corso, ma soltanto di accennare ai grandi cambiamenti avvenuti e alle loro cause, in quanto si ripercuotano sulle decisioni di politica economica e monetaria che le autorità di governo saranno chiamate ad assumere nel prossimo futuro.

Durante gli anni '60, i tratti caratteristici del nostro sistema produttivo hanno presentato mutamenti ampi. Ne costituiscono aspetti rilevanti il processo di concentrazione delle imprese, anche attraverso l'ampliamento della dimensione dei gruppi; il ritmo dell'attività di investimento più celere da parte delle imprese con

partecipazione statale rispetto alle altre; la notevole contrazione dei capitali azionari posseduti dalle famiglie. Non sempre il passaggio delle generazioni è avvenuto senza lacerazioni; esso, in alcuni casi, si è manifestato attraverso la sostituzione del capitalismo dinastico di famiglia con dirigenze tecnicistiche. Si è levata prepotente l'istanza di una partecipazione più diretta al processo di formazione delle decisioni aziendali rilevanti, ma spesso ha urtato contro diffuse incomprensioni. Il metodo dell'indirizzo programmato dell'economia ha suscitato l'apparizione di una nuova categoria di dirigenti pubblici, ma fra questa categoria e quella dell'amministrazione convenzionale si è stabilita una sorta di incomunicabilità.

Nel periodo 1961-70, il processo di sviluppo dell'economia è stato promosso, come nel decennio precedente, dal contributo determinante del settore industriale. Nel complesso delle industrie manifatturiere, che costituiscono il comparto più rappresentativo e dinamico dell'intero settore, il valore aggiunto, calcolato a prezzi costanti, è cresciuto al saggio medio annuo del 7,2 per cento, rispetto al 7,8 nel decennio precedente. Poiché l'applicazione nel ciclo produttivo del fattore lavoro, misurata in termini di ore lavorate, è rimasta pressoché costante, lo sviluppo annuo della produttività è risultato all'incirca identico a quello del valore aggiunto; esso è stato conseguito sia aumentando l'intensità di capitale nel processo produttivo, sia promovendo la razionalizzazione all'interno delle aziende, sia infine con una migliore qualificazione delle forze di lavoro. L'incremento della produttività ha avuto un prezzo, costituito dalla gravosità delle condizioni di lavoro, anche per riflesso dell'inadeguato sviluppo delle infrastrutture sociali, con conseguenze ultime sulla salute fisica e sulla tensione psichica dei lavoratori. Le vertenze sindacali dalla fine del 1969 risentono di questa condizione e conducono alla stipulazione di contratti dai quali derivano miglioramenti normativi in materia di organizzazione del lavoro in fabbrica. La più ampia partecipazione dei lavoratori alla formazione delle decisioni concernenti i modi del produrre costituisce un progresso verso metodi più moderni di conduzione aziendale, ma allunga i tempi dell'investimento e della produzione. Ne deriva un calo di rendimento esteso alla generalità delle imprese. Così, la ricostituzione degli equilibri aziendali, scossi dagli aumenti dei costi salariali, è di più ardua attuazione pur in presenza di politiche espansive. In ultima istanza ne soffre il livello di occupazione.

Sempre durante il decennio considerato, nella generalità dei settori industriali i salari sono aumentati in misura uniforme e superiore a quella della produttività, sebbene gli incrementi di quest'ultima abbiano presentato una notevole diversità tra settore e settore. La dinamica del salario si è sviluppata cioè indipendentemente dal grado di efficienza aziendale, determinando un ventaglio nell'innalzamento del costo del lavoro per unità di prodotto. Le imprese hanno tentato, riuscendovi solo in parte, di difendere la loro quota nella distribuzione del reddito, rialzando i prezzi nei limiti consentiti dalle condizioni del mercato interno e internazionale.

Ne è derivato, nell'industria manifatturiera, che a fronte di un aumento medio annuo dei redditi da lavoro dipendente pari al 10,9 per cento, gli altri redditi si sono accresciuti dell'8,9 all'anno. Lo spostamento nella distribuzione e la maggiore dipendenza delle imprese da finanziamenti esterni, insieme con gli ostacoli opposti all'acquisizione di essi sotto forma di capitali azionari, si sono riflessi sulla struttura finanziaria delle imprese. Il rapporto fra capitali di rischio e passività, calcolato per il complesso delle imprese pubbliche e private operanti nell'intera economia, è disceso dal 47 per cento alla fine del 1963, anno dal quale si dispone di informazioni statistiche, al 38 per cento alla fine del 1970, senza tener conto della riduzione intervenuta nelle quotazioni di borsa; e al 32 per cento, qualora si consideri anche questo elemento.

Osservazioni più particolareggiate e riferite a un maggior numero di anni possono essere fatte per un gruppo di 200 grandi imprese manifatturiere pubbliche e private. Per esse, tra la fine del 1958 e la fine del 1970, la quota dei debiti sul totale delle passività è fortemente aumentata. La tendenza si è manifestata con particolare intensità nei primi cinque anni del periodo considerato, durante i quali si ebbe un forte sviluppo degli investimenti, ma è proseguita negli anni successivi, quando il rallentamento negli investimenti avrebbe dovuto consentire un miglioramento di quel rapporto; esso è passato, infatti, dal 36,1 per cento nel 1958 al 42,9 per cento nel 1963 e al 46,7 nel 1970.

Nella comune tendenza, si avvertono sensibili diversità tra imprese pubbliche e imprese private, in particolare nel periodo più recente. Infatti, non solo il grado di indebitamento appare strutturalmente più elevato per le pubbliche, ma dal 1963 al 1970 esso è cresciuto assai più che per le private.

Spiegano queste differenze il più stretto vincolo che le imprese private in generale avvertono di mantenere strutture finanziarie equilibrate e il livello dei profitti lordi per unità di capitale, che nelle imprese pubbliche è stato più basso e tale da non permettere in un grande numero di casi la ricostituzione dei capitali fissi con un ritmo adeguato alla durata della vita economica degli impianti.

Un altro indicatore della struttura finanziaria delle imprese, il rapporto fra i mezzi propri e il totale degli immobilizzi sia reali sia finanziari, fornisce, con il suo andamento, una prova ancora più evidente del diverso ricorso all'indebitamento per gruppi di imprese. Infatti, sempre tra il 1963 e il 1970, esso è disceso di 15 punti percentuali per le imprese pubbliche e di 3 punti percentuali per quelle private. Va però tenuto presente che le imprese produttive con partecipazione statale si sono avvalse di finanziamenti da parte degli enti di gestione, che a loro volta ricevono fondi di dotazione dal Tesoro.

Alla riduzione dell'importanza relativa del capitale proprio e al superamento del grado desiderato di indebitamento le imprese societarie tentano di reagire mediante maggiori emissioni azionarie; ma il costo di queste aumenta con il deteriorarsi della situazione finanziaria, così come avviene per il tasso di interesse richiesto sui crediti, allorché il grado di indebitamento supera valori critici. L'impresa quindi non può spostarsi per lungo tempo dalla struttura desiderata delle passività, senza essere penalizzata attraverso il maggior costo sia del capitale azionario sia dei crediti; al limite, innalzandosi oltre certi confini il grado di rischio, possono venir meno le fonti stesse del finanziamento esterno.

Invero, negli ultimi tre anni vi è stata una ripresa delle emissioni di titoli azionari, favorita dalle agevolazioni fiscali; ma il grado di indebitamento è ulteriormente aumentato, non solo per le imprese pubbliche, che hanno accelerato l'attività di investimento, ma anche per le private, nonostante che per queste gli investimenti siano fortemente calati.

Negli anni tra il 1959 e il 1963 fu intenso lo sviluppo economico, elevato il rendimento delle imprese e parimenti intensa l'assunzione di debiti: le imprese erano sollecitate dalla convenienza ad accrescere in questo modo le attività complessive, in quanto ne conseguiva un aumento del rendimento del capitale proprio rispetto a quello

della totalità del capitale investito. Successivamente, modificatasi la situazione economica, e trovandosi le imprese, anche perché al termine di un periodo di cospicui investimenti, con un elevato grado di indebitamento, è accaduto il fenomeno opposto: la flessione dei profitti ha causato una caduta del rendimento del capitale proprio più che proporzionale rispetto alla riduzione di quello delle attività complessive, concorrendo ad ostacolare le nuove emissioni di azioni. Le limitazioni alla raccolta di capitale di rischio, cumulandosi con il minore risparmio di impresa, si sono tradotte in un contenimento dei mezzi propri; a parità di altri fattori, si è così creata una condizione che ha ristretto la capacità di indebitarsi dell'impresa e ne ha, in definitiva, ostacolato lo sviluppo. Per queste ragioni si può parlare, da un lato, di un effetto multiplo dei profitti sullo sviluppo delle imprese e, dall'altro, di effetti destabilizzanti degli elevati gradi di indebitamento. In una situazione di permanenza di alti gradi di indebitamento, non è un incidente che le imprese possano trovarsi vicine al dissesto, e chiedano il salvataggio da parte di enti pubblici o si offrano ad imprese straniere.

Dal lato dei sottoscrittori, negli anni sessanta molteplici fattori hanno contribuito al deterioramento della posizione tributaria degli azionisti: l'introduzione del nuovo sistema di rilevazione del possesso azionario e della ritenuta di acconto sugli utili distribuiti dalle società; l'aumento delle aliquote dell'imposta sul reddito d'impresa; l'aumento delle aliquote dell'imposta complementare; l'introduzione di numerose addizionali; la maggiore incidenza delle imposte stesse dovuta all'intervenuto degrado monetario. La imposizione sugli interessi da investimento dei capitali ha subito anch'essa un aggravio; con riferimento ai portatori di obbligazioni, però, sembra essere stata scarsamente disincentivante, sia perché ha gravato sulle imprese, sia perché i redditi da possesso di obbligazioni non hanno subito di fatto imposizioni di carattere personale, essendo i titoli obbligazionari al portatore. L'incidenza media e quella marginale della imposizione sui redditi delle persone fisiche sono andate crescendo lungo il decennio considerato; ma si ridurranno con l'entrata in vigore del nuovo ordinamento nascente dalla riforma tributaria. Ne seguiranno una maggiore disponibilità di risparmio per l'investimento ed una minore incidenza globale sui redditi da investimento percepiti dalle persone fisiche. Poiché, tuttavia, gli utili societari continueranno ad essere soggetti alla duplice imposizione in testa alla società e ai soci, permarrà la gravosità del prelievo globale a carico degli azionisti italiani. Il nostro

ordinamento continuerà ad essere più oneroso di ordinamenti esistenti all'estero, dove i percettori di dividendi fruiscono di un credito di imposta che consente loro il recupero di tutta o di parte dell'imposta pagata dalla società sugli utili distribuiti. I redditi costituiti da interessi sulle obbligazioni saranno assoggettati ad una imposta sostitutiva con rivalsa obbligatoria nei confronti degli obbligazionisti persone fisiche ma, per effetto della traslazione, l'imposta si risolverà in un aggravio per gli utilizzatori dei capitali.

L'indicato processo di concentrazione avvenuto nella industria italiana nel corso degli anni sessanta ha tratto impulso dall'ampliamento delle dimensioni del mercato e dalle agevolazioni fiscali; il fenomeno è stato inoltre accelerato, in forma talvolta tumultuosa, dalle difficoltà incontrate da numerose imprese, soprattutto medie e piccole. Nell'ambito di un ampio gruppo di società manifatturiere, quel processo si è delineato nella prima metà degli anni '60; successivamente ha acquistato intensità. Nel gruppo considerato, le unità esistenti erano 784 nel 1958 e 423 nel 1970. L'aumento della concentrazione, se lo si calcola in termini di capitale fisso, è derivato non soltanto dalla incorporazione di imprese minori, ma anche da una attività di investimento più intensa da parte di quelle maggiori. Le imprese con partecipazione statale e quelle private aventi patrimonio netto superiore a 20 miliardi di lire hanno incrementato i capitali fissi in misura superiore alle restanti. Il peso delle maggiori società, dal 64,4 per cento nel 1961, è salito al 68,7 per cento nel 1970. La composizione delle attività patrimoniali mostra che nelle imprese private, sul totale delle immobilizzazioni reali e finanziarie, quelle costituite da partecipazioni sono crescenti e più elevate che nelle pubbliche; questo fatto testimonia l'espansione dei gruppi e la riluttanza delle imprese private ad assumere i rischi dell'investimento diretto. L'accresciuto peso delle imprese maggiori deriva anche dall'estendersi dei legami che le congiungono con quelle di dimensioni minori nella forma delle lavorazioni per conto. Attraverso questi procedimenti le imprese minori mantengono la loro individualità, ma subiscono una limitazione della loro capacità contrattuale e, da ultimo, perdono l'autonomia.

La grande trasformazione avvenuta nella struttura della nostra economia è attestata dal mutamento della proporzione degli investimenti fissi lordi nell'industria effettuati rispettivamente dalle imprese private e da quelle pubbliche, comprensive ad

un tempo degli enti pubblici quali l'Enel e delle società per azioni controllate dagli enti di gestione. La partecipazione delle imprese private agli investimenti fissi lordi nell'industria, dall'81,1 per cento nel 1961, cade al 52,8 per cento nel 1971. Queste proporzioni, sebbene risentano delle diversità congiunturali tra i due anni messi a confronto, sono di entità tale da confermare il mutamento della struttura.

Nella nostra Relazione sull'esercizio 1965, si prendeva atto dei progressi compiuti dagli investimenti nelle industrie di base ad opera delle imprese con partecipazione statale e si sottolineava l'opportunità di intensificare l'intervento pubblico nei settori dei servizi di carattere infrastrutturale e in quelli di razionalizzazione delle strutture complementari all'attività di produzione agricola. Si esprimevano invece dubbi sulla opportunità che le partecipazioni statali si mettessero in concorrenza in altri settori con gli imprenditori privati, scompigliandone le basi del calcolo economico. È accaduto che non sono state realizzate le necessarie infrastrutture e l'ampliamento dell'intervento pubblico nel settore produttivo è avvenuto senza un disegno generale che ne definisse finalità, limiti e modi, con l'effetto che la compagine del sistema industriale è mutata, in non piccola parte, sotto la spinta delle vicende congiunturali.

Anche nell'ambito degli intermediari finanziari è avvenuta una trasformazione profonda. Il rapporto fra gli impieghi sull'interno degli istituti di credito speciale e quelli delle aziende di credito, che era pari al 46,9 per cento nel 1961, è salito al 62,1 nel 1971; nel periodo considerato, il saggio medio annuo di aumento è stato del 17,0 per cento per i primi e del 13,8 per i secondi. Sulle erogazioni degli istituti di credito all'industria e alle opere pubbliche, il peso dei crediti agevolati è cresciuto dal 48,0 per cento nel periodo 1961-65 al 57,7 per cento nel periodo 1966-71. Si è andata cioè estendendo incessantemente l'area nella quale l'erogazione del credito nasce dal concorso delle volontà degli organi che concedono l'agevolazione e degli istituti che procedono alla esecuzione dell'operazione finanziaria; ma sempre più ha mostrato tendenza ad accentuarsi il peso delle decisioni dei primi su quelle dei secondi.

La concessione delle agevolazioni è divenuta parte integrante della politica di programmazione economica. Esse vengono definite nel quadro delle procedure della contrattazione programmata, secondo le disposizioni delle leggi sugli interventi nel

Mezzogiorno. Appare sempre più evidente che, nella concreta realtà operativa, la possibilità di valutazione autonoma degli istituti di credito subisce il condizionamento delle precedenti determinazioni degli organi della programmazione; il margine di discrezionalità concesso loro diviene sempre più angusto nei confronti dei richiedenti di mutui muniti del parere di conformità espresso in seguito all'istruttoria tecnica del Ministro per gli interventi straordinari nel Mezzogiorno. Se non fossero resi partecipi del processo di formazione delle decisioni degli uffici del programma, gli istituti diverrebbero in ultima istanza organi esecutivi, ai quali spetterebbe solo di verificare che l'erogazione dei mutui proceda secondo il progresso delle opere. Interi settori produttivi dovranno essere sottoposti ad un riesame critico e gli stessi assetti di impresa, riconsiderati; anche a questi fini la collaborazione degli istituti di credito potrà essere di giovamento.

Quanto più le agevolazioni si ampliano, tanto più si avverte l'esigenza di coordinarle in un piano generale degli investimenti. Questa logica conduce alle disposizioni contenute nella legge di finanziamento della Cassa per il Mezzogiorno per il quinquennio 1971-75, secondo le quali le società per azioni quotate in borsa e tutte quelle aventi capitale sociale non inferiore ai 5 miliardi sono tenute a comunicare al Ministro del bilancio i loro programmi di investimento in ogni parte del territorio nazionale; ad analoga comunicazione sono tenute le imprese, quand'anche non rientrino nelle categorie precedentemente menzionate, se decidono la creazione di nuovi impianti industriali, oppure l'ampliamento di quelli esistenti, per importo superiore a 7 miliardi di lire. Compete al Comitato interministeriale per la programmazione economica valutare se gli investimenti siano conformi agli indirizzi della programmazione economica nazionale, in relazione al livello di congestione delle zone di localizzazione degli impianti, nonché alla disponibilità di mano d'opera nelle zone medesime.

I poteri in materia di autorizzazione di investimenti fissi lordi attribuiti dalla legge sopra citata estendono ulteriormente quelli assai ampi nascenti dall'ordinamento esistente. Indipendentemente dall'intervento nella fase dell'autorizzazione dell'investimento, il settore pubblico, ove si includano le imprese pubbliche e quelle con partecipazione statale, nel 1971 ha concorso per il 46 per cento del totale alla esecuzione degli investimenti fissi lordi, esclusi quelli in abitazioni. Una larga parte,

poi, degli investimenti effettuati dai privati è soggetta anch'essa all'intervento del settore pubblico, attraverso la concessione di agevolazioni. Con la nuova legge, solo per l'effetto congiunto del limite relativo al capitale e dello stato di società quotate, la metà circa degli investimenti realizzati dalle imprese in forma societaria sarà sottoposta al controllo diretto del settore pubblico.

Conviene aggiungere che l'introduzione di vincoli circoscritti ai piani di investimento intrapresi da certe società può suscitare il desiderio di farli effettuare da consociate non rientranti tra quelle alle quali sono applicabili i provvedimenti di controllo; oppure può generare la tendenza a suddividerli. Anche questi investimenti potrebbero essere raggiunti, quando fossero assoggettati al controllo qualitativo del credito, ma il sistema verrebbe privato di un'area residuale più direttamente sensibile alle sollecitazioni del mercato, alla quale spetterebbe offrire un riferimento comparativo all'azione stessa dei programmatori. Potrebbe sorgere un sistema sovraddeterminato e più esposto al rischio dell'immobilità. In presenza di una superficie vasta quale quella esistente nel nostro paese di controlli diretti e indiretti sull'attività di investimento, non sembra opportuno restringere il margine consentito alle decisioni concernenti la erogazione del credito ordinario. Confermiamo dunque il nostro convincimento della superfluità e della inefficienza di un controllo qualitativo di esso.

La collaborazione appena avviata fra gli organi della programmazione, le imprese e gli istituti di credito speciale appare destinata nel corso del tempo a definire i contorni di un metodo nuovo di promozione delle iniziative, di selezione degli uomini atti ad assumerle, di controllo sulla corrispondenza dei mezzi agli scopi e sul loro conseguimento finale. Il sistema sarà vitale se riuscirà possibile impedirne la degradazione in quello entro il quale le responsabilità si dissolvono e si cerca di ristabilirle attraverso controlli amministrativi e giudiziari. Il sistema si arricchirà attraverso il decentramento delle decisioni su base regionale, alla condizione che siano rispettati i confini che delimitano le competenze dello Stato e delle regioni. Come ha affermato la Corte costituzionale, il potere di dirigere l'attività creditizia e di vigilare sugli enti che la esercitano deve essere unitario, cioè deve essere statale; la funzione creditizia è di pubblico interesse in tutta la sua estensione e deve essere assoggettata ad una disciplina rigorosamente unitaria. In questa materia i poteri regionali non possono

escludere quelli che la legge conferisce agli organi statali.

L'ordine monetario deve essere assicurato su base nazionale, per garantire il flusso delle risorse disponibili fra le diverse parti del territorio, nel quadro di uno sviluppo regionale equilibrato.

Le considerazioni innanzi esposte sono basate sopra l'esame di un'abbondante informazione statistica; ovviamente non possono essere ritenute definitive; ma consentono di trarre qualche conclusione da riferire ai problemi generali del paese. Occorre, in primo luogo, sottolineare che la crescente consapevolezza dei fenomeni di deterioramento dell'ambiente naturale e delle loro conseguenze sociali sembra aver convinto della necessità di un intervento pubblico nel processo di accumulazione del capitale, in modo da regolarne la distribuzione territoriale e la composizione. Le diseconomie esterne di determinati investimenti, sia derivanti dalla loro localizzazione geografica, sia dipendenti dai processi di produzione adottati o dai prodotti ottenuti, hanno posto legislatori e programmatori di fronte ad una problematica sostanzialmente nuova. Le modificazioni delle strutture economiche e sociali e degli ordinamenti in precedenza descritte non hanno obbedito a quelle esigenze. Si è piuttosto affermata la credenza che l'inclusione delle attività produttive in un apparato statale le svincoli, di per sé, dalle costrizioni cui devono sottostare gli amministratori di imprese la cui sopravvivenza è legata al grado di efficienza. Il settore pubblico è stato munito di una maggiore quantità di strumenti atti a favorire la produzione intesa a soddisfare consumi individuali, ma non a soddisfare consumi collettivi. Gli uomini della programmazione non hanno mancato di levare la loro voce affinché il settore pubblico orientasse l'intervento verso la programmazione per obiettivi. «Investimenti pubblici», «consumi pubblici», «impieghi sociali del reddito» sono le categorie logiche alle quali è riuscito arduo ricondurre le motivazioni di una spesa pubblica stimolata invece da esigenze contingenti. L'amministrazione pubblica è stata dotata di poteri discrezionali più ampi; ma ciò è avvenuto in una cornice tuttora convenzionale, in cui non sono stati affrontati i problemi di semplificazione delle procedure e di accorciamento dei tempi tecnici.

L'ASSETTO FINANZIARIO E IL CONTROLLO DEGLI AGGREGATI MONETARI

Il processo di sviluppo della nostra economia nell'ambito europeo ripropone con urgenza i problemi delle società per azioni, delle borse valori, della disciplina della concorrenza. Non mancano progetti di legge elaborati in sede sia parlamentare, sia governativa; né le divergenze fra essi sono tali da richiedere tempi lunghi per essere composte. Se il sistema produttivo deve articolarsi in imprese indipendenti le une dalle altre, ordinate nella forma della società per azioni, occorre che la legge da un lato disciplini le condizioni idonee a incidere sulla sopravvivenza delle imprese stesse e, dall'altro, definisca con chiarezza le responsabilità degli amministratori e protegga gli interessi della collettività mediante la diffusione di una informazione ampia, continua, atta ad essere compresa dai più. Quando l'assetto istituzionale soddisfi le esigenze indicate, la facoltà degli organi di controllo di disporre la quotazione delle azioni presso le borse valori, ove la società emittente superi certe dimensioni, ovvero, come dichiarammo in questo stesso luogo anni addietro, sia destinataria di contributi tratti dal bilancio dello Stato, non soltanto concorrerà a restituire forza ai nostri mercati finanziari, ma affinerà l'efficacia dei controlli sul comportamento delle imprese e sui risultati raggiunti. La funzione di pubblico interesse alla quale la borsa adempie riuscirà feconda se ordinamenti di ispirazione moderna ne disciplineranno l'attività di intermediazione. Diverrà così evidente che la borsa non è un luogo nel quale si devastino i risparmi altrui, ma quello dove si esprimono giudizi di congruità dei mezzi ai fini e dal quale si traggono utili informazioni, anche per l'attività degli organi della programmazione.

Attraverso la costituzione dell'Istituto mobiliare italiano, gli accorti promotori della legge istitutiva, in un periodo di crisi dello sviluppo dell'economia, intesero arricchire di nuove forme l'intermediazione finanziaria. Lo statuto consentiva a quell'ente di emettere: speciali serie di obbligazioni legate a determinate operazioni o gruppi di operazioni; obbligazioni partecipanti ai dividendi di particolari gruppi di valori azionari posseduti; infine, titoli rappresentativi di diritti su speciali gruppi di valori pubblici o privati gestiti fiduciarmente per conto dei sottoscrittori. Questi titoli avrebbero potuto essere al portatore o nominativi. Nel corso degli anni sono stati

compiuti ripetuti tentativi per integrare in questo modo le operazioni di provvista di capitali, ponendo l'Istituto in condizione di concorrere alla creazione dei capitali di rischio; ma senza risultato per effetto di ostacoli amministrativi.

Non hanno avuto migliore successo i tentativi di introdurre nel nostro paese una legislazione moderna in materia di fondi comuni di investimento; di certo, nessuno credeva che questo strumento avrebbe recato contributi decisivi alla risoluzione dei problemi del nostro mercato finanziario; ma qualunque potesse essere la portata di quei contributi, meglio sarebbe stato sperimentarli. Si è fatto ricorso a controlli amministrativi sul collocamento in Italia di parti di fondi comuni esteri e si è imposta la condizione della presenza di azioni italiane nei loro portafogli per almeno la metà. I fondi comuni di investimento esteri autorizzati ad operare in Italia avevano collocato, al 31 dicembre scorso, parti per circa mezzo miliardo di dollari ed avevano acquistato titoli italiani per due quinti di quell'importo e titoli esteri per altrettanto, il restante quinto essendo costituito da mezzi liquidi depositati prevalentemente all'estero; soltanto nel caso di un fondo autorizzato a collocare parti per 5 milioni di dollari si sono verificate perdite nascenti da situazioni di dissesto.

Nelle Relazioni precedenti abbiamo esaminato aspetti della nostra organizzazione finanziaria e concluso affermando l'opportunità di mantenere la specializzazione degli enti esercenti il credito a medio e a lungo termine e di quelli esercenti il credito a breve termine, sebbene in alcuni casi riesca incerta la definizione della linea di demarcazione. La larga dipendenza degli investimenti dal finanziamento esterno, specialmente nelle aree di sviluppo intensivo, e la necessità di andare alla ricerca di forme nuove attraverso le quali accrescere la partecipazione del mercato finanziario, suggeriscono la opportunità di approfondire la collaborazione fra gli istituti speciali e le aziende di credito, senza escludere la eventualità che qualcuno fra i primi possa assumere partecipazioni nelle seconde. Occorre integrare le forme di provvista consentite agli istituti speciali con altre meno onerose di quella costituita dalle emissioni obbligazionarie, senza tuttavia suscitare una concorrenza fra questi istituti e le aziende di credito dalla quale possa derivare una spinta al rialzo del costo della raccolta.

Nell'ultimo decennio la struttura organizzativa delle aziende di credito non ha subito mutamenti apprezzabili quanto alla loro distribuzione fra il settore pubblico e

quello privato. Comprendendo nel primo settore gli istituti di diritto pubblico, le casse di risparmio, le banche di interesse nazionale e le banche di credito ordinario da essi controllate, ossia gli enti nei quali la designazione delle dirigenze avviene ad opera diretta o indiretta del potere pubblico, si constata che il suo peso relativo, calcolato sulla base dei mezzi amministrati, ascendeva al 66,7 per cento alla fine del 1961 e al 67,8 per cento alla fine del 1971. Nell'interno del settore delle altre banche è avvenuto uno spostamento in favore di quelle cooperative popolari. Inoltre, mentre nel settore non finanziario vi è stato un processo di rapida concentrazione di imprese, la concentrazione bancaria in termini di quantità di mezzi amministrati dalle aziende maggiori si è piuttosto attenuata, nonostante che il numero delle aziende sia diminuito da 1.261 a 1.158. Quali effetti discendano da questa divergente dinamica in materia di efficienza dell'intermediazione bancaria è problema che converrà approfondire, soprattutto sotto il profilo dell'attitudine delle aziende di credito a indirizzare le imprese verso le scelte finanziarie più opportune. Largamente al riparo dalla concorrenza straniera, il sistema conserva carattere oligopolistico ed opera in un mercato contraddistinto da imperfezioni, su alcune delle quali ci soffermeremo in appresso.

L'acquisizione in periodo recente di una informazione più ampia intorno ai tassi attivi e passivi praticati dalle aziende di credito consente già di misurare con maggiore approssimazione la loro attitudine a fornire un servizio efficiente al settore produttivo e ad essere strumento di comunicazione all'economia degli impulsi provenienti dalle decisioni delle autorità monetarie.

Le informazioni sui tassi si riferiscono all'ultimo triennio, e cioè ad un periodo nel quale l'andamento dell'attività bancaria è stato caratterizzato da fasi diverse. Nel 1969 e nel 1970 gli impieghi sono cresciuti ad un tasso nettamente superiore a quello dei titoli: rispettivamente 15,1 e 10,2 per cento nel 1969 e 14,0 e 6,6 per cento nel 1970; nel 1971 è accaduto il fenomeno inverso: i titoli sono cresciuti del 27,5 per cento e gli impieghi del 13,1 per cento. L'indebitamento verso la Banca d'Italia, in aumento nel 1969, è fortemente diminuito nel 1970 e, nel 1971, è rimasto praticamente stazionario su livelli molto bassi. La liquidità ha subito una forte contrazione nel corso del 1969 e nella prima metà del 1970; è aumentata rapidamente, in valore assoluto e rispetto ai depositi, nella seconda metà del 1970 e nel primo trimestre del 1971; indi si è

stabilizzata sul livello raggiunto a fine marzo.

Seppure limitate ad un periodo breve, ma ricco di mutamenti, le rilevazioni disponibili permettono di delineare alcuni tratti del nostro sistema di tassi bancari. I tassi più alti sono corrisposti dagli enti territoriali, preoccupati di ottenere mezzi per finanziare disavanzi e scarsamente sensibili all'altezza del loro costo. Seguono le imprese individuali e cioè quelle che, in relazione alla minore dimensione media, dispongono di minore forza contrattuale. Sono meno elevati i tassi pagati dalle imprese in forma societaria e ancora meno quando azionisti siano gli enti di gestione delle partecipazioni statali. I tassi più alti sono corrisposti dai settori industriali dove preponderano le piccole imprese; quelli più bassi dalle industrie concentrate. In generale, dividendo i crediti per classi di grandezza, i tassi risultano inversamente proporzionali alle dimensioni dei crediti. Il movimento dei tassi ha presentato andamento asimmetrico tra l'aumento nella fase restrittiva e la diminuzione in quella espansiva: mentre l'aumento, iniziato nella seconda metà del 1969 e terminato verso la fine del 1970, è stato rapido, la diminuzione, tuttora in corso, appare più lenta. I tassi pagati dai diversi settori dell'economia hanno presentato una sostanziale uniformità di andamento nella fase di crescita. Nella fase di discesa sono invece diminuiti più rapidamente i tassi pagati dalle grandi imprese pubbliche e quelli relativi ai crediti di maggiori dimensioni. Di conseguenza il divario tra i tassi minimi e quelli massimi, che era rimasto costante nella fase di ascesa, si è notevolmente allargato nella fase di diminuzione.

Le aziende di credito di maggiori dimensioni, operanti in zone di più intensi insediamenti bancari e con una clientela più sensibile ai vantaggi marginali del tasso di interesse sui depositi, seguono immediatamente quella di esse che abbia offerto maggiorazioni; sicché l'iniziativa concorrenziale di un singolo istituto produce di solito un aumento generale dei tassi passivi, senza sostanziali mutamenti delle quote di mercato di ciascuna banca, con un incremento di depositi solamente nella misura dello spostamento del pubblico dal possesso di contante o di depositi postali a quello di depositi bancari. Le ragioni della concorrenza, che diffondono in tutto il sistema aumenti di tasso offerti da una singola azienda, inducono invece le istituzioni bancarie a non prendere l'iniziativa di una diminuzione del tasso sui depositi, nel timore di subire

perdite di quote di mercato. L'incremento di depositi che la singola banca può ottenere aumentandone la remunerazione è assai più limitato della perdita di depositi conseguente a una diminuzione unilaterale di tasso della stessa entità. Dato il notevole grado di sostituibilità esistente tra depositi postali e depositi bancari, differenze anche modeste di tasso possono determinare sensibili spostamenti di fondi da una categoria all'altra. Il ritardo con cui la remunerazione dei depositi postali viene adeguata al mutare delle condizioni di mercato, in una fase di restrizione consente alle aziende di credito di sottrarre temporaneamente fondi all'amministrazione postale, mentre, in fase di espansione, le induce ad essere più prudenti nella riduzione dei tassi passivi.

In questo contesto di imperfetta concorrenza, il tasso sui depositi ed il volume della raccolta si determinano in armonia con le possibilità che si offrono alle aziende di credito nell'impiego dei propri fondi e nella loro ripartizione tra diverse attività finanziarie. Determinatisi i tassi attivi in funzione dello stato della domanda e dell'offerta di credito e soprattutto dei rendimenti dei titoli obbligazionari, quelli passivi tendono ad adeguarsi ad essi secondo modi che dipendono da come ciascuna azienda di credito concilia la politica di ampliamento della propria quota di mercato con quella di conseguire un elevato profitto aziendale. Quanto più la singola azienda di credito è disposta a sacrificare il secondo obiettivo al primo, tanto più i tassi passivi tendono ad essere vicini a quelli attivi. La concorrenza per la difesa e l'allargamento delle quote di mercato, mentre in una congiuntura di tassi crescenti accelera movimenti al rialzo dei tassi passivi, in una congiuntura di abbondante liquidità produce una rigidità verso il basso che può ritardare la caduta di quelli attivi. Ciò implica che, per provocare movimenti al ribasso dei tassi, occorre aumentare la creazione di base monetaria, nella fase di espansione, più di quanto sia necessario diminuirla, nella fase di contrazione, per determinare aumenti di pari ammontare.

Il divario medio annuo fra tassi attivi e passivi nel 1971 è restato all'incirca uguale a quello dell'anno precedente, e superiore a quello accertato nei paesi industriali per i quali esistono informazioni attendibili. Conviene però avvertire che i confronti internazionali sono di scarso significato se non si introduce la valutazione dell'incidenza degli oneri tributari. Le aziende di credito nel nostro paese non esercitano il diritto di rivalsa nei confronti dei percettori degli interessi sui risparmi; dunque

sostengono un'imposta aggiuntiva, con la conseguenza di un aggravio per i conti economici. Se i confronti si facessero tenendo conto di questa circostanza, la differenza fra il nostro paese e gli altri apparirebbe assai minore. Occorre aggiungere che aziende di credito operanti in condizioni economiche quali quelle descritte in precedenza non possono non essere soggette a maggiori alee di dissesto delle imprese; e risponde all'interesse generale che esse costituiscano adeguati accantonamenti per proteggere i depositanti. Essendo restato immutato il divario medio annuo fra tassi attivi e tassi passivi, l'ingente dilatazione del volume dell'intermediazione bancaria e l'ampia sottoscrizione di titoli nel 1971 hanno prodotto l'aumento dei profitti lordi delle aziende di credito; vi ha contribuito il maggiore rendimento delle riserve obbligatorie. L'aumento del totale di bilancio delle aziende bancarie, che può assumersi come indicatore della maggiore attività svolta, nel 1970 è stato di 9.400 miliardi e nel 1971 di 14.000. Le cause di un incremento di queste dimensioni sono, dal lato dell'offerta di credito, il volume della base monetaria creata dalla Banca d'Italia; dal lato della domanda, l'ampio disavanzo di cassa del settore pubblico.

La politica seguita dalla Banca d'Italia nel corso del 1971 in materia di regolazione dei flussi monetari e creditizi ha consentito di procedere al finanziamento del disavanzo del settore pubblico, aumentato del 25 per cento rispetto a quello del 1970, e ha permesso di espandere il flusso dei finanziamenti ai restanti settori di circa il 30 per cento. Tale ingente variazione del volume dei finanziamenti non ha trovato riscontro in un aumento degli investimenti; essa è stata destinata in parte a coprire le perdite del settore industriale e, per il resto, a ricostituirvi sufficienti margini di liquidità.

La creazione di base monetaria è stata di 3.310 miliardi; dedotta la parte assorbita dal pubblico, essa ha provocato un aumento delle riserve bancarie di 1.530 miliardi, contro 1.170 nell'anno precedente. La creazione di base monetaria e l'espansione delle riserve bancarie sono state concentrate all'inizio dell'anno; ciò è avvenuto, in presenza di un saldo attivo dei conti con l'estero, finanziando il forte disavanzo del Tesoro principalmente presso l'Istituto di emissione. Poiché inoltre le aziende di credito, ormai pressoché esenti da debiti verso la Banca d'Italia, non hanno effettuato gli abituali rimborsi di inizio d'anno, il rientro della circolazione nel gennaio

dello scorso anno si è concretato in un equivalente aumento dei depositi disponibili presso la stessa Banca.

L'aumento delle riserve bancarie e la sua concentrazione all'inizio dell'anno hanno indotto una diminuzione dei tassi attivi e passivi delle banche. Hanno presentato una diminuzione più sensibile i rendimenti dei titoli a lungo termine; questa è stata tuttavia limitata dalla necessità di collocare, nei portafogli delle banche e dei privati, ampie emissioni di titoli destinati al finanziamento del disavanzo statale e delle imprese.

Nel corso degli anni '60 il mercato dei titoli a reddito fisso ha acquistato importanza crescente nel condizionare la politica di controllo degli aggregati monetari. Nell'intento di ampliare la dimensione del mercato sono infatti progressivamente cresciuti gli interventi della Banca d'Italia sui titoli obbligazionari, al momento della loro emissione e nel mercato secondario. Dopo la crisi del mercato obbligazionario manifestatasi nell'estate del 1969, la linea di condotta delle autorità monetarie è stata caratterizzata dalla sospensione dell'offerta al pubblico di titoli del settore statale; la capacità dei portafogli privati di assorbire nuove emissioni è stata riservata ai titoli emessi dagli istituti finanziatori diretti dell'attività produttiva. Nel quadro di questa decisione di fondo hanno operato tre diverse tecniche di collocamento delle nuove emissioni: nel 1969, i tassi offerti si sono situati attorno al rendimento di mercato dei titoli simili in circolazione; nel 1970, si sono posti nettamente al disotto e nel 1971 al disopra di circa 30-40 centesimi di punto.

Nella seconda metà del 1969 e nel gennaio del 1970, in presenza di corsi cedenti, le emissioni a tassi in linea con quelli di mercato hanno consentito di procedere al collocamento dei titoli, contenendo al massimo l'impatto sull'andamento delle quotazioni. Nel periodo centrale del 1970, sempre in presenza di corsi cedenti, le emissioni a tassi inferiori a quelli di mercato non hanno sovrapposto effetti negativi allo stato di crisi del mercato, ma hanno reso necessario contenere la quantità dei titoli di nuova emissione. Nel 1971, in presenza di corsi crescenti, le emissioni a tassi superiori a quelli di mercato hanno consentito il collocamento di ingenti quantità di titoli nei portafogli del settore bancario e di quello non bancario, ma hanno esercitato un effetto frenante sul processo di crescita delle quotazioni e, indirettamente, su quello di riduzione dei tassi attivi e passivi bancari.

In definitiva, la condotta seguita nel determinare le condizioni delle nuove emissioni obbligazionarie ha rallentato la caduta dei corsi, prima, e la loro risalita, poi. In entrambi i casi si è agito sulle quantità: in senso restrittivo nel primo e in senso espansivo nel secondo. Sembra indubbio che questa politica ha consentito di contenere gli effetti negativi delle oscillazioni dei corsi sulla propensione del pubblico a sottoscrivere titoli. Si potrebbe argomentare che, in un momento di carenza di domanda di beni, sarebbe stato preferibile attenuare gli stimoli all'accumulazione del risparmio da parte delle famiglie e quindi seguire una politica mirante ad una diversa distribuzione dei titoli fra il settore non bancario e quello bancario. Abbiamo invece attribuito importanza preponderante alla esigenza di assicurare continuità al collocamento di titoli presso le famiglie, nell'intento di finanziare l'investimento pubblico e privato.

Nel 1971 la Banca d'Italia ha svolto un'azione intensa nei mercati allo scopo di equiparare i rendimenti dei titoli con cedola al 6 e al 7 per cento. Il risultato netto di queste operazioni, delle cessioni alle banche e, soprattutto, degli acquisti all'atto dell'emissione, è stato un incremento di oltre mille miliardi nel portafoglio titoli della Banca. Nel corso del 1971 sono state effettuate quattro emissioni di buoni ordinari del Tesoro liberi, nell'intento di promuovere la costituzione di un portafoglio di titoli di mercato monetario presso le banche. Successivamente, considerandosi prioritaria la esigenza di sospendere la liquidità immessa nel sistema bancario verso gli impieghi, si sono sospese le emissioni di buoni e non si sono rinnovati quelli in scadenza. Nello stesso intento, la politica monetaria si è orientata verso lo spostamento della liquidità dagli istituti centrali alle banche e la riduzione del suo rendimento mediante la soppressione dei conti vincolati presso la Banca d'Italia, ad eccezione di quelli a otto giorni, sui quali il tasso è stato ridotto all'1 per cento.

L'ordinato funzionamento del mercato obbligazionario potrà venire sfavorevolmente influenzato dall'entrata in vigore delle disposizioni della riforma tributaria. Le distorsioni più gravi, come è stato sostenuto da autorevoli commentatori, saranno provocate dalla circostanza che la ritenuta alla fonte sui redditi obbligazionari avrà carattere d'imposta definitiva per le persone fisiche e di acconto per le persone giuridiche e sarà commisurata con tasso diverso secondo le categorie degli emittenti. Così, ad esempio, supponendo la ritenuta alla fonte del 30 per cento, un'obbligazione

emessa al tasso d'interesse lordo dell'8,57 per cento per assicurare al sottoscrittore un tasso netto del 6 produrrebbe invece un rendimento uguale all'8,57 se il percettore fosse una persona giuridica. Le emissioni più attraenti per le banche saranno quelle gravate da una più alta ritenuta alla fonte. Opererà, cioè, all'inverso l'agevolazione che il legislatore ha inteso concedere alle diverse categorie di emittenti. Se si mantenesse l'attuale composizione delle sottoscrizioni per categorie di titoli, ne potrebbe derivare una spinta all'aumento dei tassi attivi e quindi dei tassi passivi bancari.

Provvederà il legislatore ad apportare le correzioni opportune, anche in vista della esigenza di adattare il nostro ordinamento a quelli vigenti nel resto della Comunità economica europea, se l'obiettivo è, come sembra continui ad essere, quello di procedere verso l'integrazione. I nostri compiti sono più modesti. Nell'attuale momento congiunturale, accanto alla politica di espansione della liquidità e di indirizzo di essa verso i settori del sistema bancario dove più immediata può esserne l'attivazione, ci è sembrato opportuno seguire una politica più chiaramente orientata in materia di tassi; in questo intento abbiamo autorizzato nuove emissioni offerte al pubblico a tassi inferiori a quelli di mercato ed abbiamo graduato i nostri interventi nel mercato secondario in maniera da confermare le aspettative nascenti da quella decisione. Non abbiamo invece creduto di agire nel senso di stabilizzare i corsi dei titoli in misura tale da subordinare a questo obiettivo la determinazione del volume della base monetaria; non sono state estranee al comportamento indicato incertezze legate con l'attesa delle ripercussioni derivanti dalla entrata in vigore della riforma tributaria.

La disposizione mostrata dagli enti pubblici a pagare alti tassi sui finanziamenti ricevuti ha trasformato questa categoria di enti in sovvenzionatori dei conti economici delle aziende di credito finanziatrici. L'abbassamento dei tassi attivi è stato in linea con la politica di regolazione della liquidità in tutti i casi nei quali prenditrici dei finanziamenti sono state le imprese di grandi dimensioni ed in special modo quelle con partecipazione statale, ma non si è esteso alle imprese di dimensioni minori. I crediti concessi a queste imprese possono provocare l'assunzione di rischi maggiori; quindi può essere corretto che il saggio di interesse su di essi sia maggiorato di una sorta di premio di assicurazione; ma analoghe valutazioni sulle condizioni economiche dei richiedenti il credito non si applicano alle imprese grandi, soprattutto quando gravitano

nell'orbita pubblica.

La presenza in un medesimo mercato di operatori variamente sensibili all'altezza del tasso di interesse e muniti di un potere contrattuale profondamente diverso si ripercuote in discriminazioni dei prezzi dei servizi bancari, dalle quali deriva un'accentuazione delle deformazioni dell'economia. Nei limiti delle nostre competenze, dobbiamo adoperarci per eliminare tali imperfezioni. Se queste, argomentano alcuni, distorcono il processo di formazione dei prezzi, conviene sostituire ai prezzi espressi dal mercato quelli imposti dall'autorità. Si introducano quindi, essi concludono, tassi attivi e passivi di imperio e si faccia ricorso alla coercizione. Ma questa linea di condotta, a causa delle distorsioni che essa stessa tende a provocare, non è conforme a quella seguita dalla generalità dei paesi dell'Occidente. Sembra preferibile invece cercare di ristabilire parità di condizioni nei confronti di tutti gli operatori, mediante la più ampia comunicazione al pubblico dei tassi attivi e passivi praticati da ciascuna azienda di credito. Ove tale provvedimento non risultasse sufficiente a restringere la disparità di trattamento tra le diverse categorie di operatori, potrebbe essere opportuno fissare il divario fra il tasso attivo più alto e quello più basso praticato da ciascuna azienda di credito. Ma occorre non nascondersi che la fissazione rigida di un simile divario potrebbe risolversi in un razionamento di fondi ai clienti considerati più rischiosi.

LA SPESA PUBBLICA E LA RIPRESA ECONOMICA

Come avemmo occasione di sottolineare lo scorso anno, l'analisi delle relazioni tra costo del lavoro e margine di profitto nel nostro sistema economico indica che se i salari segnano bruschi aumenti, in eccesso a quelli della produttività, i prezzi non seguono pienamente nel breve periodo gli incrementi dei costi, e i margini di profitto si contraggono; la redistribuzione del reddito a favore della quota attribuita al lavoro dipendente ha effetti positivi immediati sui consumi e negativi, ma ritardati, sugli investimenti. Ne segue che una redistribuzione del reddito a beneficio dei salari può dar luogo, nel breve periodo, ad un aumento della domanda globale; nei periodi successivi, però, subentra la componente recessiva derivante dal rallentamento degli investimenti, come conseguenza della precedente caduta dei margini di profitto. L'effetto prevalente

delle forze contrastanti sul volume della domanda aggregata dipende dalle condizioni iniziali del sistema economico, e in particolare dall'eventuale incompleto trasferimento sui prezzi di aggravii di costi unitari avvenuti in fasi precedenti, dall'ampiezza della variazione intervenuta nella distribuzione del reddito e dalle previsioni imprenditoriali circa l'evoluzione della domanda. In condizioni di forti accelerazioni del costo unitario del lavoro e di diffusa incertezza circa la possibilità di ricostituire i capitali impiegati nella produzione, le componenti recessive prevalgono, e la flessione della domanda e dell'occupazione segue alla caduta degli investimenti. Divengono necessari provvedimenti di politica economica capaci di assicurare la continuità del processo di sviluppo e il settore pubblico deve estendere la sua quota di partecipazione alla formazione del reddito.

Gli effetti espansivi prodotti dalla spesa pubblica sono largamente influenzati dalla qualità della spesa. L'effetto maggiore sul reddito e sull'occupazione si manifesta quando essa sia destinata all'investimento. Un settore pubblico capace di realizzare tempestivamente l'investimento e di accrescere rapidamente la produzione diretta di servizi può agire efficacemente sulla domanda.

All'inizio di questa esposizione abbiamo avvertito che negli Stati Uniti la manovra della spesa pubblica è stata efficace nel riavviare il processo di sviluppo economico, avendo promosso l'espansione della domanda in presenza di equilibri aziendali in corso di ricostituzione. Conviene chiedersi quali ostacoli abbiano impedito che un aumento della spesa pubblica della dimensione di quello avvenuto nel nostro paese producesse gli effetti espansivi desiderati.

Lo scorso anno affermammo che la spesa pubblica, opportunamente orientata e assistita da una politica creditizia espansiva, avrebbe potuto contribuire a sostenere il volume del reddito. Dichiarammo in quella circostanza che l'esistenza di un livello di riserve valutarie elevato consentiva di intraprendere questa manovra, in quanto offriva un discreto margine per l'assorbimento delle conseguenze di eventuali errori. Ovviamente le riserve valutarie potevano consentire di finanziare la quota di domanda non soddisfatta dall'offerta interna e risultante in un disavanzo della bilancia dei pagamenti; qualora però il fenomeno si fosse manifestato, l'efficacia della politica espansiva della domanda interna sarebbe stata corrispondentemente diminuita. In linea

di fatto ciò non è accaduto; al contrario, la bilancia dei pagamenti ha presentato crescenti eccedenze negli scambi di merci e servizi. Diviene così più ardua la interpretazione delle cause che hanno impedito che il circuito del reddito si ampliasse, passando attraverso la ricostituzione degli equilibri aziendali e la ripresa degli investimenti.

La pubblica amministrazione nel 1971 ha concorso in misura considerevole allo sviluppo del reddito, compensando parzialmente gli effetti del comportamento degli operatori privati. L'aumento della spesa pubblica, tenuto conto anche dell'effetto frenante delle imposte, ha indotto un incremento della domanda globale atto a produrre una espansione del reddito nazionale in termini reali pari al 3 per cento. Il reddito è tuttavia aumentato solo dell'1,4 per cento, a causa della diminuzione di alcune componenti della domanda del settore privato, in particolare degli investimenti in abitazioni e in scorte, com'è illustrato nel corso della Relazione.

I maggiori introiti derivanti dalle imposte dirette e dai contributi sociali sono stati compensati dalle maggiori uscite per prestazioni previdenziali e sanitarie, sulle quali hanno inciso lo sviluppo della popolazione assistita, l'applicazione della scala mobile alle pensioni, l'aumento delle erogazioni per la disoccupazione, nonché la parziale estinzione dei debiti degli istituti mutualistici. Il gettito delle imposte indirette ha mostrato un rallentamento in dipendenza dell'andamento congiunturale.

Il sostegno della domanda è provenuto essenzialmente dall'aumento delle spese per consumi pubblici, dovuto in misura preponderante alle retribuzioni del personale dipendente. È invece mancata una efficace azione nel campo degli investimenti: le erogazioni effettuate non sono state sufficienti, dato il cospicuo aumento dei prezzi, ad evitare la riduzione del volume degli investimenti pubblici conseguito l'anno precedente.

Nel complesso, quindi, l'azione della pubblica amministrazione è stata espansiva, ma, da un punto di vista qualitativo, la meno adatta a stimolare la ripresa economica. Né può affermarsi essere esistita una stretta relazione tra le decisioni assunte e il prodursi dei loro effetti, essendo stato l'aumento della spesa legato preminentemente a decisioni di periodi antecedenti.

Sempre lo scorso anno affermammo che né l'impulso della spesa pubblica, pur se orientata nelle direzioni più congrue, né l'espansione creditizia, pur se attuata con coraggio, avrebbero restituito vigore alla nostra economia, se non si fossero raggiunti incrementi della produttività proporzionati a quelli delle remunerazioni, per ridurre il divario creatosi fra il nostro paese e quelli concorrenti nello sviluppo dei costi di lavoro per unità di prodotto.

Nel corso del 1971 non soltanto questa condizione non si avverava, ma il grave squilibrio fra costi e prezzi manifestatosi l'anno precedente si accentuava. Ne derivavano diffuse situazioni di dissesto; il governo soccorreva mediante la costituzione di fondi di ristrutturazione e della Società per la gestione e partecipazioni industriali. In presenza di una situazione di carenza della domanda globale, seguitavano a risplendere alcune imprese, ma, anche fra quelle ottimamente amministrare, non poche ricercavano i nuovi equilibri su posizioni arretrate.

In termini di persone occupate, la produttività è diminuita; in termini di ore lavorate, è aumentata assai poco; confermandosi così la impossibilità che lo sviluppo della produttività continui al tasso di medio periodo, in un sistema nel quale si riduce notevolmente la propensione ad investire e rallentano i ritmi di lavoro. Nel complesso dell'economia, la quota del reddito destinata agli investimenti in macchinari e attrezzature resta la più bassa nell'ambito della Comunità economica europea, con esclusione del Regno Unito e dell'Irlanda.

La contrazione degli investimenti avvenuta nel 1971 appare anche più grave nell'industria quando si distinguano gli opposti andamenti nel settore pubblico e in quello privato: le imprese appartenenti al primo settore, e in special modo quelle con partecipazione statale, hanno assolto il loro compito accelerando l'attività di investimento, con un incremento in termini monetari del 34,5 per cento. L'opposto è accaduto nelle imprese private: i loro investimenti fissi lordi sono diminuiti del 7,9 per cento a prezzi correnti e del 17,0 a prezzi costanti; questi comportamenti sono ad un tempo effetto e causa del deterioramento degli equilibri economici aziendali. Nel settore manifatturiero il costo del lavoro per unità di prodotto, cresciuto nel 1970 del 13,6 per cento, ha presentato nel 1971 un aumento all'incirca uguale; quando si consideri il numero limitato delle scadenze contrattuali, la dinamica salariale si è mantenuta intensa.

I salari di fatto, nella media dei primi tre trimestri, sono aumentati del 16,6 per cento, come risultante di un aumento del 26,1 per cento nei settori nei quali i contratti sono stati rinnovati e del 15,0 negli altri, nei quali l'aumento può essere attribuito, per circa due terzi, all'effetto dell'applicazione di norme a scadenza differita di precedenti contratti e alla contrattazione aziendale e, per il resto, all'aumento del costo della vita.

Nell'industria manifatturiera, quindi, il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato, in due anni, del 28,8 per cento, mentre i prezzi dei manufatti sono saliti del 13,4. L'ampiezza di questo divario differenzia nettamente la situazione italiana da quella dei principali paesi industriali, nei quali si sono manifestati fenomeni di aumento dei costi di dimensione minore. Nella generalità dei paesi è apparso che l'incremento dei costi si trasferisce più o meno rapidamente sui prezzi, in relazione al ritmo di aumento dei costi stessi, alla struttura dei mercati e allo stato della domanda. Le imprese sono disposte a tollerare temporanee contrazioni dei profitti unitari, nell'intento di raggiungere obiettivi di lungo periodo. Ma in Italia la diminuzione dei profitti deborda dal campo di variazione di una normale onda ciclica; mutuando il linguaggio dai geologi, è saltato il pennino del sismografo.

Nel complesso dell'economia, nel 1971, il reddito nazionale netto al costo dei fattori è aumentato dell'8,6 per cento e la parte di esso attribuita al lavoro dipendente del 13,4 per cento; l'aggregato che comprende i redditi misti degli imprenditori individuali e associati e gli utili non distribuiti è diminuito dell'1,7 per cento; manca ancora la suddivisione di questo aggregato ma, nella ragionevole ipotesi che i redditi misti degli imprenditori individuali ed associati siano rimasti, procapite, almeno stazionari in termini di potere di acquisto, ne consegue che non si è praticamente formato alcun risparmio netto di impresa.

La situazione del settore industriale è assai più grave. Il prodotto netto al costo dei fattori a prezzi correnti è aumentato da 19.290 a 19.960 miliardi, cioè di 670 miliardi. Il complesso delle retribuzioni e dei connessi oneri sociali è aumentato di 1.500 miliardi; ciò significa che gli altri redditi sono diminuiti complessivamente di 830 miliardi. L'indicata riduzione si è concentrata, verosimilmente ampliata, sul risparmio netto di impresa, dovendosi ritenere che l'insieme degli altri redditi costituito da interessi, dividendi, imposte dirette sulle società, redditi misti degli imprenditori

individuali ed associati abbia segnato un qualche aumento in termini monetari. Il risparmio netto di impresa, pari a 860 miliardi nel 1969 e a 590 nel 1970, si è convertito, nel 1971, in una perdita stimabile intorno ai 400 miliardi.

È questo un consuntivo globale, nell'ambito del quale si rilevano forti dispersioni dei risultati delle singole imprese intorno alla media. I bilanci pubblicati mostrano che un gran numero di aziende sono state in perdita, anche se non ne misurano tutta la grandezza; non di rado gli ammortamenti sono stati effettuati in misura limitata a importi inferiori a quelli necessari per la piena ricostituzione del capitale fisso impiegato; spesso è divenuto necessario il ricorso alle riserve per procedere alla distribuzione dei dividendi. Conviene ricordare però che le riserve sono scritture contabili di contro alle quali stanno porzioni di impianti, macchinari, scorte, costituite mediante l'investimento di redditi aziendali nel corso del tempo. Attingere alle riserve equivale, in termini economici, a consumare il capitale investito, debilitando la capacità produttiva del sistema negli anni futuri.

In definitiva, le imprese hanno prodotto meno dell'anno precedente e hanno venduto la loro produzione sulla base di prezzi non remunerativi. I maggiori redditi distribuiti dalle imprese, insieme con quelli distribuiti dalla pubblica amministrazione sotto forma di stipendi e pensioni, sono riaffluiti alle imprese stesse attraverso acquisti di beni e servizi per il consumo, ma in misura proporzionalmente meno elevata che in passato, perché le famiglie hanno accresciuto i risparmi. Attraverso la intermediazione finanziaria, i maggiori risparmi sono stati convogliati verso le imprese; non però per finanziare maggiori investimenti, ma per compensare il venir meno del risparmio aziendale. Si è messo in moto così un processo involutivo attraverso il quale l'equilibrio tra investimento e risparmio tende a ricostituirsi a livelli sempre più bassi.

In recenti dibattiti, ai quali hanno partecipato uomini politici e alcuni dei maggiori esperti, sono stati discussi i possibili interventi per liberare la nostra economia dal processo involutivo che la stringe. Più volte sono stati richiamati l'esperienza del 1962-64 e i modi nei quali superammo la crisi di quel tempo; il ricordarla non è inutile, sebbene, anche negli aspetti analoghi, assai diversa sia la intensità dei fenomeni. Allora fu meno elevato l'aumento dei costi, meno gravi gli squilibri aziendali: il risparmio netto delle imprese si contrasse, ma non assunse valori negativi; i rilevanti investimenti

effettuati negli anni precedenti promossero lo sviluppo della produttività, agevolando in questo modo l'inserimento in una corrente di scambi internazionali in forte espansione. Le aziende cioè trassero dal loro interno e dalla domanda estera la spinta alla ricostituzione dell'equilibrio. Concorse l'intervento governativo, dal quale derivò un ulteriore stimolo alla domanda globale, sia mediante la fiscalizzazione degli oneri sociali, dalla quale dipese un miglioramento della situazione economica e finanziaria delle imprese, sia mediante l'aumento delle pensioni. La fase recessiva fu limitata nel tempo e, dopo poco più di un anno, la produzione industriale risali ai livelli massimi toccati nel periodo precedente la recessione.

La situazione attuale si presenta assai diversa. Nel 1971 l'apporto della pubblica amministrazione alla formazione del reddito ha assunto dimensioni imponenti ed è stato affiancato da una politica monetaria orientata all'espansione già dall'anno precedente; il disavanzo del settore pubblico, al netto dei crediti concessi al settore privato, è salito a 4.300 miliardi da 3.450 nel 1970 e i finanziamenti ai restanti settori dell'economia, pari a 6.240 miliardi nel 1970, sono aumentati a 7.990. Se si tien conto anche degli investimenti delle imprese pubbliche e in special modo di quelle con partecipazione statale, l'impulso dato dal settore pubblico appare di proporzioni senza precedenti. Se ne deduce per contro quanto grave sia la condizione di debilitazione di quello privato e quanto complessi debbano essere i provvedimenti diretti a restituirgli vigore.

Occorre non dimenticare che la politica seguita nel corso del decennio precedente ha presentato contraddizioni non consone alla logica di un sistema imperniato sull'impresa; l'avversa congiuntura si è abbattuta così su strutture corrose da fenomeni di medio periodo.

Nell'ultimo quadrimestre del 1971 l'andamento della congiuntura è apparso in miglioramento: il ricupero della produzione industriale ha favorito l'aumento della produttività, ed entrambi hanno arrecato qualche sollievo alla situazione economica delle aziende. Vi è stato un risveglio delle importazioni, ed è proseguita la crescita delle esportazioni; gli investimenti sono tornati ad un tasso di variazione positivo e si sono accelerati i consumi.

I dati statistici relativi all'inizio del 1972 non sembrano però indicare la continuazione della ripresa. L'aumento della produzione industriale si è arrestato,

l'occupazione dipendente extra-agricola è lievemente diminuita, le ore indennizzate dalla Cassa integrazione guadagni sono aumentate. L'elevato saldo attivo degli scambi con l'estero di merci e servizi conferma la debolezza della domanda interna.

Il sistema economico attraversa una fase di attesa. Al momento attuale, nessuna accelerazione di rilievo appare provenire dalle singole componenti della domanda privata; gli equilibri aziendali non ancora ricostituiti e il basso livello di capacità produttiva utilizzata non rendono agevole il rilancio degli investimenti; gli stessi consumi non sembrano dar luogo a stimoli aggiuntivi apprezzabili. Gli investimenti delle imprese pubbliche e di quelle con partecipazione statale continueranno ad aumentare, ma non potranno mantenere gli eccezionali tassi di sviluppo realizzati negli ultimi due anni. Gli investimenti in abitazioni soffrono della situazione paradossale di stanziamenti finanziari non utilizzati per mancate coincidenze fra norme legislative e amministrative.

Restano le possibilità dell'intervento pubblico, intorno alle quali il piano annuale per il 1972 ha acquisito conoscenze approfondite. In quel documento sono stati esaurientemente descritti i motivi per i quali la variabile strategica di una politica economica appropriata ad una condizione di carenza di domanda, e ad un tempo coerente con le finalità di lungo periodo, sia non una qualunque spesa pubblica, ma quella destinata all'investimento. In un quadro di ragionata valutazione della situazione di fatto della nostra economia e delle interrelazioni tra le diverse grandezze che la compongono, è stato quantificato in 1.500 miliardi l'investimento pubblico necessario per riportare il tasso di sviluppo del reddito reale a un valore prossimo a quello di medio periodo.

Sulla base di elementi divenuti disponibili in periodo successivo a quello della elaborazione del piano, il volume di investimenti sopra indicato non sarebbe attuabile, anche per difficoltà aggravate dal decentramento di competenze in materia di lavori pubblici dallo Stato alle regioni. Motivi analoghi inducono a credere che debba essere modificata in senso peggiorativo l'ipotesi, accolta nel piano, di una diminuzione degli investimenti in abitazioni del 5 per cento in termini reali, basata su un aumento dell'intervento pubblico nel settore. Costituisce invece un elemento positivo la recente decisione di inserire nel provvedimento di rinvio dell'applicazione dell'IVA una norma

che prevede l'esenzione immediata dall'IGE degli acquisti di beni strumentali e di scorte. Questa norma, facendo venir meno motivi di rinvio nell'esecuzione di investimenti già decisi, dovrebbe agire con immediatezza sulla componente attualmente più debole della domanda.

Amministriamo un'economia nella quale sono latenti situazioni di dissesto e, quand'anche la ripresa si manifestasse vigorosa, sarà necessario intraprendere coraggiose azioni di sostegno di imprese in difficoltà. Interi settori dovranno essere assoggettati al riesame degli indirizzi produttivi seguiti in passato, nell'intento di adeguare le loro strutture alle esigenze poste dall'accelerazione del processo d'integrazione europea; provvidenze governative si paleseranno necessarie, specialmente quando l'obsolescenza degli impianti industriali nelle regioni di più antico sviluppo sia stata accelerata da quelli sorti con l'assistenza di agevolazioni. Se però in occasione delle prossime vertenze sindacali gli accordi si raggiungessero su condizioni dalle quali derivassero ulteriori aumenti dei costi unitari, non gioveranno le politiche espansive della spesa pubblica e del credito nelle quali le autorità sono concordemente impegnate. Le indicazioni disponibili inducono a credere che senso di responsabilità possa contraddistinguere il comportamento delle parti sociali, confermandole nella consapevolezza della necessità di conciliare i fini particolari con quelli generali.

Fenomeni analoghi a quelli manifestatisi nel nostro paese sono accaduti in altri paesi industriali e ciò non ha impedito che, attraverso l'impiego di politiche appropriate, si promuovesse la ripresa; ma esse destano preoccupazioni intorno ai loro riflessi sulla stabilità dei prezzi, sebbene gli squilibri da correggere siano meno gravi di quelli esistenti da noi. Nella maggior parte dei casi gli impulsi derivano dalla spesa pubblica, dalle esportazioni e, in alcuni, dal consumo privato. In Giappone l'aumento della produzione trae origine dalle stesse forze, ma avviene più celermente che altrove. Si delineano incertezze sull'andamento dei saggi d'interesse a lungo termine. Soltanto negli Stati Uniti l'investimento produttivo si è inserito in modo determinante nel processo di espansione; le importazioni aumentano più delle esportazioni e ciò costituisce la contropartita dell'andamento di segno opposto in atto nel resto del mondo. In un certo numero di paesi industriali la formazione di risparmio continua abbondante. Essa sembra esprimere il rifiuto della collettività ad accrescere i consumi orientati dalle

forze di mercato; e dovrebbe incoraggiare gli amministratori pubblici ad ampliare con urgenza i mezzi destinati al soddisfacimento dei consumi sociali.

Questa istanza ispira il programma economico 1971-75 e al suo soddisfacimento contribuirà l'azione di uomini che alla conoscenza dei problemi posti dalle trasformazioni in atto uniscano una vigile consapevolezza dell'incessante impegno di inventiva, di rinnovamento e di visione, che la pressione competitiva esterna e quella esercitata all'interno dalle masse lavoratrici organizzate impongono alla responsabilità delle classi dirigenti, indipendentemente dalla sfera pubblica o privata in cui operino. L'adeguamento delle strutture della nostra società a quelle delle società più progredite avviene attraverso un processo non scevro di scosse, ma la loro intensità sarà attenuata se il fervore di nuove energie confermerà nel paese la fiducia nel proprio avvenire.

Signori Partecipanti,

urgono i problemi di come uscire dalla involuzione di cui la nostra economia soffre. Di fronte a coloro che, criticando alle fondamenta il nostro sistema, traggono, dalla constatazione delle difficoltà presenti, ad un tempo la conferma delle loro opinioni e la speranza dell'approssimarsi di radicali mutamenti, vi sono quelli che, come chi vi parla, credono nei principi che stanno alla base dell'attuale ordinamento; essi sono consapevoli della necessità di adeguare le istituzioni economiche ai mutamenti delle situazioni storiche e, scorgendo nel ritardo di quell'adeguamento, oltre che negli errori dell'umano operare, le principali cause delle imperfezioni del sistema, si adoperano per apprestare i necessari rimedi. Questo mio discorso e l'intero documento che oggi vi viene presentato intendono essere uno strumento conoscitivo che, offrendo una informazione ampia, ispirata a scrupolo di obiettività nella presentazione e nella ricerca dei collegamenti logici, concorra a promuovere le necessarie scelte. Ha redatto il documento il Servizio Studi con il concorso di tutti i Servizi dell'Amministrazione centrale e delle Filiali, coordinate a questo fine, per la prima volta, su base regionale.

Il disordine del sistema produttivo e di quello monetario non è un fatto nuovo nella storia di un grande numero di paesi e la indicazione dei rimedi non può riuscire feconda se non con il concorso di quanti credono che la ricerca della verità non è mai

disgiunta dall'interesse del paese. Nel 1762 Cesare Beccaria così introduceva il discorso sullo stato delle finanze milanesi: «Il disordine del sistema monetario è sì interessante per le pubbliche, e private ragioni, che non è maraviglia che sia uno de' più triviali soggetti di discorso nelle Nazioni, che hanno la mala sorte di provarlo. Nella maggior parte degli uomini manca il vigore per rimontare ai principi grandi, e universali, e discomporre con analisi le mal combinate idee, unico mezzo per scoprire le vere relazioni delle cose; altri si fanno giuoco dell'umana debolezza, e colla facile superiorità di alcuni termini non volgari costituiscono nella Società un Commercio di errori fondato sulla docilità de' molti, e sull'impostura di alcuni; quindi ne viene che Declamazioni, Tesi, e Aforismi si ripetono in materia di Monete non migliori per lo più del Silenzio». Nel corso degli anni abbiamo creduto per mezzo di questo nostro documento di contribuire al scoprimento delle vere relazioni delle cose; se non siamo riusciti in questo intento, almeno siamo riusciti in quello di destare dibattiti dai quali ha tratto vantaggio una migliore conoscenza dei problemi che ci assillano.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1972

Signori Partecipanti,

nell'introdurre le considerazioni finali della Relazione che vi sottoposi per l'esercizio precedente, accennai alla fase di laborioso assestamento delle strutture organizzative dell'Istituto, che si è sviluppata anche nell'anno decorso, con riferimento, tra l'altro, ai problemi della cooperazione economica internazionale ed alla riforma di contabilità. Il confluire di attribuzioni che si è venuto man mano verificando nell'Amministrazione centrale, a causa dell'espansione del campo di intervento dell'Istituto e dell'affinamento degli strumenti della sua azione, ha imposto di mettere allo studio un progetto di decentramento operativo che consenta di trasferire alle direzioni delle Filiali site in ciascun capoluogo di regione compiti di coordinamento dell'attività svolta dalle altre Filiali della regione medesima.

Nel quadro della già operante collaborazione fra la direzione e il personale dell'Istituto circa la trattazione di problemi inerenti alla gestione del personale stesso e ad innovazioni di carattere organizzativo sono stati costituiti vari gruppi di lavoro a carattere consultivo per lo studio di essenziali argomenti, avendosi presenti le proposte dei rappresentanti del personale: la partecipazione a tali lavori consente a tutti non soltanto una più aperta visione di quelli che sono i problemi di fondo per l'Istituto, ma anche una migliore conoscenza dei sistemi in vigore presso altri organismi italiani ed esteri, agevolando in tal modo una realistica comparazione.

La larghezza di mezzi tecnici che l'Istituto adopera per il costante miglioramento degli uomini e delle strutture – e che anche questa annuale Relazione, particolarmente curata dal Servizio Studi, consente di valutare – non ci fa comunque dimenticare come essa sia soltanto complementare di quei fondamentali valori umani che condizionano il successo e l'efficacia di ogni riforma e di ogni programma. Riforme, programmi, metodi possono essere ottimi, ma non fecondi «se non vi sia l'anelito all'universale, la disposizione a considerare e trattare noi stessi come strumenti di un'opera che va oltre di noi, il pungolo interiore del dovere».

L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

Il periodo intercorso fra l'Assemblea precedente e quella odierna è stato dominato da eventi monetari, sia all'interno dei singoli paesi, sia nelle relazioni fra essi. Gli sviluppi monetari, interni ed internazionali, sono indissolubilmente connessi: se fossero state assicurate, almeno nei principali paesi industriali, condizioni monetarie più ordinate, sarebbe stato avvertito con minore assillo il bisogno di modificare il sistema eretto in questo dopoguerra sulla base degli accordi di Bretton Woods e imperniato su parità fisse, aggiustabili solo per correggere situazioni di squilibrio fondamentale.

Gli accordi di Washington del dicembre 1971 rappresentarono per alcuni versi un progresso nella scelta del metodo per la costruzione di un nuovo assetto monetario.

Alla correzione della struttura dei tassi di cambio parteciparono tutte le monete, incluso il dollaro. Si fece, quindi, un passo verso un sistema più simmetrico di quello scaturito dall'applicazione degli accordi di Bretton Woods, che aveva posto in una posizione speciale il dollaro, moneta-ponte per la convertibilità in oro di tutte le monete convertibili. Ma i provvedimenti dell'agosto 1971, recidendo anche formalmente il legame del dollaro con l'oro, avevano incrinato la giustificazione tecnica della asimmetria che in passato aveva fatto obbligo di difendere il tasso di cambio con il dollaro alle autorità dei paesi con valuta convertibile, ma non a quelle americane. Dopo l'agosto 1971, un trattamento speciale per il dollaro non poteva appellarsi che alla posizione, ancora preponderante, occupata da quella moneta sulle piazze monetarie e finanziarie internazionali. Peraltro, anche questa posizione è stata sottoposta ad erosione dai timori di svalutazione, confermati in due occasioni, mentre le autorità americane non assicurano la convertibilità del dollaro, non solo in oro, ma nemmeno in altri strumenti di riserva.

Il desiderio di una maggiore simmetria nelle relazioni monetarie internazionali trae origine dalla evoluzione graduale verso la formazione di grandi aree di comparabile peso economico e commerciale: il commercio estero della Comunità economica europea, pur esclusa quella frazione di esso che si svolge fra paesi membri, la quale dovrebbe correttamente considerarsi commercio interno se il regolamento avvenisse con strumenti monetari di creazione comunitaria, supera quello degli Stati Uniti. Il

Giappone segue a distanza notevole; ma esso deve essere collocato nella stessa classe dei paesi, o gruppi di paesi, che insieme dominano l'economia mondiale.

Inoltre, con gli accordi di Washington trovò sostanziale riconoscimento il fatto che la determinazione del tasso di cambio, specialmente per i principali paesi industriali, non è per sua natura una questione unilaterale, e nemmeno bilaterale. La trattativa multilaterale fu laboriosa. Ma essa mostrò che, nonostante i conflitti di interessi tra le aree monetarie esistenti o in corso di formazione e il persistere tenace di tentazioni mercantilistiche, vi è una fondamentale coesione tra i principali responsabili dell'economia mondiale. Tale coesione ha ricevuto ulteriore conferma, lo scorso marzo, alle riunioni del Gruppo dei dieci a Parigi e del Comitato dei venti a Washington. Essa trae forza dalla percezione dell'interesse comune al buon funzionamento del sistema monetario internazionale, in un'epoca in cui la tecnologia e l'integrazione in molteplici forme fanno sì che i prodotti, i servizi, le idee, provenienti dal resto del mondo abbiano tanta parte nella nostra vita, individuale e collettiva. Questa percezione, piuttosto che la diversità dei meccanismi e degli accordi che li regolano, differenzia l'attuale situazione da quella che caratterizzò il periodo fra le due guerre mondiali.

Infine, la variazione della parità del dollaro, a distanza di poco meno di quarant'anni dalla precedente e, quindi, per la prima volta da quando quella moneta era divenuta il sostegno del sistema monetario internazionale costruito a Bretton Woods, riapriva anche per gli Stati Uniti la possibilità di usare il tasso di cambio come una variabile nel processo di aggiustamento. Ciò tendeva ad eliminare un'altra asimmetria del sistema: un'asimmetria, questa, sfavorevole al paese con moneta di riserva. La variazione della parità del dollaro e, in misure diverse, delle monete degli altri principali paesi industriali sviluppava la tendenza, ormai in atto da qualche anno, a permettere che le variazioni dei tassi di cambio svolgano un ruolo più importante nel raggiungimento e mantenimento dell'equilibrio interno ed esterno.

Tutti i partecipanti al negoziato per la riforma del sistema monetario internazionale ammettono il bisogno di innovare rispetto all'applicazione che gli accordi di Bretton Woods hanno avuto per quanto riguarda le variazioni di parità. Mentre nel marzo scorso l'accordo era stato raggiunto in favore della formula che vuole come obiettivo finale le parità fisse, «ma aggiustabili», gli eventi sui mercati hanno nel

frattempo spinto molti paesi a servirsi di un tipo di flessibilità che tende a rendere più pallido il concetto di parità.

Invero, gli Stati Uniti annunciarono nel dicembre 1971 una nuova parità del dollaro, ma non la convertibilità; né un impegno a difendere la nuova parità sui mercati dei cambi. Perciò, ci chiedemmo lo scorso anno «quale legame di logica economica esista fra la dichiarazione della parità ufficiale del dollaro e la dichiarazione delle parità delle altre monete» e mettemmo in dubbio la possibilità, in quelle condizioni, di difendere un simile regime dalle conseguenze di flussi di fondi indesiderati. Nel corso degli ultimi dodici mesi, la maggioranza dei paesi dell'Europa occidentale, dentro e fuori la Comunità economica europea, è dovuta passare ad un regime di fluttuazione, per alcuni totale, per altri parziale. La impetuosità delle ondate di fondi che hanno investito questo o quel paese, per uscirne o per entrarvi, non ha lasciato di fatto altra scelta. Con l'impetuosità è aumentata la frequenza con la quale quelle ondate sono state scatenate da operatori miranti a difendersi, o a trarre vantaggio, da variazioni di parità delle monete considerate, di volta in volta, gli anelli della catena più deboli o più forti.

La connotazione meno chiara assunta dalla nozione di parità traspariva già dall'introduzione del concetto di tassi centrali. La struttura dei tassi di cambio instaurata nel dicembre 1971 non produceva i sintomi di miglioramento, nei pagamenti degli Stati Uniti con il resto del mondo, necessari per creare la fiducia nella nuova parità del dollaro. Il mercantilismo tuttora affiorante nelle relazioni economiche internazionali non aveva consentito di effettuare le modificazioni di cambio in misura adeguata; d'altra parte, la fase iniziale dell'aggiustamento, durante la quale una svalutazione tende ad avere un effetto perverso sulla bilancia commerciale e dei servizi, si è allungata; vi si è aggiunta l'incidenza sulla bilancia dei pagamenti del più elevato ritmo di sviluppo dell'economia americana rispetto al resto del mondo.

La difesa delle parità è divenuta più problematica, in linea generale, perché si è indebolita l'efficacia delle politiche intese a mantenere un appropriato rapporto tra i prezzi interni e la media dei prezzi nei paesi con i quali principalmente si svolgono gli scambi. L'andamento dei prezzi e dei costi, nel presente assetto delle società occidentali, non risponde che in parte a modifiche dell'equilibrio tra domanda e offerta di merci e di fattori, ottenibili nel breve periodo mediante la regolazione della domanda

con gli strumenti convenzionali, inclusi fra essi quelli monetari, nella misura in cui è possibile ricorrervi senza farne scattare i costi sociali a livelli inaccettabili. Quell'andamento dipende sempre più dal comportamento di gruppi sociali organizzati, che determinano costi e prezzi in misura largamente indipendente dallo stato della domanda e dell'offerta.

In queste condizioni le parità, quand'anche rappresentassero in partenza posizioni di equilibrio, tendono a divenire rapidamente obsolete. In assenza di un loro tempestivo aggiustamento, i tassi di cambio vengono di fatto disancorati da esse, sotto l'urto di rapidi spostamenti di masse ingenti di fondi.

La dicotomia che ha caratterizzato la regolamentazione monetaria e creditizia nella maggioranza dei paesi europei, con riguardo al mercato interno e a quello internazionale, ha sortito in ultima analisi l'effetto di creare un potere monetario di mercato dotato, per così dire, di extraterritorialità. Il mercato dell'eurodollaro e delle altre eurovalute, essendo avvantaggiato dall'assenza di controlli simili a quelli che regolano l'attività bancaria nelle rispettive monete nazionali, dalle economie di scala che la dimensione internazionale consente, dalle risorse professionali che le prospettive di sviluppo e di profitto hanno attratto nella sua orbita, ha visto il suo apporto, inizialmente marginale, trasformarsi, nel giro di pochi anni, in un'influenza comparabile a quella esercitata dalle autorità monetarie nazionali sui propri mercati e concorrente rispetto ad essa. Questo è particolarmente vero per l'Europa, dove la regolazione della base monetaria e del credito è frammentata in politiche nazionali che, in linea di principio, si vogliono autonome.

L'esistenza sull'euromercato di disponibilità espresse in dollari senza corrispondente contropartita negli Stati Uniti ha condotto ad un risucchio di esse nelle riserve ufficiali. Ciò è stato possibile per l'ampiezza del serbatoio d'origine di queste disponibilità e per l'impegno di convertibilità delle monete a tassi di cambio dichiarati.

A meno di ipotizzare un'abdicazione delle autorità monetarie, il potere di creare moneta e credito dovrà essere regolato anche nei settori che si sono sviluppati agli avamposti del movimento di integrazione dei sistemi bancari e finanziari nazionali. Questo non è un compito facile, ma dovrà essere intrapreso.

Conviene però non cedere alla tentazione di concludere che la stabilità del sistema monetario internazionale possa essere conquistata con l'ausilio di una panoplia di controlli sui movimenti internazionali di fondi. Sull'argomento si tornerà nel corso di queste considerazioni, ma non si può non notare fin da ora che l'integrazione delle economie, la diffusione del progresso tecnologico, il raggiungimento delle economie di scala, nei settori produttivi dove esse sono particolarmente importanti, possono subire danno se si ostacola la circolazione dei capitali; pur nella consapevolezza che non sempre i movimenti finanziari assicurano gli attesi effetti di razionalizzazione produttiva. Né si può dimenticare che il controllo dei cambi, di regola, parte dai capitali per estendere le sue ramificazioni paralizzanti ai movimenti delle merci e dei servizi. I controlli sui regolamenti valutari, proliferati negli ultimi anni per le operazioni di natura finanziaria, hanno di recente lambito il settore degli scambi commerciali.

Se nella generalità dei paesi preponderano condizioni di inflazione tali da incrinare all'interno di essi la fiducia nelle monete, è illusorio sperare che si ristabilisca la fiducia in una moneta internazionale, la quale costituisce, a livello di operazioni ufficiali e private, il necessario corollario di un sistema imperniato sui cambi fissi. Il sistema instaurato a Bretton Woods era stato costruito sull'assunto che la stabilità monetaria sarebbe stata salvaguardata nel sistema economico nazionale di maggiori dimensioni e che da questo si sarebbe irradiata nel resto del mondo, gli altri paesi industriali dovendo gareggiare con esso in efficienza e stabilità dei prezzi, come condizione per esportare e per importare.

La necessità di riformare il sistema si è imposta allorché la redistribuzione del potere economico ha condotto al configurarsi nell'economia internazionale di una struttura più equilibrata di tipo policentrico. Essa è stata sentita perché le economie europee, una volta riacquistata la capacità di determinare andamenti ciclici autonomi, non potevano, senza danno per il loro processo di sviluppo e deviazioni dal loro ordine di priorità tra gli obiettivi di politica economico-sociale, rimanere esposte all'influenza della politica monetaria americana, concepita in funzione delle esigenze di quella economia. Inoltre, il crescente deprezzamento del dollaro in termini di potere d'acquisto rendeva troppo costoso mantenere riserve di liquidità esterna nella forma di attività monetarie sugli Stati Uniti, da parte di paesi già largamente dotati di riserve in quella

valuta. Perciò, si è accentuata la riluttanza a permettere incrementi di quelle riserve, specialmente se connessi con l'effettuazione di investimenti esteri da parte degli Stati Uniti, in un momento in cui il distacco tecnologico degli altri paesi appare assottigliato.

Il ripristino di condizioni monetarie stabili ed ordinate, che è un requisito del risanamento del sistema monetario internazionale, è stato ed è ostacolato in Europa dagli ingenti afflussi di fondi in dollari verso i paesi che seguono politiche di minore facilità monetaria e creditizia, gli spostamenti di liquidità in dollari ostacolano le politiche di stabilizzazione, anche quando negli Stati Uniti non vi sia inflazione. In un assetto imperniato su grandi aree monetarie, il peso del paese con maggiore tendenza alla stabilità si accresce, perché gli impulsi emananti dall'economia che dal punto di vista delle risorse reali e finanziarie complessive ancora domina non si scaricano sul «paese di punta», ma si diluiscono più o meno uniformemente sull'intero gruppo di paesi membri di ciascuna area.

L'esperienza di questi ultimi anni ha provato che il ricorso a strumenti tecnici quali la flessibilità dei tassi di cambio, quando effettuato da un paese isolatamente, in pratica si chiude molto prima che sia raggiunto l'obiettivo di proteggere la propria politica economica e monetaria dagli afflussi di liquidità in dollari. Poiché circa il 50 per cento del commercio estero dei paesi della Comunità economica europea è costituito da scambi intracomunitari, nessun paese membro può, da solo, far uso importante del tasso di cambio per risolvere quello che è un problema monetario con gli Stati Uniti, senza allo stesso tempo compromettere la propria posizione competitiva nel gruppo commerciale nel quale è integrato. Il problema non è risolto nemmeno dalla fluttuazione congiunta, per quanto riguarda la concorrenza con gli Stati Uniti sui rispettivi mercati e sui mercati terzi. Il fatto che il tasso di equilibrio per i movimenti di capitali tende a divergere da quello per le operazioni correnti rende difficile fare a meno di controlli amministrativi sui movimenti di capitali, sia pure nella forma della separazione dei due mercati dei cambi. Ma i controlli amministrativi sono meno onerosi, in termini di inefficienza nell'allocazione delle risorse, se applicati lungo il perimetro di un'area più ampia.

La fluttuazione congiunta presuppone che le condizioni delle economie partecipanti siano omogenee. Lo scorso anno avvertimmo che l'incipiente costruzione

monetaria della Comunità avrebbe potuto resistere nella misura nella quale essa non fosse stata sottoposta alle tensioni cui è stato assoggettato il sistema monetario internazionale, in conseguenza delle divergenze tra gli andamenti congiunturali dei maggiori paesi industriali e delle politiche economiche e monetarie da ciascuno attuate. Aggiungemmo che «la progressiva limitazione delle autonomie nazionali nelle politiche dei cambi, dei movimenti di capitali, del credito e, in ultima analisi, della domanda globale potrà influenzare lo sviluppo economico positivamente in alcuni paesi e regioni, negativamente in altri».

La Comunità economica europea non è stata in grado di fornire una risposta unitaria a quella che è stata chiamata la «sfida monetaria americana», perché gli andamenti ciclici nei paesi membri continuano a divergere; in altri termini, perché essa, pur essendo in larga misura integrata commercialmente, non ha raggiunto un grado sufficiente di integrazione economica. Questa si estende oltre il settore commerciale: riguarda i fattori produttivi, le istituzioni in cui tali fattori sono organizzati nelle moderne società occidentali, le norme che ne promuovono e regolano la circolazione, i prelievi fiscali e previdenziali, il rendimento degli investimenti per imprenditori e per risparmiatori, i trasferimenti di reddito compensativi. Senza l'integrazione delle economie, la rinuncia dei paesi membri all'uso autonomo del tasso di cambio e degli altri strumenti di politica monetaria può danneggiare alcuni di essi. Nelle condizioni attuali, tutte le indicazioni fanno ritenere che il ricorso generalizzato alla fluttuazione congiunta dei tassi di cambio avrebbe spinto questi ultimi nella direzione rispondente ai bisogni dei paesi che in effetti vi hanno aderito e, quindi, a detrimento degli altri.

Se il perseguimento dell'unione monetaria con forte anticipo sull'integrazione delle economie può danneggiare alcune di esse, il consenso di queste ultime non potrà essere ottenuto, finché la Comunità non appaia in grado di promuovere, con provvedimenti appropriati, una più equa distribuzione fra i paesi membri dei vantaggi e degli svantaggi connessi con il processo di unificazione. Il restringimento dei margini intracomunitari, che implica una riduzione non solo dell'autonomia nella politica dei tassi di interesse, ma anche dello spazio di manovra per combattere la speculazione sulle monete, è stato accompagnato da accordi che rendono i regolamenti intracomunitari più rigidi di quelli praticabili al di fuori della Comunità. La rigidità non

è compensata dal tipo delle facilitazioni creditizie convenute, che nemmeno soddisfano sul piano strettamente tecnico.

Le reazioni alle proposte di aumentare la potenzialità di credito del Fondo europeo di cooperazione monetaria, presentate a Bruxelles nel marzo scorso come elemento di un negoziato il cui punto centrale verteva sulla rinuncia a determinare il proprio tasso di cambio, in funzione in primo luogo delle esigenze di alcuni paesi membri il cui equilibrio monetario era minacciato da afflussi di liquidità dall'esterno sono indicative dell'atteggiamento ancora dominante nella Comunità

La proposta italiana di elevare a 10 miliardi di unità di conto le risorse del Fondo si poneva in posizione intermedia tra la situazione esistente e la proposta britannica di credito illimitato. Essa era stata ispirata dalla considerazione che un eventuale impegno di fluttuare congiuntamente non avrebbe raggiunto l'obiettivo di sedare la speculazione, se l'inadeguatezza delle risorse mobilitabili in difesa delle parità congiunte ne avesse inficiato la credibilità.

Al di là delle considerazioni operative di breve periodo, l'occasione di quel negoziato non poteva non servire come banco di prova della priorità che nei paesi della Comunità si è attualmente disposti a dare agli obiettivi dello sviluppo e della piena occupazione, anche quando essi siano minacciati in un paese diverso dal proprio. All'interno dei singoli paesi si sviluppano squilibri nei pagamenti similmente che all'interno della Comunità. Nei primi esistono meccanismi monetari oltre che fiscali, i quali consentono di diluire il processo di riequilibrio su un arco di tempo più ampio. La quasi totale assenza di tali meccanismi nei rapporti intracomunitari concentra nel tempo il processo di aggiustamento, rendendolo più acuto, fino al punto da richiedere sacrifici importanti in termini di priorità tra obiettivi di politica economica. Se in questo momento la lotta all'inflazione appare l'obiettivo prioritario, l'unione monetaria europea non può tuttavia essere imperniata su un meccanismo che tenda a relegare verso il fondo della scala gli obiettivi dello sviluppo e della piena occupazione, cioè ad invertire le scelte accettate dalla generalità dei popoli e dei governi in questo dopoguerra.

LA CRISI MONETARIA INTERNAZIONALE E LA FLUTTUAZIONE DELLA LIRA

Le nostre scelte di politica monetaria, nel corso del 1972 e della prima parte del 1973, sono state informate al criterio di evitare che il vincolo della bilancia dei pagamenti impedisse la continuazione di una condotta monetaria volta essenzialmente a stimolare la ripresa dell'attività produttiva e dell'occupazione, senza compromettere l'avanzamento del processo di integrazione economica europea.

All'inizio del 1972, il basso grado di utilizzazione degli impianti e l'evoluzione dei profitti unitari e globali, che era stata particolarmente insoddisfacente nel 1971, scoraggiavano l'assunzione di iniziative di investimento. L'attività edile continuava a ristagnare su bassi livelli, anche se apparivano i primi sintomi di una lieve ripresa. La pubblica amministrazione non riusciva a promuovere l'espansione della domanda che le autorità di governo si erano proposte; la realizzazione delle opere pubbliche rallentava, anche se si accrescevano i pagamenti. Le esportazioni continuavano a rappresentare la componente più dinamica della domanda globale, ma il loro sviluppo si attenuava, dopo la forte crescita nella parte finale del 1971.

La condizione depressa dell'attività economica manteneva l'aumento dei prezzi entro limiti più moderati rispetto alla maggior parte dei paesi europei, nei quali l'andamento economico manifestava una decisa ripresa. L'aumento dei prezzi ingrosso, che tra dicembre e giugno si commisurava al 4 per cento in ragione d'anno, traeva origine principalmente da elementi di carattere internazionale, tra i quali il sostenuto rincaro delle materie prime e delle carni bovine. La crescita dei prezzi dei manufatti continuava a mantenersi al disotto di quella dei costi per unità di prodotto, ampliando il potenziale inflazionistico accumulato nel sistema.

Nel periodo gennaio-maggio, la nostra bilancia dei pagamenti presentava un andamento favorevole, soprattutto per l'aumento dell'avanzo corrente, e consentiva la prosecuzione della politica di rimborso anticipato dei prestiti contratti nel biennio precedente: in quei cinque mesi i rimborsi ammontarono a 260 miliardi di lire e le altre poste della bilancia dei pagamenti presentarono un avanzo di 160. In siffatto quadro congiunturale, la politica monetaria si manteneva espansiva, persistendo nella tendenza

dell'anno precedente e imprimendo anzi, rispetto alla seconda metà del 1971, un'accelerazione alle grandezze più direttamente controllate. Se si depura della componente stagionale, la creazione di base monetaria, avvenuta essenzialmente attraverso il finanziamento delle occorrenze di cassa del Tesoro, risulta di circa 2.500 miliardi nei primi sei mesi del 1972, contro circa 3.300 nell'intero 1971; le riserve bancarie, sempre nei primi sei mesi del 1972, sono aumentate di circa 1.300 miliardi, ammontare di poco inferiore a quello constatato in tutto l'anno precedente.

La forte espansione delle altre attività della Banca d'Italia aveva progressivamente condotto, durante il 1971, ad un aumento del margine disponibile delle aziende di credito nei conti di anticipazione ordinaria, in seguito al rimborso delle somme in precedenza tratte da quei conti, e, successivamente, all'accumulazione di depositi presso l'Istituto di emissione. Questi ultimi si mantenevano elevati nei primi mesi del 1972; in aprile fu deciso di abbassare il loro rendimento, insieme con la riduzione dello 0,50 per cento dei tassi di sconto e sulle anticipazioni, allo scopo di provocare un maggiore utilizzo delle disponibilità liquide delle aziende e stimolare una più rapida riduzione dei tassi di interesse.

Il sistema bancario reagì nel senso desiderato aumentando le linee di credito e gli investimenti in titoli e assecondando un ulteriore abbassamento dell'intera struttura dei tassi di interesse. Il livello dei tassi attivi nel secondo trimestre del 1972 risultava inferiore dello 0,70 per cento a quello del quarto trimestre dell'anno precedente.

Dato il volume dei crediti in essere, si può calcolare in quasi 100 miliardi per trimestre il minor costo per i mutuatari di ogni punto percentuale di riduzione del tasso. La diminuzione dei tassi è stata comune a tutte le categorie di clienti, ma è continuato il fenomeno, già lamentato per l'anno 1971, di una riduzione più contenuta per le imprese individuali e per gli enti territoriali e più ampia per le imprese pubbliche ed in genere per le imprese di maggiori dimensioni.

Nei primi sei mesi del 1972 il flusso globale dei finanziamenti dall'interno a tutti i settori dell'economia, escluso il Tesoro, è stato di circa 3.600 miliardi, contro 2.400 del corrispondente semestre del 1971.

I finanziamenti delle istituzioni creditizie, che rappresentano circa l'80 per cento

del totale, mostrano un aumento più rapido per le operazioni a favore di imprese ed enti situati nell'Italia meridionale e insulare, accresciutesi del 5,5 per cento contro il 3,4 delle altre regioni.

Nel mese di giugno una crisi di vaste proporzioni investiva il sistema monetario internazionale. Il succedersi di notizie negative sull'andamento della bilancia dei pagamenti del Regno Unito e la riaffermazione della decisione del governo britannico di dare precedenza agli obiettivi dello sviluppo interno suscitavano aspettative di deprezzamento della sterlina; ne seguivano ingenti spostamenti di fondi, per effetto sia di mutamenti nei termini di pagamento delle esportazioni e delle importazioni, sia di conversioni dei saldi in sterline di possesso estero. Dopo una breve chiusura dei mercati dei cambi, il governo britannico comunicava la decisione di lasciare fluttuare la propria moneta.

Nonostante che la situazione delle riserve e della bilancia dei pagamenti dell'Italia si presentasse all'inizio di giugno sufficientemente solida, le aspettative di ulteriori aumenti dei costi e dei prezzi convinsero gli operatori che la lira avrebbe prima o poi seguito la sorte della sterlina. Iniziò conseguentemente un periodo di attacchi speculativi contro la nostra moneta, che costrinsero la Banca d'Italia ad effettuare, in giugno e in luglio, vendite di valuta sul mercato dei cambi per oltre 900 miliardi di lire, delle quali circa un terzo negli ultimi tre giorni di giugno.

Alla fine di quel mese, furono decisi provvedimenti volti a contrastare certe forme di esportazione di fondi ed a contenerne l'effetto sulle riserve, mediante l'acquisizione di disponibilità valutarie. In particolare:

- fu sospeso l'accreditamento nei conti capitale delle banconote italiane rimesse dall'estero ed in pari tempo si riattivò la politica di indebitamento estero, grazie alla quale affluirono prestiti in valuta per circa 500 miliardi di lire nel bimestre giugno-luglio e per altri 400 prima della fine dell'anno;
- fu confermato il divieto alle aziende di credito di assumere posizioni nette creditorie sull'estero e fu invece loro concessa la facoltà di assumere posizioni nette debitorie;
- fu disposto che le banche procedessero al pareggio della loro posizione complessiva in cambi, mediante estinzione dei contratti di cessione di dollari

contro lire in essere con l'Ufficio italiano dei cambi; quest'ultima norma consentiva il riafflusso alle riserve dei fondi che fossero stati acquisiti dagli operatori italiani per estinguere i finanziamenti in valuta loro concessi da aziende di credito; nel periodo giugno-dicembre questi finanziamenti diminuivano di 1.150 miliardi e l'estinzione dei ricordati contratti con l'Ufficio italiano dei cambi ammontava a 1.161 miliardi.

La grave crisi monetaria internazionale e l'espansione della domanda in molti paesi industriali si riflettevano sui prezzi delle materie prime e delle derrate alimentari. Ne risentivano i nostri prezzi interni, inasprendo le difficoltà derivanti dal cattivo andamento dell'annata agricola. Lo stato della nostra economia continuava a rimanere depresso, anche se appariva qualche segno di risveglio negli investimenti, soprattutto quelli in scorte, denunciato dall'accelerazione delle importazioni. La politica monetaria manteneva l'indirizzo espansivo, anche se veniva meno ogni apporto di liquidità da parte del settore estero.

Il complesso dei finanziamenti dall'interno all'economia, escluso il Tesoro, è stato nel 1972 di 12.500 miliardi, contro circa 9.000 nell'anno precedente; la quota attribuita al settore pubblico e alle imprese pubbliche è aumentata più rapidamente del totale. I finanziamenti erogati nelle regioni meridionali e insulari sono saliti del 19,6 per cento, contro il 16,9 nelle altre regioni. I tassi bancari attivi hanno continuato a diminuire, sia pure più lentamente, nella seconda metà del 1972, risultando nella media dell'anno inferiori di 1,15 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

Negli ultimi mesi del 1972, perdurando ampia la disponibilità di credito, l'accelerazione delle esportazioni, l'accumulazione di scorte e la sostenutezza dei consumi, in seguito all'aumento delle pensioni e sotto la spinta di maggiori acquisti alla vigilia dell'entrata in vigore dell'IVA, imprimevano un deciso stimolo all'attività produttiva; miglioravano le condizioni di redditività delle imprese; la realizzazione dei programmi di investimento segnava una ripresa. Nel settore delle costruzioni, alla maggiore attività nel comparto dei fabbricati non residenziali, in atto già dall'inizio dell'anno, si aggiungeva un'ancora incerta, ma più favorevole evoluzione del comparto abitativo.

La produzione industriale segnava, fra il terzo e il quarto trimestre, l'eccezionale

aumento del 7 per cento e generava una forte ripresa della produttività, che consentiva una pausa al continuo accrescersi dei costi unitari del lavoro; ma al tempo stesso le migliorate condizioni della domanda, in una situazione internazionale di crescente inflazione, secondavano l'estensione del rialzo dei prezzi ai prodotti manufatti, che in precedenza, quando la domanda stessa era stata debole, avevano segnato aumenti dei prezzi inferiori a quelli dei costi. Ulteriori spinte provenivano dalle quotazioni delle materie prime, ormai in vertiginosa ascesa sui mercati mondiali. Si aggiungevano aumenti connessi con l'imminente cambiamento del sistema impositivo.

Anche dopo aver superato la violenta crisi di giugno e luglio, la lira ha continuato ad essere assoggettata, per quasi tutta la seconda metà del 1972, a pressioni speculative di origine interna, anche se meno appariscenti in termini di interventi sul mercato dei cambi, dato il consueto afflusso estivo di valuta. La crisi si è manifestata in un'accelerazione dei pagamenti per importazioni e ancor più in un ritardo delle riscossioni per esportazioni: la perdita di riserve attribuibile a questi fenomeni può valutarsi, nei sette mesi compresi fra il giugno e il dicembre 1972, in circa 850 miliardi di lire. La nostra politica dapprima ha esercitato un'azione compensativa attraverso l'assunzione di prestiti all'estero; in seguito, e cioè nel gennaio 1973, quando è apparso opportuno contenere l'ulteriore espansione di quei prestiti, essa si è orientata nella direzione della riduzione dei termini di pagamento degli scambi mercantili, al fine di restringere la formazione di crediti commerciali sull'estero.

L'azione volta a difendere la quantità delle nostre riserve è stata integrata da quella concernente la difesa della loro qualità.

Sulla base degli accordi entrati in vigore il 24 aprile 1972, il mantenimento della divergenza istantanea tra due monete della Comunità entro un massimo del 2,25 per cento doveva essere ottenuto mediante interventi in monete comunitarie, essendo interventi in dollari ammessi soltanto quando il corso di cambio di questa moneta avesse raggiunto i limiti estremi della fascia di oscillazione. Secondo gli stessi accordi, le eventuali posizioni debitorie nascenti dagli interventi in monete comunitarie sarebbero state regolate utilizzando proporzionalmente tutti gli strumenti di riserva posseduti dal debitore, applicando i prezzi di mercato alle valute e quello ufficiale all'oro.

L'osservanza di queste norme avrebbe costretto il nostro paese ad effettuare continue cessioni di oro, ad un prezzo sempre più lontano da quello vigente sul mercato libero e nella pratica impossibilità di ricostituire la riserva aurea in caso di inversione della bilancia dei pagamenti: avremmo quindi subito ingiustificate perdite, mentre altri paesi avrebbero conseguito ingiustificati guadagni.

Alla fine di giugno ottenemmo che l'Italia fosse autorizzata, al fine di mantenere nei limiti convenuti le oscillazioni del corso della lira rispetto alle monete comunitarie, ad effettuare interventi esclusivamente in dollari, eventualità espressamente contemplata dagli accordi. In tal modo la perdita di riserve, nel periodo giugno-dicembre di 318 miliardi di lire, si è ripercossa quasi esclusivamente sulle disponibilità in dollari.

Durante tutto il secondo semestre, la lira si è mantenuta al limite di massimo deprezzamento consentito entro la fascia di oscillazione comunitaria; poiché le più forti monete della Comunità si situavano in prossimità del massimo apprezzamento nei confronti del dollaro, ne è derivato per il nostro paese l'onere di sostenere una quotazione della lira rispetto al dollaro vicina al tasso centrale, in un periodo di larghi disavanzi della bilancia dei pagamenti. In autunno, le pressioni speculative contro la lira divenivano più pesanti: mentre si ampliava il gioco degli anticipi e dei ritardi dei pagamenti mercantili, aumentavano le esportazioni di capitali per investimenti in titoli. I movimenti di capitali, quando da essi si escludano i crediti commerciali, i prestiti di natura compensativa e le rimesse di banconote, erano stati solitamente attivi per l'Italia; presentarono invece un disavanzo di 230 miliardi nel terzo trimestre del 1972 e uno di 130 nel quarto.

Sempre nel quarto trimestre si intensificavano gli interventi sul mercato dei cambi a pronti ed insieme con essi venivano effettuati interventi sul mercato dei cambi a termine, nell'intento di impedire che il divergere delle quotazioni a pronti e a termine stimolasse maggiori esportazioni di capitali. Ulteriori disposizioni tendenti a rafforzare il mercato valutario furono prese all'inizio del mese di dicembre: mentre fu aumentato il saggio di interesse sulle anticipazioni a scadenza fissa, l'Ufficio italiano dei cambi si dichiarò disposto a provvedere contro cessioni di dollari, con garanzia di cambio, una parte delle lire delle quali le banche abbisognavano per le occorrenze di fine d'anno.

Avvenne così che ad una posizione creditoria dell'Ufficio per dollari a ricevere si sostituì una posizione debitoria per dollari a consegnare, dell'ordine di circa 350 miliardi di lire.

Negli ultimi mesi dell'anno, nonostante la ripresa delle esportazioni, nella bilancia dei pagamenti dell'Italia depurata dei movimenti stagionali appariva un disavanzo corrente, dovuto all'accelerazione degli acquisti di materie prime e semilavorati, a prezzi sempre crescenti, e alla riduzione degli introiti netti dei servizi, mentre si ampliava il deflusso netto dei capitali, solo in parte compensato dal ricorso ai prestiti dell'estero. L'esportazione dei capitali non derivava dal livello comparato dei saggi di interesse. Al netto dell'imposta gravante sui non residenti, i nostri tassi a lungo termine si situavano al di sopra di quelli vigenti nell'euromercato, in Francia, nella Germania federale, nel Regno Unito e negli altri più importanti paesi. Quanto ai tassi a breve termine si era determinato, dall'autunno, un divario negativo nei confronti di quelli della Germania federale e del Regno Unito, ma non di entità tale da suscitare forti movimenti di fondi. Su questi agivano in misura determinante le aspettative di svalutazione, riflesse nello sconto della lira a termine; la sua riduzione si otteneva mediante gli interventi ai quali si è fatto riferimento; se gli interventi fossero stati effettuati dalle banche, avrebbero inciso sulle riserve.

Una correzione dello squilibrio fondato su un aggiustamento dei tassi di interesse all'interno si presentava difficilmente attuabile, dovendo l'aggiustamento stesso assumere ordini di grandezza non compatibili con l'ordinato funzionamento del sistema finanziario. Ma ciò che più induceva a respingere il ricorso a provvedimenti di carattere monetario era lo stato della nostra economia; una restrizione del credito avrebbe soffocato la ripresa appena avviata.

In questa situazione è maturata la decisione di proporre l'istituzione di un doppio mercato dei cambi. Sui vantaggi e sugli svantaggi di siffatta soluzione ci intrattenemmo nella Relazione pronunciata nel maggio del 1970. Affermammo in quella circostanza che la istituzione della lira finanziaria si sarebbe manifestata efficace «nella misura in cui la divergenza delle quotazioni fra il mercato ufficiale e quello finanziario» fosse stata «ristretta dall'intervento delle autorità e quindi, in ultima istanza, mediante cessioni di valute prelevate dalle riserve». In linea di fatto la divergenza dei corsi fra i

due mercati è stata contenuta, senza necessità di interventi, con la decisione del febbraio di consentire la fluttuazione della lira commerciale. Comunque l'istituzione del doppio mercato non protegge dalle variazioni dei termini di pagamento da parte degli operatori con l'estero.

Nel marzo del 1969 furono avanzate con insistenza proposte secondo le quali la repressione della esportazione dei capitali dall'Italia avrebbe potuto ottenersi sospendendo il riacquisto delle banconote italiane da parte dell'Ufficio italiano dei cambi. «Occorre avvertire immediatamente che un simile provvedimento», ebbi ad affermare, «riuscirebbe di scarsa efficacia in un paese nel quale la spesa dei turisti stranieri e le rimesse dei lavoratori dall'estero sono di un ordine di grandezza di 2 miliardi e mezzo di dollari l'anno. È evidente che la valuta risparmiata nel riacquisto delle banconote sarebbe compensata da un minore afflusso di valuta da parte di turisti, che acquisterebbero le banconote e si asterebbero dal cedere valuta al mercato ufficiale. Analogamente si comporterebbero i lavoratori italiani all'estero e il loro comportamento risponderebbe oltre tutto ad un'esigenza di equità. Né varrebbe il porre lungo le frontiere schieramenti di gendarmi che esercitassero controlli vessatori sugli stranieri che si recano nel nostro paese».

L'esperienza conferma l'esattezza delle affermazioni sopra riportate: il totale degli introiti netti da turismo e rimesse emigrati da 330 miliardi nel quarto trimestre del 1971 è disceso a 213 nel corrispondente periodo del 1972; ove si consideri che tali introiti nella prima metà dell'anno avevano presentato un andamento crescente, si può valutare in circa 150 miliardi il minore apporto di queste operazioni alla bilancia dei pagamenti. È possibile che un qualche effetto di attrito sia ottenuto, ma quello di maggiore evidenza è statistico.

Il succedersi delle crisi monetarie, esplose nei mesi di febbraio e di marzo dell'anno in corso, è da attribuire all'ampiezza dei movimenti di fondi suscitati da aspettative di variazioni di parità. L'entità delle perdite di riserve subite nel corso del mese di gennaio e nella prima parte di quello di febbraio, nonostante il divieto di accreditamento delle banconote e la istituzione del doppio mercato, escludeva che si potesse ammettere una soluzione che incidesse profondamente sul livello delle nostre riserve. In presenza di un disavanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente non

sarebbe stato possibile mantenere invariato il rapporto di cambio fra la lira e le monete europee e accettare il vincolo del contenimento dell'oscillazione nei loro confronti entro i limiti del 2,25 per cento delle rispettive parità. L'accettazione di quel vincolo sarebbe stata possibile alla condizione che il costituendo Fondo di cooperazione monetaria fosse stato munito di disponibilità sufficienti a convincere il mercato che eventuali perdite di riserve non avrebbero prima o poi costretto a mutare la parità.

Aspre polemiche sono seguite alle decisioni del febbraio e del marzo; si è affermato che si intendeva provocare una svalutazione dissimulata della lira; si è dichiarato che avrebbero prodotto il distacco dell'Italia dall'Europa.

Quanto alla prima delle due enunciazioni, conviene ricordare che l'essere stato il nuovo livello di cambio determinato in presenza di interventi difensivi delle autorità monetarie sul mercato esclude l'esistenza di un loro proposito di forzare il suo deterioramento. Il mantenimento del vecchio livello avrebbe prodotto perdite di riserve di entità maggiore. A quelle perdite sarebbe seguita la necessità di assumere per effetto di costrizione la decisione della svalutazione, senza disporre di riserve sufficienti per contenerne l'ampiezza.

La mancata partecipazione dell'Italia alla fluttuazione congiunta delle monete europee non sembra possa essere interpretata come la causa del distacco dell'Italia dall'Europa; se mai è vero l'inverso: sul metro monetario si sono riflesse all'improvviso le ombre di comportamenti internazionali e di comportamenti interni, ai quali ultimi hanno partecipato tutti i gruppi sociali, e che sono stati assecondati dalle politiche condotte negli anni passati; ne è derivato un rallentamento del processo di integrazione della nostra economia in quella della Comunità.

Su quei comportamenti e sulle loro conseguenze ebbi occasione di attrarre l'attenzione dell'autorità politica verso la metà del gennaio 1972; affermai allora:

«La situazione monetaria internazionale è in equilibrio instabile; è probabile che il processo di riassetto conduca alla istituzione di aree monetarie; una di queste potrebbe gravitare intorno alla Comunità economica europea allargata. L'accelerazione della integrazione nell'interno di questa area imporrà ai paesi che la compongono di avanzare con maggiore rapidità verso strutture economiche omogenee. Le

trasformazioni avvenute di recente nella nostra economia e quelle in prospettiva confortano il convincimento che essa sia in condizioni di seguire questa linea evolutiva? Non esistono sintomi dai quali si possa dedurre la conclusione contraria? E cioè quella di un suo progressivo distacco dall'Europa comunitaria?».

«Converrebbe però che si prendesse posizione per l'una o per l'altra interpretazione delle difficoltà nelle quali ci dibattiamo, e si dichiarasse una volta per tutte se si creda che il rimedio consista nell'accelerare il processo di confusione delle attività economiche in un apparato statale sempre più libero dalle costrizioni alle quali devono sottostare amministratori di imprese, la sopravvivenza delle quali è legata al grado di efficienza, e si sia convinti che possano supplire a tutto i fabbricanti di moneta, quando essi siano disposti a cedere al comando di fabbricarne senza limiti. In questo caso però non si può pretendere che la generalità dei cittadini creda nelle ripetute enunciazioni di voler mantenere saldo il legame tra la nostra economia e il resto di quelle dei paesi occidentali».

L'IMPRESA NEL QUADRO DELL'INTEGRAZIONE ECONOMICA

In tutte le economie occidentali sono in atto profonde trasformazioni, che investono anche i rapporti di lavoro e l'assetto distributivo, ma nessuna ha perduto la connotazione di economia di mercato. Il trattato istitutivo della Comunità economica europea afferma esplicitamente che essa promuove le azioni volte al conseguimento dei propri fini mediante l'instaurazione di un mercato comune, che implica ordinamenti imperniati sull'impresa. Tali ordinamenti presuppongono l'esistenza di imprese private e di imprese pubbliche, autonome nella gestione, ed una condizione di parità fra tutte.

Nel nostro paese si è andato delineando nel corso degli anni un atteggiamento di ostilità, volta a volta occulta o palese, nei confronti dell'impresa privata e la preferenza per l'impresa pubblica ha fatto apparizione nella stessa legislazione: ad esempio, la legge 22 ottobre 1971 n. 865, art. 27, comma 6, suona così: «Il Comune utilizza le aree espropriate per la realizzazione di impianti produttivi di carattere industriale, artigianale, commerciale e turistico» e il comma continua con lo stabilire che «tra più istanze concorrenti è data la preferenza a quelle presentate da enti pubblici e aziende a

partecipazione statale».

Le norme che disciplinano i rapporti di lavoro nell'impiego privato sono state accostate a quelle applicabili all'impiego pubblico, nell'intento di assicurare al lavoratore la stabilità nel posto. Incombe tuttora sulle imprese la minaccia di una generosa legge a favore di ex-combattenti, estesa pure ad altre categorie che abbiano sofferto per fatto di guerra, fin qui limitata ai dipendenti di enti pubblici, incluse le aziende municipalizzate. Si crea così una condizione obiettiva, nella quale l'imprenditore privato non è in grado di prevedere i suoi oneri e finisce per cedere sempre più spesso alla tentazione di trasferire l'impresa ad altra più grande o ad enti pubblici.

Il trasferimento dell'impresa dall'area privata a quella pubblica viene salutato con esultanza dai dipendenti, i quali aspirano a divenire membri della comunità privilegiata. Il moto avviene monotonamente in una direzione sola: non è mai accaduto che un'azienda municipalizzata, anche in un campo dove non si dia monopolio, abbia cessato per effetto delle passività accumulate, essendosi ridato il relativo servizio ad un'impresa privata.

L'estensione dell'area pubblica deteriora il processo di selezione delle dirigenze: la cerchia dei cittadini eleggibili tende a restringersi ai militanti nei partiti politici della maggioranza; sorge così un'imprenditorialità burocratizzata, scarsamente amante della innovazione. L'estensione della presenza pubblica finisce per premiare i gruppi che possono più facilmente piegare la discrezionalità dell'esecutivo.

Non sembra azzardato affermare che l'azione del settore pubblico è stata volta più all'acquisizione di nuove province che al miglioramento dell'amministrazione di quelle che gli sono proprie. Ne è derivata un'incertezza del quadro istituzionale che credo abbia influito negativamente sul processo di accumulazione. L'apertura del mercato italiano alla concorrenza estera aveva stimolato quel processo, dando luogo ad un forte aumento degli investimenti. In seguito, l'incertezza delle prospettive di sopravvivenza dell'impresa privata può aver spinto le imprese a limitare l'attività di investimento a quella di razionalizzazione, prima di raggiungere la piena occupazione. L'offerta è cresciuta essenzialmente per effetto dell'aumento della produttività, soprattutto nell'industria manifatturiera. Ne è conseguito uno sviluppo inferiore alle

possibilità del sistema.

Al mancato investimento interno ha corrisposto l'esportazione di capitali; se avessimo cercato di promuovere un maggior investimento in attività reali, deprimendo il rendimento di quelle finanziarie mediante l'ampliamento della liquidità, probabilmente il risultato sarebbe stato un maggiore impiego di fondi in attività finanziarie sull'estero. Insufficiente investimento all'interno, eccedenza di bilancia dei pagamenti correnti, esportazione di capitali sono i momenti del circolo vizioso cui è soggetta un'economia che, aperta al mercato internazionale, non è omogenea con esso nelle strutture organizzative.

Il Mezzogiorno ha certamente sperimentato nell'impresa pubblica un efficace strumento di sviluppo; altrettanto è avvenuto e può avvenire per la realizzazione di scelte fondamentali sia nel campo delle infrastrutture, sia nell'industria di base, e per fornire orientamenti operativi anche in altri settori industriali. Ma l'ampliamento della sfera di azione delle imprese pubbliche, quale risultato di interventi di salvataggio non rispondenti a una coerente linea di politica economica, conduce alla degenerazione della imprenditorialità pubblica e privata e concorre a chiudere il sistema alla integrazione europea.

In assenza di un'impresa efficiente, l'abbattimento delle frontiere economiche produce una asimmetria di effetti, in quanto agli inserimenti di imprese straniere nel nostro paese non può corrispondere un analogo movimento in senso opposto. Il conseguente squilibrio genera reazioni, che in ultima istanza si risolvono nel tentativo di contrastare il temuto ampliamento dell'industria straniera con quello dell'industria pubblica.

Per evitare che il progressivo trasferimento di responsabilità di gestione al settore pubblico e le difficoltà dell'impresa privata, che in parte stanno all'origine di tale processo, sommino i loro effetti di allontanamento del nostro paese dall'Europa, occorre sollecitare il concorso di forze europee alle iniziative per la soluzione dei nostri problemi strutturali e rendere possibile il loro operare accelerando l'adeguamento delle nostre istituzioni; ed occorre eliminare le limitazioni nel campo delle società e del mercato azionario che rendono comparativamente più difficile da noi il finanziamento delle imprese e l'impiego conveniente del risparmio finanziario delle famiglie e

condurre una politica economica che, dettati gli indirizzi fondamentali, assicurino il libero esercizio delle scelte imprenditoriali. Contrasta con questa politica la più volte lamentata carenza dell'azione pubblica nella sfera di sua più diretta pertinenza, dalla tutela dell'ambiente all'istruzione, dalla preparazione professionale all'assistenza e ad altri fondamentali servizi sociali.

Nell'autunno del 1969 la pressione sindacale, dopo essersi esercitata, in occasione delle vertenze contrattuali, sui temi consueti, quali il miglioramento dei salari e la riduzione dell'orario di lavoro, si trasferì, a livello di contrattazione aziendale, su aspetti che investivano da vicino la condizione dei lavoratori all'interno delle fabbriche e, a livello nazionale, su problemi di interesse generale concernenti il miglioramento delle condizioni di vita dei lavoratori al di fuori dell'ambiente di lavoro; i rapporti nelle fabbriche si deteriorarono per la commistione di istanze, e dei conseguenti metodi di lotta, riflettenti stati d'animo che rifuggivano dall'esprimersi in obiettivi costruttivi.

Dalla metà del 1970 diveniva manifesto come l'ondata rivendicativa, che inizialmente poteva apparire del genere di quella prodottasi nel 1962-63, si estendesse alla ricerca di mutamenti profondi nell'ordinamento sociale, talora confusa ma non priva di seduzione. Gli scopi delle rivendicazioni andavano al di là delle modifiche nella distribuzione del reddito e riflettevano l'esigenza di innovazioni radicali. Lo sviluppo si inceppava per gli ostacoli che venivano frapposti all'attività produttiva.

Il superamento della crisi diveniva difficile in quanto appariva legato, sia a livello di impresa, sia a livello di sistema, ad una ricostituzione di rapporti che non poteva essere più un ritorno alla normalità del passato, ma il frutto della ricerca di una nuova normalità, necessariamente laboriosa, perché non chiaramente delineata nei problemi e nelle soluzioni e perché determinante urti non soltanto di interessi, ma di atteggiamenti ideologici.

La struttura delle imprese è stata intaccata sia sotto il profilo economico e finanziario, sia sotto quello organizzativo. La caduta dei profitti, iniziata sul finire del 1969 in termini di unità di prodotto, è stata eccezionalmente grave nel 1971 anche in termini di volume globale; ne sono state colpite, come permette di accertare oggi l'indagine sui bilanci di 423 società dell'industria manifatturiera con patrimonio netto di almeno 1 miliardo di lire, in primo luogo le imprese con partecipazione statale e, fra le

private, quelle di minori dimensioni e quelle molto grandi.

Il calo dei profitti si è ripercosso sugli investimenti delle imprese private in funzione della sua diversa intensità; già nel 1971 le imprese minori, anche per le più difficili condizioni finanziarie, erano costrette a ridurre fortemente l'attività di investimento, mentre le maggiori ne rallentavano il ritmo, che continuava ad essere positivo, cercando soprattutto di adeguare il loro apparato alle necessità imposte dall'aumento dei costi salariali e dai mutamenti intervenuti nei rapporti di lavoro. Indicativa è l'entità raggiunta presso le maggiori imprese dalle eliminazioni di impianti divenuti economicamente obsoleti, il cui valore, espresso in termini contabili, si è raddoppiato nel 1970 e triplicato nel 1971, rispetto ai 100 miliardi relativi al 1969. Un uguale salto non si riscontra nelle industrie con partecipazione statale, in quanto le stesse avevano iniziato a praticare una siffatta politica sin dalla recessione del 1964-65. Nel 1972 il fenomeno sembra essersi manifestato in misura più contenuta, con una diminuzione di circa un quarto nei confronti dell'anno precedente, indicando così una tendenza alla normalizzazione della gestione delle imprese.

Al processo di ristrutturazione dell'apparato produttivo se ne è accompagnato uno analogo in campo finanziario. La ripresa delle emissioni di azioni da parte delle società italiane può essere infatti ricollegata all'esigenza di riequilibrare le strutture patrimoniali, al fine di rimuovere gli ostacoli finanziari alla realizzazione dei programmi di sviluppo.

Nel 1972 gli investimenti dell'intero settore industriale, che nel 1971, secondo i dati definitivi recentemente resi noti, avevano segnato ancora un lieve aumento, sono diminuiti, a prezzi costanti, del 3 per cento. L'azione anticiclica delle industrie con partecipazione statale non è stata sufficiente a compensare per intero la diminuzione degli investimenti riscontrata presso le imprese private, nonostante l'ampiezza del sostegno fornito agli investimenti industriali dagli istituti di credito speciale, i quali, in presenza di una politica monetaria tendente a favorire l'attività di intermediazione, hanno potuto soddisfare in misura cospicua le domande di finanziamento in precedenza inoltrate dalle imprese.

Il diverso comportamento delle imprese nell'attività di investimento ha mostrato i suoi effetti già nel corso del 1972. L'accumulazione di capitale, notevole nelle imprese

con partecipazione statale e ancora di una certa entità in quelle private di maggiori dimensioni, ha favorito aumenti di produttività, sia direttamente, sia indirettamente attraverso un'organizzazione della produzione tendente a risparmiare l'impiego del lavoro.

L'aggiustamento dei livelli di occupazione, che nel 1971 si era manifestato in misura minima, nel 1972 è stato di entità più rilevante; si sono così cumulati gli effetti derivanti dal duplice tentativo delle imprese di migliorare il rendimento produttivo degli impianti e di combinare più razionalmente i fattori della produzione. D'altra parte, ha inciso sul livello della occupazione l'espulsione dal mercato di numerose imprese minori.

Nella prima parte del 1972, la realizzazione seppure parziale degli obiettivi sopra indicati è valsa a contenere l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto. Nella seconda parte dell'anno, una certa ripresa della domanda e la crescita dei prezzi hanno consentito un aumento dei profitti unitari e globali. Sulla base dei dati di contabilità nazionale, si può stimare che il risparmio netto delle imprese si sia ripreso, dopo la caduta dell'anno precedente; l'incremento del 9 per cento nei redditi del settore industriale diversi da quelli da lavoro dipendente avvalorava la stima.

Su questi accenni di miglioramento si sono inseriti rinnovi contrattuali interessanti oltre tre milioni di occupati nell'industria. L'importanza che viene annessa sia ai modi con i quali sono stati discussi i nuovi contratti di lavoro, sia al loro contenuto, appare giustificata se si considera che essi operano in una realtà salariale che, nell'ultimo decennio, si è progressivamente avvicinata a quella media europea, allineandosi quasi con essa per quanto concerne il costo del lavoro. Questo, mentre nel 1960 era nell'industria manifatturiera italiana inferiore di oltre un quarto rispetto alla media degli altri paesi, Regno Unito incluso, si avvicinò notevolmente ad essa nel 1970. Il divario si era infatti ridotto al 6 per cento, dato medio derivante da situazioni settoriali assai diverse: a quell'epoca erano ancora sensibilmente al disotto della media europea i costi dell'industria calzaturiera e dell'abbigliamento; ne uguagliavano il livello quelli dei settori dei mezzi di trasporto e degli alimentari, mentre lo superavano quelli della metallurgia.

In questa luce devono essere valutati gli aumenti che derivano dai rinnovi

recentemente conclusi. Il contratto per l'industria chimica ha comportato aumenti immediati del 14 per cento in termini di salario contrattuale, come può desumersi dagli indici ufficiali, e del 18 per cento in termini di costo del lavoro per l'intero triennio di validità del contratto, secondo stime necessariamente approssimative per la difficoltà di calcolare l'incidenza economica di alcune voci; aumenti che sono inferiori, anche se molto vicini, a quelli del contratto del 1969, ma che non possono essere considerati meno gravi in termini di riflessi sulla competitività dei prodotti, per i motivi in precedenza esposti. Uguali considerazioni valgono per il contratto dell'industria metalmeccanica anche se, data la più recente conclusione, non si conoscono ancora gli effetti sugli indici dei salari contrattuali.

Indubbiamente, dai modi con i quali si sono svolte le trattative e le stesse astensioni dal lavoro sono emerse, rispetto al 1969, una maggiore capacità rappresentativa delle organizzazioni sindacali e, in ambedue le parti in causa, una responsabile presa di coscienza dei problemi attinenti il complesso della realtà aziendale; ciò costituisce motivo di affidamento nella ricerca di una normalità dell'attività produttiva. Il limitato rilievo che le pattuizioni riguardanti l'organizzazione del lavoro nella fabbrica hanno avuto nei nuovi contratti e il loro rinvio alla contrattazione articolata costituiscono però, per la programmazione dell'attività produttiva e soprattutto di quella d'investimento, un elemento di incertezza, mitigato dal contenuto di alcune dichiarazioni dei rappresentanti dei sindacati. Una gestione dei nuovi contratti informata al coordinamento della contrattazione aziendale con gli obiettivi di natura sociale può infatti essere attuata soltanto attraverso una continua collaborazione fra le centrali sindacali e i consigli di fabbrica, la cui pienezza di rappresentatività nell'ambito aziendale non contrasta con la necessità di coordinare le singole istanze, nel quadro dei problemi interessanti l'intero mondo del lavoro.

Un complesso di nuovi oneri è così ricaduto su imprese che avevano cominciato a riacquistare un soddisfacente grado di equilibrio interno, frapponendo ostacoli al consolidamento dei cenni di ripresa manifestatisi negli ultimi mesi dell'anno e, soprattutto, al rilancio degli investimenti avviatosi in conseguenza della tendenza al riassorbimento della capacità disponibile degli impianti e del miglioramento dei profitti. Un aggravamento di quegli oneri contrasterebbe con le conclusioni di dibattiti

succedutisi negli ultimi tempi, dalle quali è dato trarre indicazioni di una convergenza di economisti e di politici da posizioni diverse: sul riconoscimento del mercato nella sua funzione di sintesi dei rapporti fra la domanda e l'offerta e di rivelatore di efficienti combinazioni dei fattori produttivi, in un contesto istituzionale capace di contenere le tendenze oligopolistiche; sulla identificazione della impresa quale fatto organizzativo conformato al principio della economicità della gestione e rispondente alle esigenze di specializzazione e di decentramento decisionale imposte anche dai moderni processi produttivi; e sulla necessità di non estendere ulteriormente l'area pubblica.

Queste ammissioni richiedono comportamenti coerenti, non solo in sede di rapporti sindacali. Non si tratta soltanto di escogitare nuovi modi di produrre, ma soprattutto di stabilire verso quali beni e servizi orientare la produzione: la composizione della domanda è la scelta fondamentale che può essere lasciata alle forze del mercato, alla condizione che esse siano orientate dall'intervento dell'autorità politica verso obiettivi che incontrino il consenso dei cittadini. Se il profitto venisse considerato obiettivo finale, si provocherebbe una distorsione dell'attività produttiva, attraverso il condizionamento che la struttura dell'offerta esercita su quella della domanda; ne potrebbero derivare costi in termini di spreco delle risorse e di degradazione dell'ambiente fisico e sociale. Il concetto stesso di efficienza economica diverrebbe incerto, se non si riuscisse a garantire l'autonomia dei fini dell'attività produttiva rispetto all'attività medesima. L'efficienza dell'intero sistema, infatti, è data dalla sua capacità di soddisfare fini che, in quanto rilevanti per la società nel suo complesso, trascendono quelli immediati delle singole unità produttive.

Una qualificazione della domanda globale che conduca al soddisfacimento di quei bisogni della cui priorità la collettività prende di giorno in giorno consapevolezza è elemento essenziale, affinché si possa giungere a un nuovo equilibrio negli stessi rapporti all'interno dell'impresa.

Si è affermato che il costo del lavoro ha quasi raggiunto nelle nostre industrie il livello dei paesi a noi più vicini; ma dallo stesso confronto risulta che i salari restano a livelli ancora inferiori, la differenza essendo rappresentata prevalentemente dalla più grave incidenza sulle nostre industrie degli oneri sociali. Questi ultimi, nel 1969, costituivano il 29 per cento del costo complessivo del lavoro nell'industria

manifatturiera italiana, contro il 20 per cento in media negli altri paesi della Comunità, Regno Unito incluso. È questo un esempio dei nessi reciproci che legano la congiuntura e le riforme, la cui contrapposizione, spesso evocata, pone per lo più falsi dilemmi, come accade, più in generale, per la contrapposizione tra problemi di breve e problemi di lungo periodo, a meno che non si intenda fare riferimento alla insufficienza di mezzi per la soluzione contemporanea e globale dei problemi stessi e, quindi, alla necessità di scelte.

Un esempio perspicuo è offerto dal problema della occupazione. Il basso tasso di attività della popolazione adulta e la progressiva diminuzione di esso attestano l'esistenza di un'ampia riserva di manodopera, in aggiunta a quella costituita dai disoccupati, che si astiene dal presentarsi sul mercato del lavoro quando le occasioni di impiego sono scarse.

Come il ghiaccio di un vaso montano rappresenta una potenziale fonte energetica, che diviene utilizzabile solo mano a mano che il calore lo fonde, così quella riserva di manodopera diviene attuale solo allorché un'elevata domanda ne incoraggi l'immissione fra le forze di lavoro e, attraverso l'impiego, ne arricchisca la qualificazione.

La regolazione della congiuntura diretta a ottenere un andamento produttivo sostenuto e continuo rappresenta il modo per progredire verso la soluzione dei problemi della disoccupazione e della sottoccupazione. Accensioni brusche dell'attività produttiva incontrano limiti nella scarsità di manodopera sul momento disponibile e possono provocare, come attestano esperienze del recente passato, il contraddittorio coesistere degli inconvenienti propri del pieno impiego con quelli della sottoutilizzazione del lavoro.

Lo sviluppo del paese necessita di un nucleo centrale produttivo, spinto dalla concorrenza internazionale a mantenersi all'avanguardia nel campo dell'efficienza, che svolga un'azione di stimolo nei confronti dell'intero sistema e che dia il proprio determinante contributo all'equilibrio dei conti con l'estero.

Ma questo non significa che la composizione della domanda non possa, e non debba anzi, essere indirizzata verso il soddisfacimento delle esigenze che la collettività

ritiene prioritarie e che sono state ripetutamente indicate nei documenti della programmazione. Se attraverso l'azione degli organi della programmazione nei confronti del sistema produttivo, pubblico e privato, si devono orientare gli investimenti delle imprese, il soddisfacimento delle esigenze più specificamente sociali è compito della spesa pubblica. Nella situazione presente, non si può fare a meno di prendere atto dell'incapacità del settore pubblico di effettuare nell'immediato futuro un'adeguata politica di investimenti sociali, ma questa grave limitazione non può essere accettata nel medio periodo.

L'esperienza degli ultimi anni ha mostrato l'incapacità di espandere nella misura ritenuta necessaria gli investimenti diretti della pubblica amministrazione. Il peso dei relativi pagamenti, rispetto al complesso della spesa pubblica, è notevolmente diminuito: dal 10,5 per cento in media negli anni cinquanta, al 7,8 nel decennio successivo, ed al 6,4 negli anni più recenti.

Questo andamento degli investimenti ha notevolmente condizionato l'espansione dell'offerta di beni e servizi pubblici e ha quindi in larga misura concorso a determinare le attuali difficoltà sociali ed economiche; ciò è avvenuto nonostante che lo sviluppo degli investimenti pubblici abbia assunto particolare rilevanza nei programmi governativi degli ultimi anni.

I PROBLEMI ATTUALI

L'ampiezza della trattazione dedicata alle trasformazioni della nostra economia e agli eventi monetari interni e internazionali accaduti nel passato recente non ci distoglie dall'assolvere l'obbligo di esporre le nostre convinzioni intorno ai problemi attuali, e alle loro possibili soluzioni, rientranti più direttamente nelle responsabilità dell'Istituto di emissione, alla luce dei profondi mutamenti intervenuti nella congiuntura monetaria internazionale. Al centro di questi problemi si colloca l'inflazione. Le economie dei paesi industriali e di quelli produttori di materie prime sono state investite da una tempesta inflazionistica senza precedenti negli ultimi venticinque anni. Nel secondo semestre del 1972, si era manifestata una notevole accelerazione dei prezzi ingrosso, soprattutto nei settori delle materie prime industriali e delle derrate alimentari;

fra giugno e dicembre, l'indice generale era salito a un tasso annuo che andava dal 6,4 per cento nella Germania federale al 13,8 in Francia. A causa del diffondersi delle tensioni al settore dei manufatti, nel primo trimestre dell'anno in corso l'aumento di quell'indice ha raggiunto livelli eccezionali: 22 per cento circa in ragione d'anno negli Stati Uniti, 14 nella Germania federale. L'afflusso di fondi esterni ha indebolito la capacità degli istituti di emissione di governare la quantità di moneta; in altri casi, il finanziamento del disavanzo del settore pubblico ha prodotto analogo effetto.

La soppressione della convertibilità del dollaro, alla quale fu dato principio nel marzo 1968 e compimento nell'agosto 1971, si è associata con l'ampliamento dei fondi in questa moneta posseduti dal settore pubblico e dal settore privato, depositati negli Stati Uniti e fuori di essi. Una convertibilità di fatto del dollaro in oro nei confronti dei privati non residenti negli Stati Uniti fu mantenuta fino al 1968, mediante la ripartizione dell'onere fra i paesi partecipanti al cosiddetto *pool* dell'oro. Sul finire del 1967 e sul principio del 1968 apparve che il mantenimento di quella convertibilità sulla base del prezzo ufficiale di 35 dollari l'oncia avrebbe provocato il deflusso della totalità delle riserve auree verso i privati; dichiarammo senza reticenze che da parte nostra le cessioni di oro al mercato nascenti dagli obblighi assunti verso il *pool* sarebbero state compensate con equivalenti acquisti dal Tesoro degli Stati Uniti. Nel marzo la difesa del prezzo di 35 dollari l'oncia nel mercato libero fu abbandonata. Il dollaro continuò ad essere convertibile nei confronti delle banche centrali; ma nell'agosto del 1971 anche tale convertibilità fu soppressa.

L'indebitamento esterno degli Stati Uniti derivante da movimenti monetari saliva da 38 miliardi di dollari alla fine del 1968 a 83 alla fine del 1972. I dollari creati attraverso tale indebitamento affluivano quasi totalmente alle banche centrali: la valuta americana detenuta nelle riserve aumentava da 17 a 62 miliardi, concentrandosi presso le banche centrali della Germania federale, del Giappone, della Francia, del Benelux, della Svizzera. Nello stesso periodo, le dimensioni del mercato dell'eurodollaro aumentavano in uguale misura: le attività e le passività in quella valuta delle banche commerciali di otto paesi europei passavano rispettivamente da 27 a 97 miliardi e da 30 a 98. Contemporaneamente si dilatava il mercato delle altre eurovalute costituito essenzialmente da marchi tedeschi e franchi svizzeri, pressoché inesistente alla fine del

1968. Escluse le attività e le passività verso residenti negli Stati Uniti, nel dicembre del 1972 le banche commerciali degli otto paesi amministravano un volume di disponibilità extraterritoriali dell'ordine di 120 miliardi di dollari.

L'attuale assetto del sistema monetario internazionale è caratterizzato dalla soppressione dell'obbligo di intervento in difesa della parità da parte degli Stati Uniti, del Canada, del Giappone, della Svizzera, del Regno Unito, dell'Italia, dell'Irlanda; i restanti paesi della Comunità, la Svezia e la Norvegia difendono le parità reciproche, ma non quelle con il dollaro degli Stati Uniti. Nonostante le predicazioni sulla opportunità di limitare gli effetti moltiplicativi nascenti dal deposito di monete di riserva in paesi diversi da quelli che le emettono e dalla differenziazione delle stesse, in periodo recente quest'ultimo fenomeno ha avuto luogo in misura considerevole, soprattutto in direzione del marco.

Nessuno dei paesi produttori di petrolio deposita dollari negli Stati Uniti e tutti hanno effettuato conversioni di dollari in altre valute. In questa situazione, il regime della fluttuazione oppone un freno ad ulteriori accumulazioni di valute di riserva e a conversioni dell'una nell'altra ed agisce come fattore di stabilizzazione del sistema. La prova di collaudo alla quale esso è stato sottoposto sembra essere soddisfacente. Altri paesi conducono una politica diretta a sollecitare l'impiego di quote delle riserve eccedentarie in acquisti di materie prime ed in questo modo contribuiscono a spingerne verso l'alto i prezzi. I mercati finanziari soffrono per gli spostamenti di disponibilità liquide in cerca di impieghi convenienti. Spesso le azioni vengono acquistate sulla base di prezzi che non hanno riferimento con le condizioni patrimoniali ed economiche delle imprese. La forza di attrazione dell'oro aumenta.

Il funzionamento del sistema monetario internazionale soffre per il coesistere di un eccesso di liquidità e di crescenti ostacoli all'impiego della stessa. L'ampliarsi della divergenza fra il prezzo ufficiale dell'oro e i corsi di mercato ha indotto gli stati detentori del metallo a considerarlo come una componente congelata delle loro riserve; avvertimmo di ciò i nostri soci europei nel giugno scorso e dopo sei mesi di trattative ottenemmo che essi concorressero nel definire soluzioni atte a consentire un disgelo dell'oro nei regolamenti intracomunitari. L'oro invero può essere impiegato in questi regolamenti, mediante operazioni che saranno liquidate quando ne sarà stato fissato un

nuovo prezzo ufficiale o sarà stata ripristinata la facoltà di accesso delle banche centrali al libero mercato e il prezzo ufficiale o i corsi di mercato verranno giudicati accettabili. L'impiego dei dollari urta contro difficoltà, in quanto qualcuno fra i paesi creditori oppone resistenza al loro accoglimento nelle proprie riserve. Nell'ambito comunitario infine i crediti amministrati dal Fondo europeo di cooperazione monetaria sono di entità irrisoria. Alla luce di queste constatazioni, conviene affrontare il problema della collocazione dell'oro nel sistema monetario internazionale abbandonando ogni sorta di guerra di religione.

In diverse circostanze ho manifestato perplessità intorno alla possibilità di ricostituire un sistema monetario internazionale fondato sul principio della universalità; ossia un sistema nel quale l'obbligo di regolare debiti e crediti fra stati mediante strumenti di riserva disponibili in quantità limitata costringerebbe tutti indistintamente a rispettare il vincolo della bilancia dei pagamenti. Mi riusciva e mi riesce ancora oggi difficile immaginare un sistema nel quale il processo di aggiustamento si compia negli stessi modi, in paesi grandi e in paesi piccoli, sviluppati e in corso di sviluppo; lungo lo spettro che muove da un'unica moneta valida per il mondo a singole monete valide per ciascuna provincia o comune, si collocano le singole aree economiche entro le quali si realizza un grado di integrazione superiore a quello possibile con le aree esterne. Dalla constatazione del costituirsi di aree monetarie composte da stati legati, gli uni agli altri, da rapporti di cambio fissi e, con le altre aree, da rapporti di cambio suscettibili di fluttuare, alcuni traggono la conclusione della superfluità delle riserve. Altri credono che la funzione delle riserve potrebbe essere quella di controllare le possibili fluttuazioni delle relazioni di cambio fra le aree, affinché rispecchino l'andamento di medio periodo delle bilance dei pagamenti di base.

Se fra i paesi partecipanti all'integrazione sussistono differenze nella propensione all'inflazione e andamenti divergenti della congiuntura, si determinano avanzi e disavanzi nelle bilance dei pagamenti. Se si accorda priorità all'obiettivo dell'integrazione, il processo di aggiustamento deve compiersi senza il ricorso alla variazione del cambio. Ma occorre secondare il processo d'integrazione mediante una disponibilità di crediti di entità adeguata, amministrati da un'organizzazione regionale, e muovere verso il conferimento delle riserve alla stessa organizzazione. La costituzione

di fondi di cooperazione monetaria in ambito regionale, muniti del potere di creare unità monetarie accettate dagli stati membri in regolamento di avanzi e disavanzi delle bilance dei pagamenti, appare una soluzione possibile nel nuovo assetto monetario internazionale. Le unità monetarie anzidette avrebbero natura simile a quella dei diritti speciali di prelievo; la loro creazione sarebbe meno esposta al sospetto di essere influenzata da esigenze contingenti di un'economia dominante. I rapporti fra aree monetarie potrebbero avvantaggiarsi della concessione di crediti reciproci, adattati di volta in volta, per mutuo consenso, alle esigenze di difendere le relazioni di cambio desiderate. In questo modo verrebbe limitato il fabbisogno di riserve sia in oro, sia in diritti speciali di prelievo.

Un sistema monetario internazionale policentrico non produce necessariamente la conseguenza di incrinare la coesione fra le unità che lo compongono. Quanto più i processi di aggiustamento fra grandi aree possono avvalersi della flessibilità del cambio, tanto più occorre che si osservino regole che garantiscano un ordinato svolgimento degli scambi e dei pagamenti. Il funzionamento di un simile sistema richiede una consultazione istituzionalizzata al livello di stati e di loro raggruppamenti. Il Fondo monetario internazionale rappresenta l'organizzazione appropriata ed è in quella sede che la consultazione dovrebbe svolgersi. Conviene aggiungere che quanto più, attraverso la flessibilità, si porranno in essere relazioni di cambio credibili fra le monete delle grandi aree, tanto meno esse saranno esposte agli urti destabilizzanti di movimenti di fondi trasferiti da una piazza all'altra in attesa di mutamenti di parità.

Quando si istituirono i diritti speciali di prelievo, si immaginò che la loro creazione sarebbe stata graduata secondo le necessità di liquidità del sistema monetario internazionale; la loro attivazione sarebbe dovuta avvenire quando il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti avesse cessato di alimentare la liquidità del sistema. Né in quel tempo si credeva che i diritti speciali di prelievo sarebbero stati la sola componente dell'aumento delle riserve; un certo quantitativo di oro avrebbe potuto continuare ad affluire ma, si supponeva, in quantità insufficiente alle necessità. Nonostante i disavanzi mediante i quali quantità imponenti di dollari sono affluite al sistema monetario internazionale, i diritti speciali di prelievo creati sono stati circa 10 miliardi; la rigidità delle procedure ha impedito l'adattamento delle quantità al mutare

delle contingenze. L'oro di nuova produzione è stato assorbito dal mercato a prezzi crescenti.

Una soluzione del problema del ripristino della circolazione dell'oro all'interno del sistema monetario internazionale potrebbe essere quella di aumentare congruamente il prezzo ufficiale. La conseguente concentrazione nel tempo della creazione di una quantità ingente di liquidità potrebbe essere contrastata stabilendosi che, in caso di interventi di banche centrali in difesa del livello del cambio, l'oro non possa essere ceduto da una banca centrale a un'altra banca centrale, ma debba essere ceduto nel libero mercato fino al limite del maggior valore creatosi in seguito alla rivalutazione, quando il prezzo di mercato superi quello ufficiale. Si svilupperebbe un effetto di annullamento della liquidità così creata. Il paese in disavanzo riacquisterebbe la propria moneta detenuta da non residenti ovvero acquisterebbe la moneta del creditore mediante cessioni di oro nel libero mercato. La restante quota dell'oro posseduto dalle banche centrali potrebbe circolare tra le medesime, o essere trasferita al Fondo monetario internazionale in cambio di diritti speciali di prelievo, o essere ceduta al mercato. Il Fondo potrebbe effettuare cessioni di quote dell'oro posseduto al libero mercato, allo scopo di procurarsi le valute delle quali abbisognasse per le sue operazioni. L'accordo di Washington del marzo 1968 dovrebbe essere abrogato. L'oro di nuova produzione dovrebbe affluire al libero mercato.

Se si respingesse la soluzione dell'aumento del prezzo ufficiale dell'oro, un'alternativa potrebbe essere quella della soppressione della nozione stessa di prezzo ufficiale. In questo caso, le banche centrali potrebbero scambiare il metallo fra di loro sulla base di un prezzo concordato e cederlo e acquistarlo nel libero mercato. Il diritto speciale di prelievo cesserebbe di essere espresso in termini di peso d'oro; diverrebbe l'unità astratta in base alla quale si definirebbero i rapporti tra le monete nazionali. Il sistema monetario internazionale passerebbe dalla moneta materiale a quella immateriale, sostenuta esclusivamente dalla saggezza degli uomini. Il prezzo dell'oro nelle cessioni tra banche centrali potrebbe essere determinato o sulla base dei prezzi di mercato, o periodicamente in relazione all'andamento medio ponderato dei prezzi delle merci e dei servizi oggetto di scambi internazionali, secondo decisioni di organizzazioni internazionali. Fra i due strumenti, oro e diritti speciali di prelievo, si realizzerebbe in

tal modo una distribuzione di funzioni rispondente a due esigenze distinte ed ugualmente sentite: quella di mettere a disposizione delle singole collettività nazionali un mezzo di conservazione dei valori, ossia essenzialmente del loro potere d'acquisto sull'estero, e l'altra di mettere a disposizione della collettività internazionale un numerario del sistema, nel quale esprimere le parità delle singole monete.

La facoltà delle banche centrali di cedere al mercato quote dell'oro posseduto integrerebbe gli effetti ottenibili con le più volte invocate operazioni di mercato aperto sul mercato dell'eurodollaro. Il ripristino della circolazione dell'oro all'interno del sistema monetario internazionale offrirebbe una possibilità addizionale di avvicinare la composizione delle riserve a quella desiderata e, quindi, attenuerebbe la instabilità del sistema.

Le soluzioni in precedenza accennate per impiegare l'oro nei regolamenti intracomunitari non risolvono le difficoltà nelle quali si dibattono paesi, come il nostro, i quali abbiano un'alta componente aurea nelle proprie riserve. Dal momento che si diffonde l'aspettativa che l'oro possa essere ceduto ad un prezzo aumentato rispetto all'attuale prezzo ufficiale, questi paesi sono posti nella impossibilità di trarre vantaggio da quell'aumento proprio quando essi incorrano in disavanzi di bilancia dei pagamenti. Nell'attesa di una soluzione generale del problema del prezzo dell'oro, se ne potrebbe considerare una parziale applicabile nei regolamenti intracomunitari. La creazione di unità monetarie da parte del Fondo europeo di cooperazione e la loro assegnazione ai paesi membri produrrebbero effetti accrescitivi della liquidità, non diversamente da un aumento del prezzo dell'oro nei regolamenti intracomunitari, ma sarebbero più rispondenti alla logica dell'unione economica e monetaria. Se nulla si facesse, noi crediamo che il nostro paese dovrebbe essere assai prudente nell'assumere i vincoli nascenti dall'osservanza degli obblighi di restrizione dei margini di oscillazione fra le monete comunitarie.

Non è comunque sufficiente il ripristino di quegli obblighi per ricongiungere la nostra economia a quella degli altri paesi europei. Occorre rimuovere le principali cause che hanno impedito il convergere verso posizioni comuni.

Carenze da parte nostra, dei nostri soci e delle organizzazioni comunitarie hanno opposto ostacoli al progredire dell'unificazione. Poco è stato fatto sul piano delle

istituzioni; quanto all'eterogeneità delle strutture e delle dinamiche delle economie, l'esperienza ha confermato che la rimozione degli impedimenti al commercio, da sola, non mette in atto un autonomo processo di avvicinamento. La libera circolazione delle merci e dei servizi non assicura la formazione di livelli uniformi di remunerazione dei fattori all'interno di un'area di libero scambio. L'ulteriore condizione di piena mobilità dei fattori produttivi può contribuire al raggiungimento di questo obiettivo; ma affidare alla mobilità del lavoro il compito preminente di avvicinare le strutture delle economie comporterebbe sia una caduta del saggio di sviluppo dell'economia che cede forze di lavoro, sia costi umani che nessun paese potrebbe accettare senza riserve.

Il sostanziale insuccesso dei progetti di unificazione monetaria fondati sull'imposizione di vincoli formali è in definitiva da ricondurre all'aver ignorato la eterogeneità delle strutture. Da parte nostra sono stati richiesti concorsi finanziari agli organi della Comunità per promuovere l'adattamento delle strutture produttive; ma l'insistenza con la quale abbiamo invocato quei concorsi è stata pari alla nostra incapacità di utilizzare quelli offerti.

Omogeneità di strutture, infine, non significa ancora armonia di evoluzione. Se le tendenze di più lungo periodo dei costi e dei prezzi sono significativamente difformi nei singoli paesi della Comunità, in regime di rapporti di cambio rigidamente fissi, il mantenimento dell'equilibrio delle partite correnti della bilancia dei pagamenti produce, nei paesi con più elevati tassi di inflazione, minor successo nel conseguire uno sviluppo del reddito prossimo a quello potenziale. Anche non volendo considerare l'equilibrio delle partite correnti come un vincolo, se il tasso di rendimento degli investimenti non è uguale nei singoli paesi, i costi dell'unione sono maggiori per quelli nei quali minore è la capacità di attrarre gli investimenti produttivi dell'area, in quanto ciò si risolve in un più basso sviluppo del loro reddito.

Conviene quindi che il nostro contributo al processo di integrazione non si esprima nell'accettazione rassegnata del metodo secondo il quale il compimento dell'unificazione sarebbe affidato all'imposizione di vincoli su particolari variabili-simbolo, quali il tasso di creazione della moneta e i rapporti che legano le monete europee fra di loro. Il nostro apporto deve essere libero dal timore che la critica dei metodi seguiti esponga all'accusa di antieuropeismo. Non hanno temuto quell'accusa i

parlamentari che in sede comunitaria hanno respinto i progetti di riassetto dei prezzi agricoli proposti dalla Commissione e hanno contestato il principio, al quale questi si ispirano, della esistenza di un'unità di conto europea nella quale si regolerebbero gli scambi dei prodotti dell'agricoltura. Gli ideatori di quella soluzione crederono che essa, amplificando gli effetti sui prezzi interni di rivalutazioni e svalutazioni, bandisse per sempre i mutamenti di parità; ma, ciò non essendo accaduto, conviene chiedersi se il rispetto di una finzione non susciti tensioni per effetto delle quali soffre il processo integrativo.

Un modo più razionale di affrontare i problemi dell'unificazione è quello di procedere al confronto e al coordinamento dei programmi dei flussi reali di medio periodo, nei quali la variabile strategica è il volume degli investimenti, al fine di garantire la coerenza dei saldi delle partite correnti e di quelli dei movimenti di capitali intracomunitari: questa procedura può condurre a revisioni parziali degli obiettivi di sviluppo del reddito e degli investimenti di ciascun paese. Quando invece l'incompatibilità degli obiettivi non sia resa esplicita ex ante, l'aggiustamento è necessariamente affidato al gioco delle forze di mercato e ad interventi di politica economica non coordinati. È probabile, in questo caso, che tutto il peso per rendere compatibili gli obiettivi sia sopportato da un gruppo di paesi, mentre un altro gruppo non modifichi i propri.

Concorrere ad allargare il dibattito sulle materie accennate risponde alla convinzione che esso non sarà stato inconcludente, se avrà contribuito a diffondere la certezza che la scelta europea è irrevocabile, non soltanto perché deriva dagli impegni assunti, ma soprattutto perché risponde ad una diffusa aspirazione della comunità nazionale. Nel Risorgimento l'ideale europeo si è intrecciato intimamente con il moto di conquista dell'unità nazionale, così che i due motivi non sono sentiti come contrastanti, ma quali momenti di un unico processo tendente all'affermazione di una comunità culturalmente omogenea. Le vicende dei decenni più recenti hanno dato a quella che nel secolo scorso poteva apparire una visione utopistica un contenuto di urgenza, così che il raggiungimento dell'unificazione europea è considerato un evento indispensabile per la sopravvivenza stessa dei valori ai quali si ispirano gli ideali nazionali.

Nel periodo compreso fra il 1° giugno 1972 e il 13 febbraio 1973, giorno nel

quale, in concomitanza con l'annuncio della svalutazione del dollaro, fu deciso di lasciare fluttuare la lira, l'osservanza degli obblighi di restrizione dei margini di oscillazione fra le monete comunitarie costrinse la Banca d'Italia ad intervenire sul mercato dei cambi in sostegno della lira, mediante cessioni di valuta per un importo di 2.824 miliardi di lire; se ad esse si aggiungono quelle effettuate dall'Ufficio italiano dei cambi per operazioni proprie, il totale sale a 3.024 miliardi. Questi interventi rappresentano il 78 per cento della posizione verso l'estero della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi in essere all'inizio del periodo; in assenza di prestiti a scopo compensativo e supponendo un utilizzo prioritario delle valute convertibili, queste ultime sarebbero state completamente annientate e l'oro, incluse le riserve ad esso assimilabili, si sarebbe ridotto da 2.208 miliardi a 764. Ciò non è accaduto, grazie ad un complesso di operazioni non ripetibili: estinzione di *swaps* dell'Ufficio italiano dei cambi con le banche per dollari a ricevere, pari a 870 miliardi; accensione di *swaps* per dollari a consegnare, pari a 544 miliardi; prestiti compensativi, pari a 939 miliardi. Nonostante le operazioni menzionate, la posizione netta sull'estero della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi ha presentato una variazione negativa di 671 miliardi e l'indebitamento netto delle banche verso l'estero, depurato delle operazioni connesse con prestiti compensativi, è aumentato di 145 miliardi.

La posizione sull'estero della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi, calcolata sulla base del prezzo dell'oro di 42,22 dollari l'oncia e delle nuove relazioni di cambio, ammontava il 13 febbraio a 3.454 miliardi; il 30 aprile, a 3.501 miliardi. Dal 15 febbraio al 30 aprile l'indebitamento delle aziende di credito, depurato delle citate operazioni, si è accresciuto di 322 miliardi. Nello stesso periodo il ricorso a prestiti compensativi è stato praticamente nullo; si sono avute invece alcune operazioni di consolidamento, in seguito alle quali le scadenze dei debiti sono ora comprese tra il 1976 e il 1980.

Successivamente al 13 febbraio, la politica di intervento sul mercato dei cambi si è ispirata, in linea di principio, all'esigenza di evitare, per quanto possibile, bruschi sussulti nella formazione delle quotazioni e di destinare l'eventuale introito di valuta al rimborso degli *swaps* accesi con le banche e dei prestiti compensativi. In linea di fatto, introiti sono avvenuti soltanto nella seconda parte di febbraio; essi, di ammontare non

rilevante, sono stati in gran parte destinati all'estinzione di *swaps*. Nei mesi successivi invece, si è dovuto saltuariamente intervenire in vendita, per evitare un eccessivo deprezzamento della lira; le cessioni di valuta non hanno tuttavia inciso sul volume delle riserve, dato l'afflusso, in aprile e in maggio, del ricavo di prestiti assunti dall'ICIPU e dall'IMI.

L'esame dei dati di bilancia dei pagamenti mostra che nel 1972 sono stati i movimenti di capitali, in particolare quelli connessi con il diverso impiego dei termini di pagamento degli scambi di merci, che hanno condotto alla formazione di un saldo negativo; il deflusso netto di fondi è stato infatti di 1.345 miliardi di lire, contro 374 nel 1971. Anche le partite correnti si sono deteriorate, sia pure per un importo modesto: tra il 1971 e il 1972, il relativo avanzo è infatti sceso da 981 a 844 miliardi; su questo risultato hanno influito fattori eccezionali, quali le consistenti importazioni di oro, per di più a prezzi crescenti, dell'ultimo quadrimestre e le distorsioni, già ricordate, prodottesi nei flussi relativi al turismo e alle rimesse degli emigrati.

Nei primi mesi del 1973, escluso il mese di marzo i cui risultati sono alterati dallo sciopero delle dogane, si è assistito ad un cospicuo aumento delle importazioni e ad un notevole rallentamento delle esportazioni. Le prime si muovono celermente, in connessione con la ripresa dell'attività produttiva e con la formazione di scorte; il loro valore è ulteriormente dilatato dall'aumento dei prezzi internazionali e dall'effetto del deprezzamento della lira. Sul rallentamento delle seconde hanno influito le carenze nell'offerta di prodotti metalmeccanici, per le prolungate astensioni dal lavoro. Nel complesso, la bilancia dei pagamenti ha presentato nel primo quadrimestre un saldo globale passivo di circa 550 miliardi di lire, formatosi per i due terzi nel solo mese di gennaio quando si ebbero, in particolare, acquisti di titoli esteri per un cospicuo importo complessivo, ripartito fra un elevato numero di compratori.

Sulla base dei rapporti di cambio stabilitisi di fatto nelle prime tre settimane di maggio fra la lira, le monete comunitarie e il dollaro, il tasso di svalutazione medio ponderato, rispetto alle quotazioni del 9 febbraio, risulta dell'8,50 per cento, se riferito alle importazioni, e del 9,70, se riferito alle esportazioni. Queste relazioni hanno consentito lo svolgersi del processo di trasferimento dei costi sui prezzi dei manufatti, senza menomare le nostre condizioni competitive.

Abbiamo affermato che la politica seguita dalle autorità monetarie nel corso del 1972 si è ispirata alla esigenza di evitare che il vincolo della bilancia dei pagamenti impedisse la continuazione di una condotta volta essenzialmente a stimolare la ripresa dell'attività produttiva. D'altra parte l'origine stessa degli aumenti dei prezzi sembrava escludere che risultati soddisfacenti potessero essere conseguiti attraverso la manovra delle grandezze monetarie. Nel gennaio di quest'anno tale interpretazione è stata accettata: istituitosi il doppio mercato dei cambi, si decise che lo Stato avrebbe assunto a proprio carico quote di oneri sociali gravanti sulle imprese. Il costo del lavoro aveva raggiunto, e in alcuni casi superato, il livello dei paesi della Comunità, mentre i salari risultavano ancora inferiori, la differenza essendo rappresentata dagli oneri sociali gravanti sulle imprese. Il trasferimento di una quota di essi allo Stato avrebbe promosso l'avanzamento verso strutture più omogenee con quelle del resto dei paesi europei.

Il provvedimento descritto sarebbe stato efficace, nel senso della conciliazione tra la ripresa produttiva e il contenimento delle spinte inflazionistiche, se la sua attuazione fosse stata immediata, concentrata nel settore dell'industria manifatturiera e collegata con il controllo dei prezzi dei prodotti delle maggiori industrie; ma essendo volto alla generalità delle imprese e non a questa o a quella fra esse, non si sono mossi gli oligopoli di potere per sollecitarne l'approvazione. Ancora una volta è apparso che la politica economica seguita nel nostro paese preferisce mantenere una condizione generalizzata di sofferenza per il sistema produttivo, promovendo di tempo in tempo interventi misericordiosi, atti a conquistare gratitudine alle arciconfraternite che li compiono. Ogni sorta di scrupolo trattiene, quando sono invocati provvedimenti destinati alla generalità; ma gli scrupoli cadono, quando in loro vece si propongono aumenti di fondi di dotazione di enti. Resta intatta la predilezione antica per «le leggi tiranniche» che «sono molti laccioli che ad uno o a pochi sono utili».

In concomitanza con l'attenuarsi della costrizione esterna operante attraverso la bilancia dei pagamenti, si è delineata un'azione concertata a livello internazionale e comunitario, per rafforzare le politiche antinflazionistiche perseguite. I paesi membri dell'OCSE hanno assunto l'impegno di coordinare le rispettive politiche fiscali e monetarie, nell'intento di contribuire alla repressione dei fenomeni inflazionistici; in special modo i paesi della Comunità hanno stabilito limiti entro i quali dovrebbe essere

contenuta la creazione di disponibilità monetarie. Nella generalità dei paesi quei limiti sono stati superati.

Nell'anno 1972 l'aumento della massa monetaria nel Regno Unito è stato del 25 per cento, contro un aumento di circa l'11 del reddito a valori correnti, di cui circa il 7 dovuto ad incremento dei prezzi. Il tasso di aumento minimo dei mezzi di pagamento si è riscontrato nei Paesi Bassi, dove è stato del 12 per cento, contro un aumento del reddito a valori correnti del 14, di cui il 10 dovuto al rialzo dei prezzi. Per gli altri paesi gli aumenti si sono situati su tassi intermedi, ma in ogni caso superiori a quelli dell'incremento del reddito a valori correnti; per l'Italia l'incremento è stato del 18,6 per cento, contro l'aumento del reddito del 9,3 e dei prezzi del 5,9.

Gli obiettivi che gli organi comunitari si proponevano non sono stati conseguiti. D'altra parte, una restrizione monetaria tenderebbe a riflettersi con immediatezza soprattutto sulla produzione; nei paesi della Comunità infatti, la componente dell'inflazione connessa ad aumenti dei costi è preponderante rispetto a quella derivante da aumento della domanda. Si aggiunga che la massa monetaria costituisce solo una delle contropartite del credito; ad un uguale aumento dei mezzi di pagamento possono corrispondere variazioni del volume del credito complessivo sensibilmente diverse; è soprattutto a quest'ultima variabile che occorre porre attenzione, ove si desideri correggere, nel periodo breve, il volume della domanda globale; anche per essa il tasso di sviluppo, nella maggior parte dei paesi, ha ecceduto largamente quello del reddito a prezzi correnti.

Nel primo trimestre dell'anno in corso, il sovrapporsi di ulteriori spinte di origine esterna all'aumento dei costi e dei prezzi già in atto ha portato il tasso di aumento dei prezzi nel nostro paese ad un livello tra i più elevati nell'ambito dei paesi industriali; tuttavia, nel settore dei manufatti, l'incremento appare fra i più contenuti, mentre esso risulta particolarmente cospicuo nel settore delle materie prime agricole e industriali, in cui è rilevante il peso delle importazioni. Si sono compiuti progressi verso la ricostituzione degli equilibri aziendali; il sistema economico si è scosso dall'intorpidimento nel quale sembrò adagiarsi nel recente passato. Confortano questo giudizio i dati più recenti sulla produzione industriale, anche se nei primi tre mesi dell'anno l'indice complessivo, depurato della stagionalità, si è ridotto di quasi il 6 per

cento rispetto all'ultimo trimestre del 1972; sulla sua flessione infatti hanno influito, in misura determinante, le difficoltà frapposte alla produzione dalle astensioni dal lavoro avvenute nel settore metalmeccanico, prima della conclusione del contratto nazionale. Se si fa astrazione da questo settore, la contrazione dell'attività si riduce di due terzi denotando, dopo gli elevati incrementi del trimestre precedente, una pausa di assestamento su un livello che risulta già superiore di oltre il 5 per cento a quello medio del 1972.

Dalle informazioni attinte dalle nostre Filiali si deduce che le imprese private, astenutesi nel 1972 dall'accrescere gli investimenti, nel 1973 mostrano un atteggiamento diverso: in ogni regione d'Italia i programmi appaiono di notevole portata. La preferenza si dirige, anche da parte delle imprese maggiori, verso unità produttive di media grandezza, diffuse sull'intero territorio nazionale, ma attratte dove minore è la congestione industriale, con tendenza all'addensamento nel Mezzogiorno. Sembra affermarsi il criterio secondo il quale il nuovo assetto produttivo dovrebbe fondarsi su impianti di media dimensione, collegati a centri di decisione unitari per quanto riguarda la programmazione dell'investimento, il suo finanziamento, l'acquisizione degli ordini. Se però si assiste ad un promettente risveglio dell'iniziativa privata, dalle stesse fonti si apprende che gli investimenti nei quali essa si esprime non saranno apportatori di nuova occupazione in misura rilevante. Quanto ai modi di finanziamento, al Nord e al Centro circa la metà dei mezzi deriverebbe dall'indebitamento e al Sud circa i due terzi.

L'impulso iniziale alla ripresa è stato suscitato dalla domanda esterna e da quella per l'accumulazione di scorte, accentuata dall'attesa di mutamenti nel sistema fiscale, mentre scarso è stato il contributo recato dalla spesa pubblica per infrastrutture sociali. Agiscono all'interno del sistema economico le stesse forze dalle quali sono derivati gli squilibri che ne incepparono l'ascesa. Si manifestano sintomi di tensione diversamente distribuiti e di crescente intensità. Gli aumenti dei prezzi potrebbero sconvolgere il processo espansivo.

La constatazione della difficoltà di conseguire con immediatezza l'effetto di contenere l'aumento dei prezzi mediante il ricorso alla manovra fiscale e monetaria ha indotto un gran numero di paesi industriali ad introdurre controlli amministrativi sui

prezzi e sui redditi. I controlli hanno avuto efficacia nel rallentare temporaneamente il ritmo di accrescimento di costi e prezzi, consentendo all'aumento della domanda di suscitare incrementi di produzione. Al momento dell'eliminazione dei controlli si sono manifestati fenomeni di rapida riaccelerazione dei prezzi; ma, nel complesso, l'esperienza è da giudicare non negativa. Non vi è motivo di respingere l'impiego di questo strumento nel nostro paese, pur nella consapevolezza che difettiamo di idonee strutture amministrative, eventualmente applicando il controllo ad un numero limitato di prodotti.

Il confronto periodico tra la domanda e le possibilità dell'offerta conduce ad esaminare essenzialmente l'aumento della spesa pubblica e la sua coerenza con le linee di evoluzione dell'economia privata. Le stime per il 1973 mostrano che, sulla base delle relazioni di cambio esistenti fra la lira e le monete comunitarie, i conti con l'estero dovrebbero chiudersi in prossimità dell'equilibrio. Questa congettura presuppone che abbia successo una politica intesa a provocare una decelerazione delle spinte inflazionistiche in atto nel nostro paese, mantenendole in limiti prossimi a quelli sperimentati nella maggior parte dei paesi industriali, e a contenere eventuali disavanzi esterni di parte corrente entro margini nei quali possano essere finanziati con capitali a lungo termine. In queste condizioni è necessario che l'andamento dell'indebitamento netto del settore statale non abbia un'accelerazione rispetto alla tendenza osservata nella prima parte dell'anno.

Si delineano le condizioni nelle quali occorrerà mettere mano agli strumenti della regolazione della domanda per contenere le pressioni sulle risorse reali; diverrà manifesta l'esigenza di interventi correttivi da attuare mediante l'inasprimento della imposizione. Se gli interventi regolatori della domanda saranno affidati alla manovra monetaria, non potranno non urtare contro l'irrigidimento dei vincoli posti dall'espansione del volume di titoli a lungo termine creati per il finanziamento del settore pubblico.

L'entità dei titoli obbligazionari in circolazione porrà problemi complessi nel corso del tempo: alla fine del 1965, i titoli in circolazione ascendevano a circa 13 mila miliardi; quelli emessi dal Tesoro, a circa 4 mila. Alla fine del 1972, l'ammontare dei titoli in circolazione toccava i 41 mila miliardi e quelli provenienti dal Tesoro, i 16

mila. Dato il recente accrescimento del debito, la sua scadenza media è molto elevata, così che variazioni nel tasso di mercato, anche limitate, si riflettono in rilevanti mutamenti del valore capitale. Tale circostanza accentua la necessità di un'azione costantemente tesa alla difesa del corso dei titoli, al fine di garantire un'adeguata domanda da parte dei privati; costringe però a subordinare la creazione di base monetaria al soddisfacimento dell'esigenza di difesa dei corsi e, quindi, a concentrare eventuali azioni di contenimento sugli altri canali di creazione ed in special modo sul finanziamento diretto alle aziende di credito. Negli ultimi cinque anni, la quota dei titoli nel portafoglio della Banca d'Italia è salita dal 6 al 15 per cento della circolazione totale.

Le politiche che abbiamo seguito negli anni più recenti, intervenendo sul mercato dei titoli obbligazionari, ci hanno consentito di collocare agevolmente, a tassi di interesse sufficientemente bassi, le ampie emissioni di titoli sia pubblici sia privati; sotto questo aspetto, la istituzione del doppio mercato esterno della lira e la fluttuazione dei cambi ci hanno temporaneamente restituito una maggiore libertà.

Una riduzione, almeno in senso relativo, del volume delle emissioni attraverso un aumento dell'imposizione appare opportuna. Non meno importante appare la convenienza di disporre di una distribuzione del debito pubblico per scadenze che permetta una maggiore variabilità dei tassi a breve e in pari tempo, se risultasse necessario, una certa stabilità per quelli a lungo termine. L'elevato volume di obbligazioni pubbliche ha impedito, nel passato, una manovra dei tassi adeguata al perseguimento degli obiettivi legati con la bilancia dei pagamenti; quando ci muoveremo verso un regime europeo dei cambi fissi, occorrerà che il controllo dei tassi dell'interesse a breve termini acquisti sufficiente elasticità. È auspicabile che l'emissione di titoli pubblici a lungo termine possa avvenire, nel futuro, limitatamente al finanziamento delle esigenze di cassa derivanti dall'attuazione di spese per investimenti e che, ove necessario, venga consentito anche in tali casi di procedere al finanziamento con titoli a breve scadenza.

Una causa di aggravamento delle difficoltà incontrate dall'Istituto di emissione nello svolgimento dell'azione regolatrice della base monetaria si ritrova negli ingenti trasferimenti di fondi effettuati dal Tesoro alle Regioni e depositati presso le aziende di

credito. Tali trasferimenti accrescono le disponibilità liquide del sistema nel suo complesso; ma si distribuiscono irregolarmente nel suo interno, essendo oggetto di azione di accaparramento di questa o quella azienda di credito. Si inserisce così un elemento inquinante la concorrenza: le acquisizioni di fondi sono oggetto di patteggiamenti non consoni con la logica del sistema e producono un effetto di distorsione dell'attività creditizia. Sottoporremo all'esame delle autorità la proposta di imporre una riserva obbligatoria specifica sui fondi regionali.

La ripresa economica in atto costituisce oggetto di opposte valutazioni: gli uni sottolineano il progresso della produzione, gli altri, che esso coesiste con un rapido aumento dei prezzi. Ciò è accaduto sia perché l'inflazione imperversa nel mondo, sia perché da noi nel corso degli anni recenti essa era stata contenuta solo in quanto non si era riusciti ad espandere la domanda. Cause molteplici avevano contribuito ad inasprire la spinta all'aumento dei costi; gli accrescimenti dei costi unitari non erano stati trasferiti nei prezzi e gli equilibri aziendali ne avevano sofferto. In queste condizioni, nessuna politica avrebbe consentito di avvicinare il sistema al pieno utilizzo della capacità produttiva disponibile senza passare attraverso l'inflazione. I nostri avvertimenti in proposito non sono mancati. Ma i problemi che più impegnano la responsabilità dell'autorità monetaria si pongono oggi che il sistema si avvicina al pieno utilizzo degli impianti dei quali attualmente dispone, tenuto conto delle limitazioni alle possibilità di quell'utilizzo.

L'andamento del saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti conferma che il raggiungimento di quel limite si approssima. Un saldo negativo potrebbe essere tollerato temporaneamente nella misura nella quale derivasse da un'espansione degli investimenti destinata a rafforzare la struttura produttiva. Crediamo invece debba essere respinta la concezione secondo la quale la possibilità della formazione di un saldo negativo dovrebbe essere eliminata mediante ulteriori variazioni delle relazioni del cambio di fatto stabilitesi fra la lira e le monete comunitarie. Gli interventi della politica fiscale e monetaria devono divenire coerenti con il rispetto di questo vincolo.

Una ripresa dell'attività produttiva alla quale non corrisponda un'applicazione efficiente delle risorse, nei settori pubblici e in quelli privati, rischia di risolversi in un

evento transitorio, in luogo di essere l'inizio auspicato di una nuova fase di sviluppo dell'economia italiana.

Occorre pertanto riconsiderare attentamente le politiche seguite nel corso degli anni recenti, troppo orientate verso il mantenimento degli assetti di occupazione esistenti; esse, nella loro applicazione, cristallizzando lo status quo e fornendo una sorta di pubblica guarentigia al permanere di fattori produttivi in luoghi di bassa produttività, ampliano lo spazio che ancora ci separa dal pieno impiego.

In questa prospettiva, andranno ripresi gli studi, che sinora non hanno condotto ai risultati attesi, per restringere l'ammontare degli ingenti disavanzi che si sono venuti accumulando nei settori dei trasporti, dei servizi postali e dei servizi pubblici in generale; evitando altresì che le provvidenze intese alla ristrutturazione dei settori stessi finiscano in pratica per fornire mezzi di finanziamento per strutture inadeguate.

Nel campo della politica industriale, occorrerà del pari ridurre il peso che hanno avuto interventi del tipo della legge tessile, che nell'attuazione pratica ha assunto il carattere di un'indiscriminata assegnazione di risorse agevolate, piuttosto che di sostegno selettivo delle più valide capacità imprenditoriali esistenti nel settore; della legge 1470 sulla riconversione delle industrie minori, nelle sue varie e anche recenti reincarnazioni, della cui capacità di permettere il superamento di situazioni di crisi si hanno ormai ampie, negative esperienze; o, per qualche verso, della Società per la gestione e partecipazioni industriali, alla quale non si può immaginare siano assegnate risorse in costante crescita.

Non ci si può dissimulare che la tendenza al mantenimento delle situazioni esistenti incontra la convergenza delle adesioni da parte della classe politica, degli imprenditori, dei sindacati. In questa condotta si incrociano motivazioni legittime di carattere sociale con altre, certamente meno esplicite ma esistenti, che si rifanno alla difesa di autentiche posizioni di rendita.

Signori Partecipanti,

il margine di manovra consentito all'Istituto di emissione si è ristretto e si

restringe, per il crescere del peso delle decisioni concernenti il volume della spesa pubblica e la sua destinazione, l'incentivazione dell'investimento pubblico e privato e soprattutto la definizione dei rapporti di lavoro. Nei limiti delle nostre competenze ci adopereremo, affinché il risollevarlo dell'attività economica non cozzasse contro ostacoli di natura finanziaria. Esso dipende dalla continuità dell'investimento e questa, nell'assetto istituzionale vigente, dipende in larga misura dal finanziamento degli istituti di credito mobiliare; gli istituti fanno provvista di mezzi principalmente mediante collocamenti di obbligazioni e questi sono in concorrenza con i collocamenti degli istituti di credito fondiario e degli enti di gestione delle partecipazioni statali. L'indicata domanda di fondi deve essere coordinata con quella del settore pubblico. Quest'ultima non è adattabile nel breve periodo. L'Istituto di emissione può essere costretto ad effettuare acquisti di titoli nella misura necessaria per mantenere condizioni ordinate nei mercati mobiliari. Potrebbe accadere altrimenti che una quota dei finanziamenti avvenisse mediante il ricorso al credito a breve termine. Ai minori acquisti di titoli da parte dell'Istituto di emissione potrebbero corrispondere maggiori finanziamenti da parte dello stesso alle aziende di credito, quando si intendesse mantenere invariato il volume di credito ai settori produttivi; anche in questo caso vi sarebbe creazione di moneta. Se si rendesse necessario operare un contenimento del volume globale del credito, esso, per la rigidità della domanda da parte dei settori pubblici, si concentrerebbe sui settori direttamente produttivi. Si levarebbero di nuovo alte le grida; alle autorità monetarie si attribuirebbero responsabilità che risalgono alla diffusa incapacità di amministrare con modernità di concezione, con capacità di innovazione, con chiarezza di vedute. La descritta concatenazione di eventi diverrà inevitabile, se non si rifiuterà, per un congruo periodo, l'accoglimento di proposte di nuove spese statali.

Nel corso del dibattito intorno alla politica monetaria sono stati espressi apprezzamenti di diversa indole sulla condotta della Banca d'Italia, ma generalmente convergenti nel riconoscimento dell'efficienza dell'Istituto di emissione. I riconoscimenti inorgoliscono il nostro personale; se noi abbiamo meriti, essi consistono nella indipendenza con la quale abbiamo amministrato. Consideriamo necessario però avvertire che all'accrescimento dell'efficienza si è accompagnata la restrizione della possibilità di manifestarla in azioni concrete, per effetto di

comportamenti contrastanti, dai quali sono derivati mutamenti nelle condizioni dell'economia. La conciliazione degli obiettivi deve precedere e non seguire le azioni di politica monetaria; essa non può avvenire senza il concorso delle organizzazioni sindacali: dalla gestione della conflittualità devono passare alla partecipazione nella gestione dell'economia. Né può avvenire senza il concorso dei ceti imprenditoriali, ai quali spetta il dovere di rendere più accetti gli ordinamenti entro i quali operano, mostrando consapevolezza della crescente insopportabilità, in una società moderna, del contrasto tra «la ricchezza che si ostenta e la miseria che si maledice».

Le riflessioni testé esposte mi spingerebbero ad avanzare lungo un cammino che conduce lontano dai temi della politica monetaria. Su quel cammino si incontrano i grandi temi della nostra società. Poiché non resisto alla tentazione di accennarvi, lo farò con le parole di un grande italiano, Giustino Fortunato. «Nessun paese ... è più arretrato del nostro nel sentimento della libertà. Quale è il concetto dell'uomo libero, secondo il vecchio nostro credo? Non di uno che sia pari a un altro, e come un altro soggetto a una stessa legge; ma di uno che sia arbitro di sé ed abbia, a un tempo, potestà su gli altri. È libero, è signore di sé chi solo può comandare, chi solo può non obbedire. Ecco in qual modo, se siamo il popolo più individualista, siamo pure il più autoritario che sia nel mondo civile: autoritario fino nelle midolla, per eredità, per educazione, per ambiente. O servi o padroni, con la istigazione nel sangue o alla sedizione o alla prepotenza, conforme il primitivo assoluto diritto della persona, cui spetti farsi giustizia da sé. Questi i germi del passato, che ci scorrono tuttora nelle vene: ... se l'Italia non vuole, prima o poi, tornare ad essere ciò che era... il nostro obbligo più imperioso è quello della educazione; di qui, dunque, bisogna ricominciare: opera lunga, vasta, difficile, se è vero che educare voglia dire far cosciente l'incosciente, ma degna e gloriosa. Affermare che basti la libertà, non è giusto; ma soggiungere, come altri quaggiù ripete, che al regime libero sia da preferire il governo assoluto, è contro la scienza e, insieme, contro la storia».

CONSIDERAZIONI FINALI – 1973

Signori Partecipanti,

perfezionata la necessaria modifica statutaria, sono stati avviati i provvedimenti per l'attuazione del progetto di decentramento che si propone di trasferire alle direzioni delle Filiali site in comuni capoluoghi di regione, nei limiti stabiliti dai regolamenti interni e con riferimento all'intero territorio regionale, l'espletamento di compiti di coordinamento dell'attività delle altre Filiali nonché di compiti attribuiti alla Banca in materia di vigilanza bancaria. L'efficacia di tale decentramento è legata all'ulteriore impegno, specialmente di ordine qualitativo, che viene richiesto alle Filiali e all'intensificazione dei rapporti fra queste e l'Amministrazione centrale, in modo da poter associare i vantaggi del mantenimento dell'unità di indirizzo con quelli dell'acquisizione di una maggiore speditezza delle procedure. Nel giugno scorso, inoltre, è entrato in funzione il nuovo ordinamento operativo-contabile delle Filiali, che si avvale, come già in essere per il servizio di tesoreria provinciale, delle moderne tecniche di trasmissione ed elaborazione automatica dei dati in un colloquio diretto fra l'unità centrale e quelle periferiche.

Queste ed altre attività di rinnovamento e aggiornamento tecnico si svolgono nel momento in cui si accentua il passaggio di generazioni nei quadri della Banca. Siffatto passaggio non avviene senza creare problemi; si perde l'apporto di capacità tecniche e umane, maturate in lunghe esperienze di lavoro. L'immissione delle nuove generazioni – che in misura ancora più ampia che in passato hanno contribuito, in particolare nel Servizio Studi, alla stesura della presente Relazione – consente d'altro lato di fidare in una più agevole introduzione di nuovi sistemi operativi, pur se ciò implica una più solerte cura dell'Amministrazione per un'opera formativa e informativa a tutti i livelli che deve trovare la sua prima area di intervento nell'esplicazione quotidiana del lavoro e in un più intenso scambio di conoscenze.

Nel processo di adeguamento delle strutture e dei metodi sono e saranno tenute nella più aperta considerazione le proposte e le aspirazioni del personale, purché restino nettamente delineate le responsabilità di ciascuno, nel rispetto di una insopprimibile

esigenza della comunità di lavoro e dei singoli suoi membri. È deciso intento dell'Amministrazione di perseguire con ulteriore fervore il fine di una gestione efficiente e moderna nel rispetto di una democrazia sostanziale e quindi nella reciproca consapevolezza di doveri e di diritti.

LA CRISI DEL PETROLIO E I SUOI RIFLESSI SUL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

La presentazione all'Assemblea dei Partecipanti della Relazione sull'esercizio 1973 avviene in un periodo nel quale i dirigenti degli istituti di emissione non possono non manifestare l'angoscia con la quale assistono all'accadere di fenomeni inflazionistici di intensità senza precedenti. Il biglietto di banca emesso da quegli Istituti reca la traccia dell'obbligazione antica di garantirne la convertibilità in moneta metallica. L'obbligazione rispondeva al convincimento che la convertibilità avrebbe posto il potere di acquisto dell'unità monetaria al riparo dalla discrezionalità dei parlamenti e dei governi. Fu adempiuta lungo gli anni nei quali i ceti sociali dominanti sul piano interno e su quello internazionale osservarono regole di comportamento coerenti con il sistema che essi accettavano e del quale imponevano l'accettazione. Nell'estate del 1914 quel sistema si infranse.

L'antitesi fra le parti sociali è divenuta più aspra e non sempre riconducibile al modello convenzionale della lotta di classe; nel loro interno si sono approfonditi contrasti suscitati da diversità di potere contrattuale esasperate dall'estensione del settore pubblico e dalla suddivisione di esso in corpi autonomi, insofferenti di limitazioni della propria indipendenza. La somma delle domande delle parti sociali sul prodotto nazionale tende ad eccedere le dimensioni di questo; l'inflazione è divenuta il modo attraverso il quale la somma delle domande è ricondotta entro quelle dimensioni. L'inflazione «rende compatibile il sistema delle aspirazioni distributive con il flusso reale delle risorse. Quanto più i singoli operatori o gruppi riescono a difendersi dall'effetto riduttivo dell'inflazione sul loro potere di acquisto, tanto più ristretta diventa la superficie sulla quale l'erosione del potere d'acquisto deve compiersi e tanto maggiore sarà, *ceteris paribus*, il tasso di inflazione».

La conquista dell'autonomia da parte di nazioni soggette alla dominazione coloniale produce tra i paesi effetti redistributivi di reddito non diversi da quelli in atto all'interno di ciascuna nazione per causa della contesa fra operatori o gruppi. Mutano i rapporti secondo i quali si scambiano materie prime e prodotti, e quote più alte del reddito dei paesi trasformatori devono essere trasferite ai paesi dai quali essi traggono i rifornimenti.

La stessa presa di coscienza del limite entro il quale conviene contenere la devastazione del patrimonio naturale conduce ad un abbassamento della produttività immediata del sistema. La maggiore difficoltà di accesso alle materie prime e alle fonti energetiche e il maggior rispetto dell'ambiente si ripercuotono in aumenti dei costi, in quegli stessi settori nei quali in passato l'incremento di produttività compensava gli sprechi di altri settori.

Il processo inflazionistico legato ai descritti fattori strutturali interagiva con la crisi monetaria internazionale in due modi.

Da un lato, l'inflazione veniva esaltata dalla espansione della liquidità internazionale, ma ad un tempo esaltava la domanda di essa; essendosi rifiutato di soddisfare quella domanda mediante l'aumento del prezzo dell'oro, diveniva necessario, in assenza di alternative, esaudirla con la creazione dell'unica moneta universalmente accettata: il dollaro. Appagare questa esigenza senza modificare il prezzo ufficiale dell'oro divenne impossibile: fu necessità recidere il legame con il metallo, al fine di rendere compatibile l'offerta di quella moneta con la domanda di essa. I meccanismi moltiplicativi operanti attraverso il mercato dell'eurodollaro accrescevano il carattere endogeno della creazione di moneta internazionale.

Dall'altro lato, la necessità di contenere la propagazione del processo inflazionistico induceva alcuni paesi ad introdurre la flessibilità dei cambi; il ricorso ad essa si estendeva quando i processi inflazionistici si manifestavano fra i diversi paesi con differente grado di intensità. La crescente divergenza fra i saggi di inflazione spingeva i paesi in avanzo a difendersi dall'inflazione importata apprezzando la propria moneta, mentre quelli in disavanzo cercavano di riequilibrare i conti con l'estero attraverso il deprezzamento della propria. Si ampliava l'area dell'incertezza, le propensioni speculative risultavano accentuate e contribuivano esse stesse ad accrescere

l'incertezza.

L'exasperazione delle pressioni inflazionistiche, non dominabili con il ricorso a politiche monetarie compatibili con l'attuale assetto sociale, logorava la credibilità di quelle autorità alle quali l'opinione pubblica attribuisce la responsabilità della difesa del potere d'acquisto della moneta.

Il dibattito intorno ai principi ai quali avrebbe dovuto ispirarsi la riforma del sistema monetario internazionale aveva condotto ad un largo consenso su alcuni di essi: *a)* porre tutti i paesi, deficitari o eccedentari, indipendentemente dalla loro dimensione economica, in una condizione di uguaglianza rispetto all'accettazione del vincolo dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti; *b)* introdurre nel sistema stimoli atti a promuovere sollecitamente processi di aggiustamento imperniati su parità fisse ma aggiustabili; *c)* impedire il finanziamento degli squilibri delle bilance dei pagamenti con l'accrescimento della liquidità internazionale costituita da una moneta di riserva; *d)* adeguare all'espansione degli scambi la liquidità mediante la creazione di una moneta astratta sotto il controllo della comunità internazionale; *e)* sollevare l'oro dall'ufficio di misuratore dei valori e ricondurlo alla condizione di merce, consentendo scambi fra banche centrali sulla base di prezzi dedotti da quelli di mercato.

All'indomani degli annunci degli aumenti dei prezzi del petrolio, le istituzioni internazionali hanno ammonito che il mondo muove verso una nuova condizione, caratterizzata da imponenti avanzi e disavanzi di bilancia dei pagamenti, rispettivamente dei paesi esportatori e dei paesi importatori. Esse hanno sollecitato i paesi importatori ad astenersi dal ricercare nel breve periodo il ristabilimento dell'equilibrio delle bilance dei pagamenti correnti; in caso contrario, vi sarebbero svalutazioni competitive e restrizioni quantitative. In definitiva il sistema monetario internazionale dovrebbe essere adattato alla esigenza di accogliere nel corso di alcuni anni ampi squilibri di bilance dei pagamenti.

In attesa di una soluzione concordata fra le autorità monetarie, il finanziamento degli squilibri è stato affidato al ricorso al mercato dell'eurodollaro e delle eurovalute. Quando il finanziamento dei disavanzi delle bilance dei pagamenti dei paesi importatori si compie mediante il trasferimento di dollari prelevati dalle riserve depositate negli Stati Uniti ai paesi esportatori e questi li depositano presso le banche dell'euromercato,

la capacità di espansione del credito da parte di esso aumenta. Se le banche centrali dei paesi importatori prendono in prestito in quel mercato le stesse somme che vi sono affluite, le riserve globali lorde espresse in dollari si duplicano.

La successione dei movimenti finanziari descritti potrebbe indurre a concludere che il mercato dell'eurodollaro consenta di finanziare disavanzi di dimensioni illimitate. Sembra che esso fornisca un margine di elasticità superiore a quello ottenibile se, in tutto o in parte, i fondi trasferiti dagli importatori agli esportatori di petrolio fossero da questi ultimi depositati nei singoli mercati nazionali; questi sono soggetti ai controlli delle banche centrali, non così il mercato dell'eurodollaro. Ma sarebbe erroneo dedurre da tale constatazione che la capacità espansiva di questo mercato non incontri confini: invero, oltre certi limiti di importo, i datori di fondi potrebbero preferire spostarli verso il mercato degli Stati Uniti ed eventualmente investirli colà in titoli azionari, sollevando problemi per la liquidità del sistema; ma soprattutto i prenditori di fondi, nel corso del tempo, potrebbero urtare singolarmente contro il limite costituito dalla valutazione data dal mercato della loro idoneità ad attingere credito.

Se la dimensione degli squilibri da finanziare restasse dell'ordine di grandezza stimato per il 1974, e se il finanziamento dei disavanzi degli importatori di petrolio avvenisse nella sua totalità attraverso il meccanismo dell'euromercato, nel corso di tre anni il volume degli eurodepositi potrebbe raggiungere quello dei mezzi di pagamento in essere negli Stati Uniti. Un numero limitato di banche, non assoggettate a controlli, sarebbe in condizioni di amministrare questo volume di mezzi monetari, mentre all'interno degli Stati Uniti essi sono disseminati fra parecchie migliaia di banche operanti in un mercato fortemente concorrenziale, controllato da un sistema autorevole come quello della Riserva Federale. Seguitare a finanziare gli squilibri legati ai rifornimenti di petrolio attraverso questo meccanismo significa concedere una delega ai centri finanziari internazionali sul futuro delle politiche economiche dei paesi consumatori, aggravando la condizione nella quale versano i più deboli, costringendoli eventualmente ad un ridimensionamento della loro quota di commercio internazionale mediante restrizioni.

Da più parti sono stati dati avvertimenti sui pericoli nascenti da una situazione nella quale il dollaro diviene, ad un tempo, la moneta più domandata e la più offerta:

quanto maggiore è la quantità di essa tenuta dai paesi esportatori di petrolio, tanto più cresce la possibilità di conversioni repentine in altre monete. Si rinnovano le ondate massicce di capitali a volte in direzione del dollaro, a volte dal dollaro verso monete o beni che offrano una migliore garanzia del potere di acquisto. Il rafforzamento del dollaro non protegge contro la violenza di movimenti di capitali erratici: difficilmente altre monete potrebbero sostituirsi ad esso come strumento universale per i regolamenti internazionali, ma nei momenti di inquietudine generale esse rappresentano un'alternativa-rifugio.

All'aumento dei fondi liquidi si associa un loro più alto grado di mobilità; essi si spostano da una banca all'altra, da un mercato all'altro, da una valuta all'altra; si accresce il pericolo di crisi di liquidità e si ampliano le oscillazioni dei cambi.

Queste preoccupazioni ci hanno indotto ad imporre alle banche italiane di equilibrare le scadenze fra operazioni attive e passive effettuate in valuta e di pareggiare la posizione in cambi complessiva, calcolata non più globalmente, ma separatamente per le seguenti valute o gruppi: dollaro degli Stati Uniti, valute dei paesi membri della Comunità economica europea, altre valute di conto valutario. Inoltre abbiamo assoggettato a controllo l'attività dei *money brokers* operanti in Italia, chiedendo fra l'altro di segnalare all'Ufficio italiano dei cambi le operazioni concluse in ciascun mese tra residenti e tra questi e non residenti. Da queste segnalazioni si rileva che tale attività di intermediazione è dell'ordine di grandezza di 10 miliardi di dollari al mese.

Sembra dunque indispensabile che i paesi interessati riducano la propria dipendenza dai mercati liberi internazionali, programmando il finanziamento dei disavanzi in modi atti a restringere il processo moltiplicativo della liquidità internazionale in dollari. Ma questa politica richiede che le soluzioni bilaterali cedano il posto a quelle multilaterali.

L'aumento del prezzo del petrolio ha rappresentato un'azione di rottura nei confronti del modello finora accettato di ripartizione del prodotto mondiale. La rivendicazione di una quota di partecipazione più ampia si è espressa in comportamenti di tipo oligopolistico, o quasi monopolistico, così come all'interno dei singoli paesi essa si impernia sull'organizzazione oligopolistica dei mercati dei fattori produttivi e dei prodotti.

Quell'aumento ha creato un problema generale: colpisce tutti i paesi, ma colpisce in forma acuta un numero ristretto di essi. Ve ne sono alcuni che dipendono più di altri dalle importazioni di petrolio. Questa distribuzione dell'impatto economico dell'aumento del prezzo accentua la differenziazione fra i vari paesi, per effetto delle diverse capacità di finanziare il disavanzo della bilancia dei pagamenti; le difficoltà si propagano dai più deboli ai più forti, fino ad investire l'intera comunità internazionale. In definitiva, il mutamento della ripartizione del prodotto mondiale mediante l'aumento traumatico del prezzo del petrolio esaspera l'instabilità dei prezzi e dei cambi.

Il finanziamento del disavanzo petrolifero non può essere affidato ad un solo meccanismo di creazione di mezzi di pagamento internazionali, poiché nessun meccanismo sarebbe attualmente in grado di assolvere da solo compiti di tale complessità; occorre convergere nella ricerca comune di soluzioni nelle quali concorrano consumatori e produttori, arricchendo il sistema di nuove possibilità di finanziamento.

La creazione di diritti speciali di prelievo da parte del Fondo monetario internazionale in quantità adeguata consentirebbe di distribuire il carico del finanziamento degli squilibri fra mezzi di pagamento internazionali diversi dal dollaro; ma urta contro atteggiamenti di ostilità. Una speciale facilitazione di credito avrebbe l'effetto di non ampliare la liquidità internazionale in dollari, alla condizione che il finanziamento di quella facilitazione fosse concesso dagli esportatori di petrolio. La disposizione di questi ultimi sembra orientata verso un concorso contenuto in limiti modesti.

La complessità dei problemi impone la restituzione all'oro della funzione di mezzo di regolamento dei saldi delle bilance dei pagamenti. Lo scorso anno affermammo che una soluzione alternativa a quella dell'aumento del prezzo ufficiale dell'oro «potrebbe essere quella della soppressione della nozione stessa di prezzo ufficiale. In questo caso, le banche centrali potrebbero scambiare il metallo fra di loro sulla base di un prezzo concordato e cederlo ed acquistarlo nel libero mercato».

Nel mese di aprile di quest'anno i ministri finanziari e i governatori degli istituti di emissione della Comunità hanno esaminato la possibilità che le banche centrali effettuino scambi di oro ad un prezzo derivato da quello del mercato. Le intese fra

banche centrali sarebbero definite liberamente e nessuna di esse avrebbe l'obbligo di comprare e di vendere.

Non vi è stata concordanza di opinioni sull'attribuzione della facoltà di comprare oro dal mercato, se dall'esercizio di essa derivasse nel medio periodo un aumento dell'oro posseduto globalmente dalle banche centrali. Alla obiezione che la facoltà di operare in una direzione soltanto, in assenza di intese fra banche centrali, potrebbe provocare oscillazioni di prezzo più ampie, è stato opposto che una soluzione potrebbe ottenersi mediante la creazione di uno «stock cuscinetto»: a questo le banche centrali cederebbero oro ricevendone in pagamento valute anticipate da altre banche centrali; lo «stock cuscinetto» venderebbe gradualmente l'oro al mercato e restituirebbe le valute riscosse alle banche prestatrici; l'amministrazione dello «stock» sarebbe affidata ad una istituzione internazionale. Il Fondo monetario internazionale, se ad esso fosse conferito quel mandato, diverrebbe il collettore dell'oro venduto o dato in pegno dalle banche centrali; il Fondo emetterebbe in contropartita diritti speciali di prelievo e procederebbe al collocamento ordinato dell'oro nel mercato.

I ministri e i governatori hanno convenuto che le intese raggiunte devono essere poste in essere nel quadro della collaborazione con gli Stati Uniti e con gli altri paesi interessati; la gravità dei problemi del momento impone a tutti, ed a noi in particolare, di ricercare le soluzioni attraverso il rafforzamento di quella collaborazione.

Le soluzioni indicate consentirebbero di mobilitare l'oro attualmente congelato nelle riserve delle banche centrali. Conviene riconoscere però che, se anche fossero poste in essere, gli squilibri nascenti dagli attuali prezzi del petrolio continuerebbero ad esplicare effetti dirompenti sul sistema. L'esperienza conferma quanto fosse fondato attribuire alla crisi in atto la qualificazione di «ingovernabile»; avvalorata la tesi secondo la quale i maggiori importatori di petrolio prima, ed essi insieme con gli esportatori poi, avrebbero dovuto ricercare insieme soluzioni atte ad impedire la disintegrazione del sistema multilaterale degli scambi internazionali. Nel corso della conferenza indetta a Washington nel febbraio scorso su iniziativa del governo degli Stati Uniti, se si eccettuano i ministri finanziari della Germania e dell'Italia, le delegazioni hanno mancato di assumere l'impegno dal quale tutti avrebbero tratto giovamento.

Il nostro interesse converge con quello dei maggiori importatori e, crediamo, con

quello degli esportatori, verso accordi su soluzioni globali; convenire relazioni di prezzo fra petrolio e prodotti industriali atte a consentire, nel medio periodo, la soppressione degli squilibri delle bilance dei pagamenti e, nel breve periodo, il loro finanziamento ordinato è la condizione necessaria per la continuità del funzionamento del sistema degli scambi.

All'indomani dell'annuncio dei provvedimenti concernenti l'istituzione del deposito obbligatorio sulle importazioni attuati dal nostro paese, il Dipartimento di stato americano ha affermato che la condizione nella quale l'Italia è stata costretta ad assumere i provvedimenti sottolinea l'urgenza di raggiungere efficaci accordi internazionali, al fine di risolvere razionalmente i gravi problemi posti dalla crisi energetica.

Un cerchio di contraddizioni stringe oggi comportamenti che divengono sempre più incompatibili con il mantenimento di un sistema di scambi ispirato alle concezioni dalle quali trassero origine le grandi istituzioni internazionali: FMI, GATT e CEE. Si riconosce l'opportunità che i paesi in disavanzo di bilancia dei pagamenti per effetto dell'aumento dei prezzi del petrolio si astengano dal promuovere nel breve periodo il ristabilimento dell'equilibrio. Nello stesso tempo si rifiuta la creazione di diritti speciali di prelievo in quantità idonee al finanziamento dei disavanzi; si oppongono resistenze al tentativo di creare adeguate disponibilità di speciali facilitazioni di credito con il concorso dei paesi esportatori di petrolio; si ritarda ogni soluzione atta a restituire mobilità all'oro nel circuito dei pagamenti internazionali o addirittura la si respinge. Si affida il finanziamento degli squilibri al mercato dell'eurodollaro, accettando che le dimensioni di esso crescano in proporzioni abnormi e introducendo nel sistema monetario internazionale ulteriori elementi di incertezza che esasperano i movimenti speculativi. Si incitano i paesi in disavanzo a ristabilire rapidamente l'equilibrio globale; non appena alcuni prendono provvedimenti orientati in questa direzione, le vocazioni mercantilistiche si manifestano prepotenti.

IL FINANZIAMENTO DEL DISAVANZO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POLITICA DEL CREDITO NEL 1973

La convinzione che l'inasprirsi dell'inflazione avrebbe spinto verso l'alto il prezzo dell'oro nel mercato libero e che, prima o poi, si sarebbe posto il problema della abrogazione del divieto di cessione al mercato da parte delle banche centrali e dei criteri secondo i quali effettuare la determinazione del prezzo negli scambi fra di esse ci indusse, nel giugno del 1972, ad insistere affinché il metallo fosse escluso dai regolamenti dei debiti e dei crediti nascenti dagli interventi nei mercati dei cambi per difendere margini ristretti di oscillazione delle monete comunitarie intorno alle rispettive parità. La soluzione accolta in quel tempo fu di consentire al nostro paese di effettuare gli interventi in dollari; così l'Italia mantenne intatte le riserve auree, nonostante gli ingenti disavanzi di bilancia dei pagamenti.

L'esperienza condusse poi ad una modificazione degli accordi intracomunitari: i regolamenti in oro sarebbero stati effettuati rinviando la definizione del prezzo al momento in cui fosse decisa la posizione dell'oro in occasione della riforma del sistema monetario. Di fatto i regolamenti in oro vennero abbandonati. In seguito fu estesa la possibilità di eseguire interventi in monete comunitarie o in dollari anche entro i margini comunitari.

Nonostante questi adattamenti, il sistema non ha resistito alle tensioni alle quali è stato sottoposto per effetto della divergenza delle politiche economiche e monetarie. Si comincia ad ammettere la opportunità, riprendendo una proposta avanzata da parte italiana all'inizio dell'esperienza di fluttuazione congiunta, di sostituire ad essa una fluttuazione concertata e cioè quella nella quale le monete della Comunità oscillerebbero insieme nei confronti delle monete non comunitarie senza l'obbligo per gli istituti di emissione di comunicare al mercato i limiti di intervento.

Nel periodo lungo il quale l'Italia intervenne in sostegno della lira per mantenerne la quotazione entro i margini comunitari, ossia fra il giugno 1972 e il febbraio 1973, gli interventi lordi nel mercato dei cambi furono di 4.860 milioni di dollari; fra il febbraio e il dicembre 1973, essi furono di 2.710 milioni. In totale ammontarono a 7.570 milioni. Nei primi tre mesi del 1974 sono stati di 3.160 milioni, a

causa dell'imponente disavanzo non petrolifero e petrolifero della bilancia dei pagamenti. Nell'arco di tempo compreso fra il giugno 1972 e il marzo 1974, gli interventi lordi sono stati quindi di 10.730 milioni di dollari; depurati delle operazioni *swap* con banche italiane, sono stati di 8.850 milioni.

Nonostante interventi di quest'ordine di grandezza, il cambio effettivo della lira nei confronti delle monete dei paesi con i quali si svolge il nostro commercio ha subito un deprezzamento ponderato di circa il 16-17 per cento rispetto al febbraio 1973.

Dall'inizio della fluttuazione, il cambio della lira nei confronti del dollaro ha oscillato fra un minimo di 561,90 e un massimo di 672,50. Se avessimo partecipato alla fluttuazione congiunta, avremmo dovuto difendere quotazioni che avrebbero oscillato fra un minimo di 459,55 e un massimo di 576,30. Esprimiamo la certezza che i mercati non avrebbero creduto nella nostra capacità di difendere quotazioni su questi livelli e che la perdita di riserve necessaria per quella difesa sarebbe stata assai maggiore di quella che di fatto abbiamo subito. La menzionata escursione della quotazione della lira rispetto al dollaro è risultata meno ampia di quella del marco e delle monete ad esso legate; cioè la instabilità dei cambi nelle nostre relazioni esterne alla Comunità sarebbe stata maggiore di quella di fatto avveratasi.

Le disponibilità valutarie necessarie per far fronte agli interventi netti per 8.850 milioni di dollari sono state ottenute mediante l'accensione di prestiti nel mercato dell'eurodollaro e mediante l'attivazione del sostegno a breve termine nell'ambito della Comunità. Essendo il sostegno costituito da crediti alla Banca d'Italia, la posizione netta sull'estero della Banca e dell'Ufficio italiano dei cambi ha presentato una diminuzione di 2.160 milioni di dollari. Conviene ricordare in proposito che al sostegno hanno partecipato tutte le banche centrali dei paesi della Comunità, anche di quelli con difficoltà di bilancia dei pagamenti. Questa manifestazione di solidarietà prova la volontà di mantenere in essere il processo di integrazione. La proposta della Commissione di consolidare il sostegno a breve termine sarà esaminata entro il mese di settembre.

Nel corso del mese di aprile è stata perfezionata una operazione di prestito della Mediobanca nel mercato dell'eurodollaro di 1.200 milioni. L'ammontare dei prestiti compensativi contratti negli ultimi due anni ascende così alla cifra di 10.500 milioni di

dollari. Le scadenze si addensano nel 1975 e nel periodo compreso fra il 1979 e il 1983; l'ammontare degli interessi fino al 1978 è di circa 700 milioni di dollari in ragione d'anno.

Qualora si raggiungesse un accordo sulla possibilità di effettuare cessioni di oro fra banche centrali ad un prezzo orientato su quello del mercato libero, la nostra solvibilità sarebbe garantita dall'entità delle riserve nette: al 30 aprile, valutando l'oro sulla base dei prezzi medi di mercato in quel mese, esse ascendevano a 16,7 miliardi di dollari.

Sugli amministratori dell'economia del nostro paese incombe la responsabilità di averle imposto un onere finanziario senza precedenti; essi hanno l'obbligo di creare le condizioni affinché quell'onere possa essere sostenuto.

In periodo recente sembrava essersi diffusa nel nostro paese la convinzione che alla nostra volontà di fare debiti corrispondesse quella altrui di fare crediti. Contro il diffondersi di simile convinzione ho argomentato in più di una circostanza. Nel luglio 1973 dichiaravo: «l'assenza di politiche atte a mantenere intatta la nostra capacità di assolvere le obbligazioni contratte, distruggerebbe definitivamente la credibilità della quale beneficiamo, con ovvie ripercussioni interne e internazionali. L'Istituto di emissione si considera impegnato direttamente nella difesa di quella credibilità; non potremmo assistere indifferenti ad una grave menomazione di essa. D'altra parte lo stesso rapporto del Comitato monetario della Comunità economica europea sull'Italia redatto in occasione della concessione del sostegno monetario a breve termine ci impegna all'attuazione di una politica finanziaria e monetaria più severa».

In principio d'anno, si sono levate più alte le voci di quanti concorrevano a diffondere il convincimento che avremmo potuto seguitare ad indebitarci all'estero con agevolezza; ed è riuscito più arduo contrastare la propensione ad adagiarsi. Mentre l'irrompere dell'inflazione diveniva sconvolgente, si sono accese polemiche intorno a supposte minacce deflazionistiche; il disorientamento della pubblica opinione cresceva. Si succedevano gli annunci secondo i quali finanziatori internazionali ambivano concederci prestiti, mentre apparivano evidenti i segni di un diverso atteggiamento. Sui pericoli insiti nel logoramento della nostra capacità di credito all'estero insisteva il Ministro del tesoro.

In un documento del gennaio scorso affermavo: «Il ricorso al mercato dell'eurodollaro incontra difficoltà costituite dalla circostanza che molti paesi, compresi alcuni di quelli non indebitati, si rivolgeranno a tale mercato; urta anche contro la difficoltà costituita dalla mancanza nel nostro paese di una politica economica e monetaria atta a convincere della nostra capacità di risolvere i gravi problemi del momento in modo compatibile con la continuità della nostra appartenenza alla comunità occidentale».

«Dalle considerazioni sopra esposte si deduce che senza la riduzione del disavanzo globale di parte corrente stimato per il 1974, vi sono scarse possibilità di finanziamento di quella quota di disavanzo che dovrebbe essere finanziata all'estero. Le stesse organizzazioni internazionali, che incitano i paesi membri a non impegnarsi in restrizioni quantitative, distinguono tra la quota di disavanzo delle bilance dei pagamenti imputabile al rincaro del petrolio e quella imputabile ad altre cause».

«Occorrono quindi provvedimenti che incidano sul livello di alcuni consumi interni, sia mediante il ricorso al razionamento, sia mediante il ricorso all'aumento dei prezzi; ma tali politiche sarebbero inefficaci se non venissero associate con politiche di restrizione della domanda monetaria, sorrette da un'azione di contenimento della liquidità del sistema bancario e del credito a breve termine meno connesso con l'attività di investimento».

Dichiarammo che il prestito della Mediobanca si collocava nel quadro di un programma che esclude l'accensione di ulteriori prestiti di ammontare consistente nel mercato dell'eurodollaro, se prima il paese non abbia iniziato una politica credibile di contenimento della spesa improduttiva, mostrando così la volontà di adeguare il suo livello di vita alla nuova ragione di scambio. Probabilmente nel dibattito con le organizzazioni sindacali mancò l'unanimità nell'indicare con crudezza i limiti entro i quali avrebbero dovuto essere contenuti gli impieghi sociali del reddito: durante un certo periodo, gli incrementi di produttività del sistema economico non avrebbero potuto essere distribuiti nella forma di aumenti delle retribuzioni, ma avrebbero dovuto essere destinati al contenimento del disavanzo della bilancia dei pagamenti; non è infatti immaginabile che da parte nostra si seguiti a chiedere, e da parte altrui ad offrire, il credito necessario per finanziare un disavanzo di dimensioni prossime in termini

assoluti e assai maggiori in termini di reddito rispetto a quello che gli Stati Uniti ebbero nei periodi nei quali la crisi del dollaro si manifestò più grave.

La constatazione delle crescenti difficoltà di accesso al mercato internazionale ha indotto a differenziare le fonti alle quali si attingono finanziamenti. In questo quadro si è collocata la decisione di ricorrere al Fondo monetario internazionale; di essa si dava notizia in un documento redatto presso il Ministero del bilancio in vista della riunione dei Segretari dei partiti politici della maggioranza e dei Ministri finanziari, presieduta dal Presidente del Consiglio dei ministri, tenuta il 6 febbraio. In quel documento si affermava: «La ricerca dei mezzi per finanziare la quota del disavanzo provocata dalla crisi del petrolio deve avvenire lungo le seguenti linee: *a)* ricorso al Fondo monetario internazionale; *b)* utilizzo dei crediti reciproci di banche centrali; *c)* ricorso al mercato dell'eurodollaro». «Il ricorso al Fondo monetario internazionale – continuava il documento – può avvenire sia nell'ambito delle facilitazioni ordinarie, sia nell'ambito di istituende facilitazioni straordinarie. Il ricorso alle prime in tanto potrebbe avvenire, in quanto da parte nostra si fossero adottati provvedimenti atti a contenere apprezzabilmente la quota di disavanzo non imputabile alla crisi petrolifera».

La definizione delle condizioni della linea di credito avvenne intorno alla metà di febbraio: l'accordo fu raggiunto su linee più concessive di quelle convenute in circostanze analoghe con la Gran Bretagna e con la Francia. La «lettera di intendimenti» al Fondo monetario internazionale accordava al governo italiano un ampio margine di manovra: esso si impegnava a condurre politiche idonee a ridurre sostanzialmente, nel corso di quest'anno, e ad eliminare, entro il 1975, la quota di disavanzo della bilancia dei pagamenti non attribuibile agli aumenti dei prezzi del petrolio, restando nella autonoma responsabilità del governo di decidere sui modi di finanziamento della quota del disavanzo imputabile a quegli aumenti e sui modi e tempi della sua eliminazione.

Richiesto di commentare gli impegni contenuti nella lettera di intendimenti, il 5 marzo ebbi ad affermare: «Il ricorso continuo alle fonti di finanziamento alle quali abbiamo accesso viene assunto come una certezza; personalmente sono di contrario avviso. Molteplici circostanze hanno contribuito a logorare la nostra credibilità sul piano internazionale; il ricostituirla esige che da parte nostra si imponga una coerente azione di politica economica atta a convincere che il vincolo impostoci dalla bilancia

dei pagamenti è da noi accettato, nella consapevolezza che soltanto un simile comportamento consente continuità di appartenenza alla comunità occidentale».

«È mia ferma convinzione che nell'attuale condizione non vi è spazio per politiche orientate ad ottenere aumenti ulteriori del reddito nazionale lordo, ma soltanto per politiche dirette a migliorarne la distribuzione. In tempi recenti si è discusso troppo intorno ai modelli di sviluppo; si è dimenticato che ogni sviluppo potrebbe arrestarsi per difetto di mezzi di pagamento sull'estero. Le forze politiche devono prendere atto che le argomentazioni valide sul piano interno non sono valide su quello internazionale: l'obiettivo al quale deve essere accordata precedenza su qualsiasi altro deve essere quello di convincere sul piano interno e internazionale che la politica economica del Governo si propone di contenere il disavanzo della bilancia dei pagamenti nei limiti della possibilità di finanziarlo oggi e domani».

«Non occorrono nuovi provvedimenti di spesa per ottenere gli effetti compensativi sulla domanda globale auspicati da quanti si preoccupano di una sua espansione inadeguata; possibili incrementi dell'entrata devono essere destinati alla contrazione del disavanzo. È mia convinzione che il finanziamento del disavanzo del settore pubblico presenterà difficoltà crescenti in una situazione di generalizzata fuga dalla moneta; sembra superfluo ricordare che quel finanziamento può avvenire soltanto per mezzo di strumenti creditizi espressi in moneta».

«Intorno alla possibilità di raggiungere una espansione del credito di 22.400 miliardi ho l'obbligo di esprimere preoccupazioni: invero questa espansione del credito riesce possibile alla condizione che il pubblico sia disposto ad acquisire sotto forma di titoli, di depositi, di circolante 19.100 miliardi. Nessuna forma di coercizione può indurre il pubblico ad assumere un simile comportamento; soltanto la ragionata convinzione che l'azione di governo si ispira alla preoccupazione di contenere la caduta della capacità di acquisto della moneta può indurre la generalità degli italiani ad affidare ai segni monetari un incremento della propria ricchezza delle dimensioni indicate».

Le argomentazioni da me allora esposte si collocavano in antitesi con quelle di quanti sostenevano che l'effetto deflazionistico esercitato dal disavanzo della bilancia dei pagamenti provocato dal deterioramento della ragione di scambio doveva essere compensato accrescendo di altrettanto la spesa pubblica finanziata mediante

indebitamento. In effetti, la riduzione della ricchezza finanziaria netta del pubblico conseguente ad un saldo passivo della bilancia dei pagamenti correnti può essere compensata dalla spesa pubblica finanziata in disavanzo; ma, sostenevo, questa spesa, oltre a risollevare in via diretta la domanda interna, ricrea ricchezza finanziaria netta del pubblico e conseguentemente esercita una azione espansiva anche per questa via. La crescita complessiva della domanda può creare un deficit della bilancia dei pagamenti corrente ancora più ampio del precedente. L'indebitamento sull'estero non interrompe questa sequenza di azioni e reazioni, ma soltanto consente di difendere il desiderato livello di cambio; ne scaturisce la necessità di mantenere un'appropriata combinazione tra domanda interna e spesa pubblica, affinché il rigonfiamento della prima nascente da quello della seconda non avvii una serie di reazioni negative sulla bilancia dei pagamenti.

La politica del credito seguita nel 1973, giudicata *ex post*, appare espansiva, nonostante che il governo degli aggregati monetari si sia ispirato al proposito di contenere il loro accrescersi. Essa ha consentito il finanziamento della ripresa degli investimenti, alla quale ha corrisposto un aumento dei livelli di occupazione, insieme con quello dell'utilizzo della capacità produttiva e della produttività; risultati, questi, confluenti in un aumento del reddito nazionale lordo in termini reali prossimo al 6 per cento, superiore quindi a quello di lungo periodo e non più conseguito dall'economia italiana dal biennio 1968-69. Il sostegno apprestato dalla domanda per investimenti è stato rilevante: depurato della componente inflazionistica, l'aumento si colloca su valori inferiori soltanto a quelli realizzati nel 1953, nel 1955 e nel 1960. Gli investimenti in macchine e apparecchiature si sono sviluppati al ritmo più alto conseguito dal 1950. Un contributo è derivato alla domanda globale dall'accumulazione delle scorte, accentuata dalla crescente aspettativa inflazionistica. L'apporto fornito dalle esportazioni è stato inferiore al passato, nonostante l'andamento espansivo del commercio internazionale, rispetto al quale vi è stata quindi una perdita di quota.

Mentre l'anno volgeva al termine, esasperati dalla crisi dei rifornimenti di petrolio, esplodevano gli elementi di tensione accumulati. Le restrizioni quantitative dei rifornimenti di petrolio e la riaccelerazione del movimento ascendente dei prezzi internazionali determinavano nuove accumulazioni speculative di scorte; all'interno, si

sovrapponevano gli aumenti derivanti dalla graduale liberazione dei prezzi in precedenza bloccati, costituente l'unica alternativa per evitare strozzature nell'offerta, in una situazione nella quale i conti economici delle imprese avvertivano in misura crescente l'incidenza degli aumenti dei costi. Sul finire dell'annata, si addensavano timori per il futuro, soprattutto per l'accelerarsi dell'inflazione mentre il disavanzo della bilancia dei pagamenti diveniva più grave. Rallentava il tasso di incremento del reddito; l'attività industriale si arrestava sui livelli del terzo trimestre; si allontanavano le prospettive di ulteriori miglioramenti dei livelli di occupazione che i precedenti andamenti produttivi avevano suscitato. All'inizio dell'anno in corso, si aggravavano ancora il tasso di inflazione e il disavanzo verso l'estero; qualche miglioramento nella produzione e nell'occupazione indicato dalle rilevazioni statistiche appariva come manifestazione di una fase espansiva in esaurimento.

Durante il 1973 e nell'anno in corso, le autorità sono state e sono poste di fronte al grave problema dei modi di finanziamento del disavanzo della tesoreria statale, intendendo mantenere la creazione di mezzi monetari derivanti da quel finanziamento entro limiti coerenti con gli obiettivi della politica monetaria. Nell'intero 1973 il finanziamento del Tesoro ha prodotto una creazione di base monetaria di 7.230 miliardi di lire, alla quale ha corrisposto l'assorbimento dovuto alle relazioni con l'estero pari a 170 miliardi che salgono a 2.370 se si esclude l'apporto dei prestiti compensativi in gran parte vincolati presso la Banca d'Italia. Il finanziamento della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi alle aziende di credito, tenuto conto dei movimenti accidentali della fine del 1972, si è accresciuto in misura modesta: 280 miliardi nel 1973, contro 930 nel 1972. L'effetto netto di queste operazioni, incluse le partite minori, è stato un aumento della base monetaria nel 1973 di 5.080 miliardi, contro 3.600 miliardi nel 1972.

Nella prima metà del 1973, la base monetaria è aumentata di 1.320 miliardi, cioè in misura minore di quella del corrispondente periodo dell'anno precedente, nonostante il forte aumento della domanda di circolante del pubblico dovuto alla lievitazione dei prezzi e agli aumenti dei salari nei primi mesi dell'anno; conseguentemente la liquidità affluita al sistema bancario è diminuita in modo considerevole. Nella seconda metà dell'anno, il controllo sulla creazione della base monetaria è stato ostacolato

dall'eccezionale dilatazione delle occorrenze del Tesoro; ma gli effetti sul processo espansivo del credito sono stati attenuati dai provvedimenti del giugno e del luglio, con i quali si stabilivano limiti quantitativi alla concessione del credito bancario. Complessivamente nel secondo semestre la base monetaria è aumentata di 3.760 miliardi; il pubblico ne ha assorbiti 2.210 e i restanti 1.550 sono affluiti al sistema bancario, incrementandone la liquidità in misura notevolmente superiore a quella del semestre precedente.

Nel primo semestre dell'anno, il disavanzo della bilancia dei pagamenti ha indotto un'accelerazione degli impieghi bancari più accentuata di quella dei depositi; gli impieghi sono aumentati di 2.700 miliardi, mentre nel corrispondente periodo dell'anno precedente erano cresciuti di 760; i depositi sono aumentati di 3.860 miliardi e di 2.240 rispettivamente. Nello stesso periodo, il portafoglio di titoli obbligazionari liberi è diminuito di circa 280 miliardi, mentre era aumentato di 880 nel corrispondente periodo dell'anno precedente. A questo comportamento del sistema bancario si associava un minor collocamento presso il pubblico: nel primo semestre del 1973 il volume dei titoli acquistati dai privati è stato di 1.200 miliardi, mentre nel corrispondente periodo del 1972 era stato di 1.510. L'effetto congiunto di questi andamenti si ripercuoteva negativamente sulla provvista da parte degli istituti di credito mobiliare, ponendo in dubbio la possibilità della continuazione dell'erogazione di fondi. In pari tempo l'espansione dei crediti bancari appariva influenzata in più larga misura dal finanziamento di attività speculative.

In questa situazione si è deciso di istituire l'obbligo dell'investimento da parte del sistema bancario in titoli obbligazionari per un ammontare pari al 6 per cento dei depositi in essere a fine 1972; il provvedimento si proponeva due obiettivi: quello di dirigere una quota più ampia del risparmio finanziario verso l'investimento produttivo, attraverso la intermediazione degli istituti di credito mobiliare, e nello stesso tempo quello di innalzare un argine protettivo del mercato delle obbligazioni, in vista degli urti ai quali sarebbe stato sottoposto quando l'orientamento restrittivo della politica creditizia si fosse confermato. Essendo la capacità di espansione del credito globale legata alla creazione di base monetaria, l'osservanza dell'obbligo dell'investimento in titoli necessariamente si sarebbe ripercossa in un ridimensionamento della capacità delle

banche di concedere il credito ordinario. Allo scopo di impedire che ne derivassero distorsioni con danno delle attività produttive e delle imprese di minori dimensioni, si è deciso di delimitare la crescita del complesso degli affidamenti destinati ai settori dove più intensi si manifestavano i fenomeni speculativi e di quelli di maggiore importo.

In definitiva, l'istituzione dell'obbligo dell'investimento in titoli, insieme con quello dei limiti alle concessioni di credito alle diverse categorie economiche, conciliava l'esigenza di non arrestare bruscamente l'afflusso del credito alle imprese e specialmente a quelle di minori dimensioni, in un periodo nel quale gli investimenti produttivi mostravano una vigorosa ripresa, con quella di ricondurre gradualmente il processo espansivo del credito entro i limiti imposti dall'urgenza di contrastare l'aggravarsi delle spinte inflazionistiche e del disavanzo della bilancia dei pagamenti. Queste considerazioni indussero a proporre nel luglio e ad attuare nel settembre l'aumento dei tassi ufficiali, al fine di restituire loro la funzione di regolatori della domanda di rifinanziamento delle aziende di credito presso l'Istituto di emissione. I tassi ufficiali furono allineati al 6,5 per cento, mentre restarono immutate le maggiorazioni; fu inoltre decisa l'emissione di buoni ordinari del Tesoro fruttanti un tasso posticipato del 9,64 per cento annuo, in linea con quello allora prevalente nel mercato monetario; la durata di questi buoni fu stabilita in sei mesi.

Il margine di autonomia consentito alle aziende di credito ha permesso, nel corso del 1973, un'espansione degli impieghi superiore a quella degli anni precedenti: 20 per cento nel 1973, 18 per cento nel 1972 e 13 per cento nel 1971. La consistenza dei finanziamenti concessi dagli istituti di credito speciale è aumentata del 26 per cento.

Considerando le imprese e il settore delle abitazioni, se ai finanziamenti ottenuti dal sistema creditizio si aggiungono quelli acquisiti direttamente mediante collocamento di titoli e prestiti ricevuti dall'estero, si ottiene un insieme di finanziamenti di 14.650 miliardi, pari al 18 per cento del reddito nazionale lordo a prezzi correnti del 1973. Tenuto conto dei fondi trasferiti dalla pubblica amministrazione e dell'autofinanziamento, tale volume di credito ha permesso di coprire investimenti per circa 15.500 miliardi ed accrescere le attività finanziarie delle imprese per circa 7.000 miliardi. Se alle attività finanziarie delle imprese si aggiungono quelle delle famiglie, si ottiene un totale di 21.710 miliardi, contro 17.400 nel 1972. La composizione delle

stesse si è modificata a vantaggio delle attività liquide, aumentate al tasso del 23 per cento, contro il 10 per cento di quelle non liquide. Questo fenomeno è caratteristico dei periodi di inflazione.

Il processo di spostamento verso le attività reali è stato contrastato dall'aumento dei tassi di interesse bancari, al quale è seguito quello dei tassi sulle anticipazioni e sugli sconti della Banca d'Italia, fissati nel 9 per cento alla fine del marzo scorso, restando invariate le maggiorazioni del 3 per cento.

Il vincolo di investimento in titoli è stato esteso, per un altro 3 per cento, al primo semestre dell'anno in corso: alla Banca d'Italia è stata attribuita la facoltà di disporre la composizione qualitativa dei titoli acquistabili dalle banche. Sostituzioni di titoli emessi dagli istituti di credito speciale per il finanziamento degli investimenti con quelli emessi dagli stessi istituti per conto del Tesoro potrebbero agevolare la continuità del finanziamento delle occorrenze della tesoreria senza che da esso derivi una creazione di base monetaria esorbitante.

Nell'aprile scorso sono state rinnovate le norme concernenti il credito bancario: tra il 31 marzo 1974 e il 31 marzo 1975 è stato imposto il limite massimo del 15 per cento all'espansione degli impieghi di ogni azienda di credito, con esclusione di quelli costituiti da finanziamenti alle imprese elettriche, alle Ferrovie dello Stato, all'AIMA, agli enti sanitari e agli operatori con esposizione inferiore ai 30 milioni. Nell'ambito del limite complessivo, sono stati imposti ad ogni azienda un massimale del 12 per cento all'espansione del credito alle categorie finanziarie e commerciali e ai privati, un massimale del 15 per cento per gli enti dell'amministrazione locale ed uno di pari entità per i rimanenti operatori con esposizione superiore ai 500 milioni; nessun vincolo è stato posto agli operatori con esposizione compresa fra i 30 e i 500 milioni, alla condizione che l'ammontare complessivo dei crediti a questa categoria sia compatibile con il limite globale del 15 per cento.

L'applicazione del massimale e la fissazione di esso nei limiti dell'8 per cento fino al 30 settembre consentono un controllo accurato dell'espansione degli impieghi bancari, in conformità con gli impegni assunti verso il Fondo monetario internazionale. Se la necessità di assicurare il finanziamento delle istituzioni pubbliche, nella impossibilità di spostarlo sul mercato dei valori mobiliari, costringe il Tesoro ad

ampliare il ricorso alla Banca d'Italia, cresce la probabilità che la regolazione della base monetaria non riesca a contenere la dilatazione del credito entro i confini corrispondenti agli obiettivi della politica monetaria in atto. Questa eventualità spinge verso controlli diretti sul volume del credito e sulle sue destinazioni; ne discende la restrizione delle possibilità di scelta consentite ai dirigenti, alla quale corrisponde la degradazione burocratica del sistema.

Se si aggiungono i ritardi con i quali si rinnovano le cariche direttive nelle aziende di credito per la incapacità delle forze politiche di accordarsi sulle nomine e la crescente politicizzazione alla quale queste obbediscono, si comprende perché il nostro sistema bancario duri fatica a mostrare quella forza di immaginazione che da più parti si invoca. Il grado di libertà dei dirigenti delle aziende di credito è ulteriormente minacciato dalle insistenze con le quali i sindacati di azienda chiedono di partecipare alle decisioni di erogazione del credito. Cedere a quelle insistenze contrasterebbe con l'esigenza di orientare la condotta del credito verso il raggiungimento di interessi generali espressi dalle forze politiche e sindacali a livello nazionale.

Le politiche di contenimento dell'espansione creditizia impongono alle autorità monetarie di ricercare soluzioni idonee ad impedire che l'aggiustamento tra offerta e domanda di credito graviti su determinati settori dell'attività produttiva e sulle imprese di minori dimensioni. L'esperienza mostra che, in periodi di tensione, si accentua la concentrazione dei prestiti accordati alle imprese di maggiori dimensioni.

I provvedimenti presi nel luglio del 1973 e nell'aprile di quest'anno rispondono all'esigenza di tutelare le imprese minori, considerando la relazione esistente fra l'ammontare dei prestiti e la dimensione delle imprese alle quali sono accordati. I consuntivi mostrano che l'effetto di protezione dei piccoli prestiti è stato conseguito: mentre questi hanno seguito a crescere nel corso dell'anno al ritmo constatato nel secondo trimestre, e cioè al ritmo più alto accertato nell'ultimo quinquennio, i prestiti di 500 milioni ed oltre, che avevano presentato la più forte crescita nei cinque anni considerati, rallentavano bruscamente, cosicché l'incremento tra il marzo e il dicembre risultava il più basso del quinquennio. Nella seconda metà del 1973 la concentrazione dei prestiti calcolata in base alle dimensioni dell'esposizione globale mostra una netta caduta. Meno incisiva sembra essere stata l'azione dei controlli selettivi sulla

distribuzione del credito secondo la destinazione economica.

In conclusione, i provvedimenti del luglio hanno esplicitato l'effetto di assicurare un'ampia disponibilità di credito alle piccole imprese in una fase di tendenziale restrizione. Non si sono manifestati i fenomeni di razionamento dei prestiti minori che avevano caratterizzato il 1969-70: la concentrazione è anzi diminuita rispetto ai suoi valori normali. Le aziende di credito hanno esteso la concessione di prestiti mediamente più rischiosi e ciò ha concorso a spingere verso l'alto il tasso attivo medio.

La constatazione dei risultati positivi dell'esperienza compiuta ha indotto ad assumere i provvedimenti dell'aprile scorso; essi muovono dalla convinzione dell'esistenza di fonti alternative di credito alle quali hanno accesso le grandi imprese. Queste possono attrarre quote maggiori del credito speciale e possono ottenere credito dalle stesse imprese di dimensioni minori adattando le condizioni di pagamento nascenti dalle relazioni commerciali con esse.

L'azione concorde del Tesoro e della Banca d'Italia ha obbedito al proposito di arricchire la gamma degli strumenti offerti sul mercato finanziario e monetario, nell'intento di attirare verso l'intermediazione di quel mercato quote di risparmio che avrebbero cercato collocamento altrove. Una direzione di intervento è stata quella dell'agevolazione dell'investimento in azioni, nonostante che nell'esperienza italiana degli anni '60 esse non abbiano offerto all'investitore una sufficiente protezione dal degrado monetario. Un'altra direzione di intervento è quella dell'emissione di titoli a scadenza più breve, ovvero di titoli assistiti da clausole atte a limitare l'ampiezza delle oscillazioni dei corsi mediante aggiustamenti periodici dei rendimenti. Abbiamo ampliato il finanziamento del Tesoro con il ricorso a buoni ordinari a tre mesi e in sede di rinnovo dei buoni poliennali abbiamo offerto buoni quadriennali. Abbiamo condotto con cautela una politica di intervento sui corsi dei buoni pluriennali e di altri titoli emessi per conto del Tesoro.

IL PROCESSO DI AGGIUSTAMENTO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POLITICA DEL CREDITO NEL 1974

Il trasferimento di potere d'acquisto ai paesi esportatori di petrolio conseguente all'aumento del prezzo rappresenta un prelievo sulle nostre risorse che può essere valutato intorno al 3 per cento del prodotto nazionale lordo. Un diverso approccio può essere tentato considerando le variazioni dei moltiplicatori del reddito derivanti dai mutamenti della propensione marginale all'importazione: l'effetto riduttivo dell'aumento dei prezzi del petrolio, alla condizione che l'aumento si trasferisca interamente sul mercato interno, risulterebbe per il 1974 pari a circa il 5 per cento del reddito nazionale.

Calcoli eseguiti secondo il metodo indicato misurano l'effetto deflazionistico esercitato dall'aumento dei prezzi del petrolio e sono adottati in sostegno della necessità di provvedimenti compensativi atti ad impedire la contrazione del reddito. Questa concezione assume che al trasferimento di reddito ai paesi esportatori di petrolio non corrisponda, in tutto o in parte, un suo riafflusso nella forma di loro maggiori importazioni o investimenti produttivi nei paesi industriali; sottintende che riesca possibile ottenere finanziamenti esterni di ammontare sufficiente a finanziare il disavanzo della bilancia dei pagamenti nascente dal mancato riafflusso.

L'azione di governo volta ad individuare programmi di investimenti sostitutivi del minore potere d'acquisto della comunità nazionale provocato dall'aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi è conforme alle indicazioni di istituzioni internazionali, preoccupate degli effetti deflazionistici di politiche convergenti verso la ricerca del ristabilimento immediato dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Abbiamo affermato e riaffermiamo in questo luogo che tale linea di condotta non si addice alle condizioni attuali dell'economia italiana. Nel nostro caso, gli aumenti retributivi nascenti dai contratti nazionali e da quelli integrativi aziendali, e i meccanismi di diffusione degli aumenti dei prezzi attraverso la scala mobile esercitano larga parte dell'effetto compensativo che si vorrebbe affidare ai programmi di investimento. L'aumento della spesa pubblica attribuibile ai trasferimenti continua ad agire nello stesso senso.

Nel corso del 1973 le importazioni sono aumentate del 13 per cento in volume e del 44 per cento in valore; le esportazioni sono aumentate del 4 per cento in volume e del 20 per cento in valore. Al maggiore aumento dei valori delle importazioni rispetto a quelli delle esportazioni possono aver concorso sopraffatturazioni delle prime e sottofatturazioni delle seconde. Elementi di carattere accidentale hanno contribuito, nella prima metà dell'anno, ad espandere le importazioni e a contenere le esportazioni; ma anche quando l'azione di essi è venuta meno, la divergenza fra lo sviluppo delle importazioni e quello delle esportazioni confermava che l'espansione della domanda interna superava quella dell'offerta interna. La relazione fra aumento delle importazioni e aumento del prodotto nazionale lordo si collocava al di sopra dei livelli storici, offrendo così un'ulteriore conferma delle tensioni alle quali la nostra economia sottostava.

La tendenza ad anticipare i pagamenti delle importazioni e a posticipare la riscossione delle esportazioni aveva contribuito ad aggravare il disavanzo della bilancia dei pagamenti. I provvedimenti amministrativi di restrizione applicati ai termini di pagamento nonché l'obbligo del deposito del 50 per cento delle somme investite in titoli esteri iniziavano il ritorno alla politica di controllo dei cambi dalla quale il paese era stato liberato negli anni della ricostruzione economica.

Nel primo trimestre dell'anno in corso, più della metà del disavanzo della bilancia commerciale non deriva dal rincaro dei prodotti petroliferi. Non esistendo sintomi dai quali si possa dedurre che l'adattamento del volume della domanda e dell'offerta interne e della loro composizione alla mutata ragione di scambio avvenga autonomamente, sono necessarie appropriate politiche correttive, volte a contenere il volume della domanda interna diminuendo la spesa pubblica, oppure aumentando in misura consistente l'imposizione fiscale, oppure combinando l'una e l'altra politica. In questa convinzione abbiamo insistito affinché i programmi di «investimenti sostitutivi» fossero mantenuti entro limiti nettamente inferiori a quelli derivanti dal supposto vuoto di domanda provocato dall'aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi. Si sono invece impostati programmi di spesa articolati in progetti speciali dell'ordine delle migliaia di miliardi e le organizzazioni sindacali ne hanno sollecitata l'attuazione.

L'ampiezza del disavanzo della bilancia dei pagamenti ed il suo aumento

confermano che la dilatazione dei disavanzi del settore pubblico, il loro finanziamento con mezzi monetari e gli aumenti retributivi nei settori pubblici e privati concessi sotto la spinta di rivendicazioni settoriali hanno compensato l'effetto deflazionistico provocato dall'aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi ed hanno sovrapposto un effetto inflazionistico autonomo. I timori di quanti sostenevano la necessità che alle conseguenze restrittive dell'aumento dei prezzi del petrolio e del trasferimento di esso sui prezzi interni non dovessero aggiungersi quelle di contenimento della domanda provocate per scelta delle autorità, non appaiono confermati dagli eventi successivi. Il contenimento della domanda che avrebbe dovuto discendere da provvedimenti fiscali di riduzione di alcuni consumi con alto contenuto di importazione non si è verificato; alcuni provvedimenti non sono stati presi; quelli presi si sono manifestati di scarsa efficacia; gli aumenti salariali nel settore automobilistico hanno dato una violenta scossa alla struttura dei redditi monetari.

L'esigenza di sopprimere l'eccesso della domanda interna ripropone l'urgenza di una politica dei redditi; in sua mancanza, sono inevitabili le restrizioni creditizie e la conseguente concentrazione dell'aggiustamento sugli investimenti. Nella conclusione della Relazione pronunciata lo scorso anno, affermammo che l'andamento del saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti confermava l'approssimarsi del raggiungimento del pieno utilizzo della capacità produttiva disponibile, tenuto conto delle limitazioni poste a quell'utilizzo. «Si delineano le condizioni – dichiaravamo allora – nelle quali occorrerà mettere mano agli strumenti della regolazione della domanda per contenere le pressioni sulle risorse reali; diverrà manifesta l'esigenza di interventi correttivi da attuare mediante l'inasprimento dell'imposizione. Se gli interventi regolatori della domanda saranno affidati alla manovra monetaria, non potranno non urtare contro l'irrigidimento dei vincoli posti dall'espansione del volume di titoli a lungo termine creati per il finanziamento del settore pubblico».

Muovere verso l'equilibrio della bilancia dei pagamenti senza distinguere tra disavanzo petrolifero e disavanzo non petrolifero costituisce la condizione della sopravvivenza della nostra economia. Dobbiamo programmare il volume dell'indebitamento esterno nei limiti della capacità di ottenere credito da fonti di finanziamento sia pubbliche, sia private: quei limiti si spostano secondo la

dimostrazione della nostra capacità di ristabilire l'equilibrio dei conti con l'estero e di contrastare le varie componenti inflazionistiche operanti all'interno del nostro sistema economico. Esaurito il margine del nostro merito di credito, non potremo sottrarci alla necessità di una contrazione delle importazioni che investirebbe le stesse materie prime; ne deriverebbe una riduzione del livello di attività economica più drammatica di quella discendente da politiche finanziarie e monetarie di contenimento della domanda interna attuate tempestivamente.

La crisi petrolifera ci costringe ad adattare con immediatezza la struttura della nostra economia alla mutata relazione di scambio fra materie prime e prodotti. Due condizioni sono necessarie: la mobilità dei fattori produttivi, affinché si dirigano verso i settori più direttamente collegati con l'esportazione; un grado di inflazione non superiore a quello esistente nei paesi nostri concorrenti. L'irrigidimento dei rapporti di lavoro insieme con la crescita incontrollata dei redditi monetari agisce in direzione opposta.

Negli anni nei quali la nostra economia ha avanzato, gli incrementi di produttività in alcuni settori direttamente produttivi compensavano lo spreco di risorse nei settori nei quali esse venivano impiegate irrazionalmente; ma in epoca recente l'area di alta produttività è stata aggredita dall'estendersi del parassitismo annidato nella spesa pubblica, della paralisi burocratica, della borghesia di Stato.

L'aggiustamento al quale la nostra economia deve sottostare affinché si ristabilisca l'equilibrio della bilancia dei pagamenti deve indurre Stato, enti territoriali, sindacati ad accettare una ridefinizione delle priorità accordate ai singoli obiettivi. Il rifiuto di riqualificare i programmi in funzione della situazione della bilancia dei pagamenti renderà ancora più lungo, più profondo, più doloroso il processo di ristrutturazione del sistema.

L'autorità politica dovrebbe concentrare la propria azione nell'indicazione degli obiettivi ultimi e nell'apprestamento delle condizioni generali affinché siano raggiunti. In tale ambito le imprese pubbliche e private dovrebbero essere libere di obbedire alle indicazioni del mercato; il giudizio sui dirigenti dovrebbe dedursi dai risultati economici ottenuti. Seguitando invece, come accade in modo sempre più visibile, ad impartire ordini che interferiscono nella sfera delle responsabilità dirette dei dirigenti di

impresa, la perdita di efficienza del sistema diverrà irreversibile e con essa si associerà la resezione dei legami con il mercato internazionale. Occorrerebbe procedere con risolutezza alla redistribuzione degli investimenti promovendone la concentrazione nei settori direttamente produttivi. La politica dell'incentivazione dovrebbe spostarsi verso le industrie che producono beni di esportazione ovvero beni sostitutivi di quelli di importazione. L'efficienza della nostra economia dipende dalla capacità di ampliare l'area del consenso ad un sistema basato sull'autonomia dell'impresa.

Negli anni recenti si è manifestato con crescente intensità il decentramento di iniziative industriali che muovevano verso l'esterno dalle aree di maggiore concentrazione situate nell'Europa centrale. Le traiettorie seguite da quelle iniziative il più delle volte sono passate al di sopra di noi; poche hanno raggiunto le regioni nelle quali l'incentivazione vorrebbe accelerare il processo di industrializzazione. Conviene chiedersi se ciò non dipenda dalla circostanza che l'incentivazione e i modi secondo i quali essa è stata amministrata creano un ambiente nel quale si annodano relazioni poco adatte ad offrire la condizione necessaria affinché l'impresa industriale condotta con modernità di concezione sia in grado di prosperare. Nel momento nel quale la forza di attrazione esercitata dalle aree situate nei paesi produttori di materie prime diviene più intensa, cresce l'urgenza di realizzare le condizioni di autonomo sviluppo imprenditoriale nei luoghi dove intendiamo suscitare processi di industrializzazione che stringano i legami fra la nostra economia e quella del resto dell'Europa.

L'andamento insoddisfacente dell'esportazione nell'intero 1973 appare imputabile sia al repentino sviluppo della domanda interna e alla conseguente tendenza in molti settori produttivi a soddisfare questa prima di quella dell'estero, sia ad insufficienze di offerta dovute agli scioperi che hanno costellato l'annata e hanno concorso a porre la nostra industria nell'impossibilità di osservare i termini di consegna. Ai fattori congiunturali si sono aggiunti altri fattori avversi che rappresentano i segni di tendenze a lungo termine: la chimica secondaria, la meccanica di precisione e i settori a tecnologia avanzata risentono dello scarso sviluppo nel campo della ricerca scientifica e tecnologica, mentre i settori tessile, dell'abbigliamento e delle calzature perdono terreno ad opera di paesi di più recente sviluppo, che si avvantaggiano rispetto all'Italia nel costo del lavoro. Le prospettive di esportazione nel momento presente sono oscurate da

una domanda internazionale in fase di declino e da aumenti di costi e prezzi di altezza superiore a quella costatata presso i nostri concorrenti.

Ricorre all'interno del nostro paese la relazione fra la dinamica salariale e l'aumento della produttività nei limiti entro i quali essa si situa nei paesi industriali nostri concorrenti costituisce la condizione necessaria affinché si mantenga l'inserimento della nostra economia nel mercato internazionale. La legislazione e gli accordi hanno esteso l'autonomia del salario rispetto alla produttività; limitazioni di orario, divieti di straordinari e di doppi turni hanno migliorato all'interno della fabbrica la qualità della vita, riducendo però la possibilità di aumenti di produttività che compensino gli aumenti salariali. Il problema odierno non è quello della qualità della vita nella fabbrica, ma quello della continuità nella vita della fabbrica.

L'estensione di principi come quello della garanzia della retribuzione di fatto nei casi di interruzione dell'attività lavorativa potrebbe provocare l'arresto dell'attività non soltanto nella singola impresa, ma nell'insieme di esse, quando il logoramento della nostra competitività ci ponesse nella impossibilità di assicurare il rifornimento delle materie prime. Adeguamenti retributivi mediante meccanismi di scala mobile più sensibili introducono un ulteriore ostacolo al processo di aggiustamento di una economia assoggettata a spinte inflazionistiche di forza dirompente. L'agganciamento delle pensioni alla dinamica salariale dissocia ulteriormente la retribuzione dalla produzione; se viene finanziato con contributi delle imprese, grava sui costi; se viene finanziato dallo Stato senza il ricorso all'aumento dell'imposizione, amplia il disavanzo e accresce le pressioni inflazionistiche.

La normativa in materia previdenziale (D.P.R. 27 aprile 1968, n. 488; legge 30 aprile 1969, n. 153; legge 11 agosto 1972, n. 485; legge 16 aprile 1974, n. 114 ed altri provvedimenti) e l'arrendevolezza nel concedere pensioni di invalidità hanno ampliato i trasferimenti di reddito senza adeguare il prelievo tributario. Le leggi 24 maggio 1970, n. 336, e 9 ottobre 1971, n. 824, hanno promosso l'esodo di dipendenti ex combattenti e assimilati dello Stato e degli enti pubblici; il D.P.R. 30 giugno 1972, n. 748, ha facilitato l'esodo volontario anticipato del personale direttivo dello Stato. Si sono quindi infittite le file della popolazione inattiva.

Si sono ampliati i divari tra i settori pubblico e privato e tra i vari comparti

nell'interno degli stessi settori, divari maggiori in Italia che in altri paesi sviluppati. Le alte retribuzioni conquistate dai gruppi ai quali le forze politiche sono più inclini ad indulgere hanno un effetto trainante su quelle più basse, alimentando una dannosa rincorsa alla quale conferisce impeto il dilagante rancore dei gruppi non protetti.

L'incertezza sull'ordinamento entro il quale si opera, per effetto di norme innovatrici e per effetto di contrastanti interpretazioni di quelle vigenti, ostacola ogni forma di programmazione a tutti i livelli, costituendo in definitiva un elemento negativo per l'impiego razionale delle risorse umane del nostro paese.

Il processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti si compie quando i singoli e i gruppi orientano i propri comportamenti verso un punto di coerenza. Se, in condizioni di piena occupazione o in prossimità di esse, i cittadini chiedono allo Stato, alle regioni, ai comuni, alle aziende autonome una maggiore quantità di prestazioni e rifiutano di sostenerne il costo pagando imposte più alte, gli stessi cittadini domandano al sistema economico più risorse di quante esso ne possa offrire. Le risorse mancanti sono tratte dall'estero attraverso importazioni di beni e servizi eccedenti le esportazioni. Questo comportamento è analogo a quello di un paese che, in luogo di tassare i propri cittadini, pretendesse di tassare quelli dei paesi vicini. Cittadini consapevoli non possono seguitare ad occultare i propri redditi all'interno e all'estero e in pari tempo pretendere che lo Stato offra protezione, istruzione, servizi pubblici e tutto il credito necessario per finanziare le imprese dalle quali traggono redditi. L'aggiustamento al quale la nostra economia deve sottostare sarebbe inattuabile se i gruppi dirigenti attraverso il loro comportamento non conquistassero il consenso.

Nel 1963 e nel 1969 il nostro paese ha sperimentato crisi di bilancia dei pagamenti; in entrambi i casi, l'impiego degli strumenti della politica creditizia ne ha consentito il superamento senza il ricorso a provvedimenti di restrizione delle importazioni. In entrambi i casi, è seguito un rallentamento dell'attività produttiva, ma la capacità di ripresa della nostra economia non è stata compromessa. Nell'intervallo fra le due crisi il saggio di sviluppo del reddito si è mantenuto elevato, anche se la sua distribuzione non è stata appagante; la bilancia dei pagamenti nella parte corrente ha presentato eccedenze attive, soltanto in parte riflesse sull'incremento delle riserve valutarie; il livello dei prezzi ha mostrato una stabilità uguale a quella constatata nei

paesi dove la propensione ad accettare l'inflazione appariva più bassa. In quegli anni alcuni paesi hanno rivalutato, altri svalutato la propria moneta; vi sono state crisi di bilancia dei pagamenti, contingentamenti, restrizioni, istituzione di depositi obbligatori e soprattutto sulle importazioni. Ma il succedersi di questi eventi non ha impedito che il processo espansivo degli scambi in un sistema di economie interdipendenti divenisse più intenso.

Conviene chiedersi se l'impiego degli stessi strumenti di politica monetaria possa raggiungere i medesimi risultati nel momento presente. La crisi odierna si distingue da quelle precedenti per un duplice aspetto:

- a) nel 1963 il disavanzo della bilancia dei pagamenti trasse origine dalle partite correnti e rappresentò l'1,4 per cento del reddito; nel 1969 esso originò da deflussi di capitali esorbitanti rispetto all'eccedenza attiva delle partite correnti; nell'anno in corso il disavanzo atteso, petrolifero e non petrolifero, rappresenta circa il 6 per cento del reddito: questa proporzione non ha precedenti in alcun paese industriale;
- b) nel 1969 il risparmio finanziario delle famiglie fu di 6.300 miliardi e la quota assorbita dalla pubblica amministrazione e dalle aziende autonome di 1.850, pari al 29 per cento; nel 1973 il risparmio delle famiglie è stato di 13.250 miliardi e l'assorbimento da parte del settore pubblico è stato di 8.260, pari al 62 per cento.

L'intermediazione finanziaria rispetto al reddito ha assunto nel nostro paese proporzioni maggiori di quelle osservate nella generalità dei paesi industriali; conseguentemente la superficie sulla quale incide la politica monetaria è più estesa e maggiori sono le responsabilità degli autori di quella politica. Essendo la quota di risparmio assorbita dalla pubblica amministrazione più ampia da noi che negli altri paesi industriali, la difesa della quota destinata alla produzione costringe ad un urto più aspro nei periodi di restrizione creditizia. Negli ultimi cinque anni, all'accrescimento delle prestazioni della pubblica amministrazione non ha fatto riscontro quello delle imposte: la conseguenza è stata che si è attinto più abbondantemente al risparmio. Un'imposizione più alta sarebbe stata compensata parzialmente da una minore formazione di risparmio; questa, alla propria volta, si sarebbe manifestata in una minore accumulazione di ricchezza finanziaria nella forma di obbligazioni, di depositi, di biglietti. Sarebbe meno incombente il pericolo che la liquidazione della ricchezza

finanziaria possa compromettere le politiche di regolazione della domanda.

In anni lontani la legge e lo statuto vietavano alla Banca d'Italia di finanziare il settore pubblico o delimitavano rigorosamente i confini entro i quali quel finanziamento doveva essere contenuto. Al Governatore dell'Istituto di emissione non si chiedevano comportamenti eroici, ma solamente di essere il diligente amministratore che verifica l'osservanza dei rapporti stabiliti dall'ordinamento giuridico fra le diverse poste del bilancio. Neppure oggi si chiedono comportamenti eroici, ma si chiede di conciliare obiettivi posti in una più vasta costellazione: sviluppo del reddito, pieno impiego, stabilità dei prezzi, equilibrio della bilancia dei pagamenti. Quando tali obiettivi divengono inconciliabili, occorre compiere scelte. In occasione dell'Assemblea precedente, affermammo che: «Se si rendesse necessario operare un contenimento del volume globale del credito, esso, per la rigidità della domanda da parte dei settori pubblici, si concentrerebbe sui settori direttamente produttivi».

Risale al 1928 l'abrogazione delle disposizioni, contenute nel testo unico sugli istituti di emissione, concernenti le limitazioni degli impieghi della Banca d'Italia in titoli di Stato o garantiti dallo Stato. Ci siamo posti e ci poniamo l'interrogativo se la Banca d'Italia avrebbe potuto o potrebbe rifiutare il finanziamento del disavanzo del settore pubblico astenendosi dall'esercitare la facoltà attribuita dalla legge di acquistare titoli di Stato. Il rifiuto porrebbe lo Stato nella impossibilità di pagare stipendi ai pubblici dipendenti dell'ordine militare, dell'ordine giudiziario, dell'ordine civile e pensioni alla generalità dei cittadini. Avrebbe l'apparenza di un atto di politica monetaria; nella sostanza sarebbe un atto sedizioso, al quale seguirebbe la paralisi delle istituzioni. Occorre assicurare la continuità dello Stato, anche se l'economia debba cadere in ristagno; d'altronde le conseguenze del caos amministrativo sarebbero più gravi. Non possiamo impedire la caduta con i soli strumenti della politica monetaria; possiamo adoperarci affinché sia meno profonda.

Le aziende di credito e gli istituti di credito speciale si crucciano per la pressione alla quale sono sottoposti dai richiedenti di finanziamenti. Quegli istituti e gli enti che effettuano la provvista di fondi collocando obbligazioni urtano contro difficoltà crescenti e sollecitano il ricorso a nuove forme di provvista: emissioni indicizzate estese alla generalità dei titoli eserciterebbero un effetto depressivo sui corsi di quelli in

circolazione; le indicizzazioni sono efficaci se limitate a comparti circoscritti del mercato e se l'introduzione di clausole di correzione monetaria conserva carattere opzionale per le parti. Istituti di credito mobiliare, di credito fondiario, di credito agrario e le loro associazioni di categoria invocano soccorsi da parte dell'Istituto di emissione. Siamo stati e restiamo sordi alle loro invocazioni. Precede l'esigenza di ricondurre la nostra economia al rispetto del vincolo dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti. I mezzi per ottenere ciò sono noti; non esistono in materia rimedi miracolosi: occorre restringere la creazione di moneta destinata al finanziamento del settore pubblico.

La relazione esistente fra disavanzo del Tesoro, disavanzo della bilancia dei pagamenti, livello dei prezzi non è incomprensibile e ci proponiamo di dimostrarlo.

Nell'anno compreso fra il 31 marzo 1973 e il 31 marzo 1974, il disavanzo del Tesoro ha condotto a una creazione di base monetaria per 7.780 miliardi. Nello stesso periodo la distruzione di liquidità da parte della bilancia dei pagamenti correnti si può stimare in circa 2.500 miliardi; se si comprendono i movimenti di capitali, l'effetto riduttivo esercitato dalla bilancia dei pagamenti sale a circa 3.500 miliardi. Le operazioni della Banca d'Italia hanno immesso nel sistema disponibilità liquide per 990 miliardi, massimamente nella forma di anticipazioni all'Istituto centrale delle casse di risparmio, per effetto dei prelievi sui depositi presso di esso da parte delle Casse, angustiate dalla domanda di credito del settore pubblico. La base monetaria così creata è stata, nel complesso, di 5.150 miliardi, con inclusione della quota costituita dai depositi postali; 3.470 miliardi sono stati assorbiti dal pubblico, di cui 1.600 nella forma di circolante; la differenza è affluita alle banche e, insieme ad una riduzione della liquidità libera, ha consentito di assolvere l'obbligo di riserva.

I descritti movimenti monetari sono la manifestazione della circostanza che il Tesoro ha chiesto all'economia una quantità di risorse superiore a quella che la stessa ha dimostrato di essere in condizione di fornire; la differenza è stata provveduta dall'estero. Supponendo che fosse venuto meno l'apporto di risorse da parte dell'estero e dati il fabbisogno del Tesoro e il modo del suo finanziamento, l'eccesso della domanda sull'offerta, finanziato dal maggior volume di credito reso possibile dalla creazione di base monetaria, avrebbe provocato un aumento dei prezzi di gran lunga maggiore di quello di fatto avvenuto. L'equilibrio dei rapporti con l'estero si sarebbe

attuato attraverso la variazione del tasso di cambio. L'amputazione dell'eccedenza della domanda sull'offerta si sarebbe compiuta attraverso un più alto grado di inflazione.

Se si fosse desiderato ricondurre all'equilibrio i conti con l'estero senza passare attraverso un più alto grado di inflazione, il finanziamento del disavanzo del Tesoro avrebbe dovuto compiersi mediante emissione di titoli collocati nel pubblico, nel sistema bancario, o in entrambi i modi, nella misura necessaria affinché il ricorso alla Banca d'Italia fosse ridotto di circa la metà; il volume del credito affluito alle imprese attraverso il sistema bancario sarebbe stato minore di alcune migliaia di miliardi di quello che effettivamente è stato. In questo caso l'equilibrio fra domanda e offerta sarebbe stato ristabilito restringendo la domanda dal lato dell'investimento.

L'equilibrio della bilancia dei pagamenti avrebbe potuto ottenersi attraverso l'aumento del prelievo tributario sul reddito disponibile delle famiglie; in questo caso la restrizione si sarebbe concentrata sui consumi privati e da questi ultimi avrebbe potuto propagarsi agli investimenti. Non sarebbe stato necessario ridurre il credito alle imprese per creare spazio al credito al Tesoro. Il maggior prelievo fiscale per ottenere questi risultati sarebbe stato, nel periodo considerato, dell'ordine di 4.500 miliardi. Se l'equilibrio della bilancia dei pagamenti si fosse ottenuto, dopo aver sviluppato le esportazioni fino al limite consentito dall'evoluzione della domanda estera, mediante il contenimento delle importazioni, la domanda interna in termini reali sarebbe dovuta rimanere uguale a quella del 1972; il reddito nazionale sarebbe aumentato del 2 per cento.

Le considerazioni esposte mostrano che il processo di aggiustamento della nostra bilancia dei pagamenti non è impossibile, ma certamente doloroso quando debba attuarsi attraverso il contenimento generalizzato della domanda. Esso è tanto più doloroso quanto più lo squilibrio nasce da un deterioramento della ragione di scambio; ma da questa constatazione non può dedursi che esso non debba compiersi.

Poiché la necessaria riduzione del reddito reale è tanto minore quanto maggiore è la possibilità di abbassare la propensione all'importazione con provvedimenti selettivi, appare dimostrato il fondamento razionale dei provvedimenti assunti di recente.

L'istituzione del deposito obbligatorio del 50 per cento sulle importazioni di

determinate merci amplifica l'effetto riduttivo della base monetaria derivante dal disavanzo della bilancia dei pagamenti; in presenza di una politica del credito restrittiva tale effetto non viene compensato; agisce dunque dal lato della domanda.

In definitiva, alla minore offerta di merci provenienti dall'estero dovrebbe corrispondere una minore domanda per effetto della restrizione creditizia. L'obbligo del versamento del 50 per cento del valore delle importazioni, risolvendosi praticamente nell'obbligo degli importatori di sottoscrivere un prestito pubblico, attenua i pericoli di creazione esorbitante di base monetaria. Se le importazioni avvengono, il deposito amplia il potere di controllo dell'Istituto di emissione sul volume di credito globale. Se le importazioni non avvengono, la necessità di quel controllo è attenuata dalla circostanza che la restrizione in atto del credito ha da sola contribuito a ridurre il disavanzo della bilancia dei pagamenti; se il disavanzo della bilancia dei pagamenti si restringe per effetto di crediti accordati dagli esportatori esteri agli importatori italiani, si ottiene un vantaggio effimero; in considerazione di ciò, abbiamo introdotto divieti alla facoltà delle banche di concedere garanzie passive agli esportatori verso l'Italia.

La crisi della nostra bilancia dei pagamenti costituisce l'aspetto più grave di quella più ampia innescata dall'aumento del prezzo del petrolio. Non dobbiamo desistere dal collaborare in tutte le sedi internazionali, affinché si stabiliscano relazioni di prezzo fra petrolio e prodotti industriali sulla base delle quali riesca possibile eliminare lo squilibrio della bilancia dei pagamenti assicurandone il finanziamento nel periodo necessario perché l'aggiustamento si compia. La costituzione di un'agenzia internazionale per procedere all'approvvigionamento collettivo dei prodotti petroliferi potrebbe essere una soluzione da sperimentare nel periodo dell'aggiustamento; le garanzie collettive per prestiti da contrarre in quel periodo potrebbero agevolare il funzionamento. In attesa di soluzioni si diffondono politiche di regolazione della domanda affidate alla manovra monetaria dalle quali derivano spinte verso la recessione. Contingentamenti delle importazioni di prodotti petroliferi e la loro estensione a quelli non petroliferi potrebbero divenire inevitabili.

In principio d'anno il disavanzo del settore statale è stato stimato per il 1974 in 9.200 miliardi; questo disavanzo si collegava con un deficit della bilancia dei pagamenti prossimo ai 5.500 miliardi; ma un deficit di queste dimensioni non è sostenibile. La

Comunità economica europea raccomanda di procedere rapidamente verso il contenimento del deficit ed indica il limite massimo di 2.000 miliardi di lire nel 1975. Al fine di raggiungere questo obiettivo la Comunità raccomanda di restringere il finanziamento globale all'economia ad un livello nettamente inferiore a quello di 22.400 miliardi indicato nella lettera di intendimenti inviata dal governo italiano al Fondo monetario internazionale. All'uopo incita a ridurre il disavanzo del Tesoro e il suo finanziamento mediante mezzi monetari e a diminuire i disavanzi degli enti locali, previdenziali, delle aziende autonome; la pressione fiscale deve crescere e le tariffe dei servizi pubblici debbono essere maggiorate quando le gestioni sono in perdita.

Verso l'accoglimento dei suggerimenti della Comunità spinge l'urgenza di contenere il disavanzo della bilancia dei pagamenti nei limiti entro i quali possa essere finanziato intrecciando l'utilizzo delle linee di credito, sulle quali non abbiamo tratto, del Fondo monetario internazionale e delle banche centrali, nonché di eventuali crediti a lungo e a medio termine da attingere al mercato internazionale per destinarli all'estinzione dei crediti a breve termine.

Il Consiglio e la Commissione della Comunità hanno accettato le argomentazioni esposte dal Ministro del tesoro, dalle quali si deduce che l'obbligo del deposito del 50 per cento sulle importazioni risponde ad uno stato di necessità, ma insistono sulla opportunità che quei provvedimenti siano sostituiti con altri, orientati verso la regolazione della domanda globale. Questa esigenza non è contestabile; occorre però che a noi stessi e ai nostri soci europei siano chiare le conseguenze. Il muovere, anche gradualmente, nel corso del 1974 verso l'obiettivo del contenimento del disavanzo della bilancia dei pagamenti entro il limite di 2.000 miliardi nel 1975 ci impegna ad attuare immediatamente politiche di restrizione della domanda interna. La situazione congiunturale in atto e in prospettiva nei mercati internazionali induce a credere che l'aggiustamento debba compiersi più dal lato del rallentamento delle importazioni che da quello dello sviluppo delle esportazioni. In definitiva, l'avviarsi verso l'equilibrio in presenza di una congiuntura internazionale caratterizzata da una flessione dell'attività non può aver luogo senza un andamento analogo della domanda interna.

Il condurre in queste condizioni una politica orientata verso l'obiettivo

intermedio del contenimento del disavanzo della bilancia dei pagamenti entro un limite di 3.000 miliardi in ragione d'anno esigerebbe, secondo i nostri calcoli, una riduzione della domanda interna in termini reali tra il 4 e il 5 per cento rispetto al livello del 1973. L'andamento della bilancia dei pagamenti costatato nella prima metà dell'anno indicherebbe la necessità di una riduzione di importo maggiore; sembra sufficiente contenerla nella dimensione indicata, perché l'effetto iniziale creerebbe le condizioni di un suo ampliarsi, così da consentire il compiersi dell'aggiustamento. Se la riduzione fosse cercata mediante un prelievo tributario addizionale e l'ammontare di questo fosse limitato a 2.000 miliardi, sarebbe necessario integrarne gli effetti con il ricorso a restrizioni creditizie; l'espansione degli impieghi bancari dovrebbe essere più bassa di quella originariamente preventivata di un ordine di grandezza di un quarto; l'impatto si distribuirebbe tra gli investimenti e i consumi.

Se ci si proponesse di conseguire l'obiettivo del contenimento del disavanzo della bilancia dei pagamenti entro il limite sopra indicato attenuando il carico sugli investimenti, il prelievo tributario dovrebbe essere di 3.700 miliardi.

In entrambi i casi, il reddito nazionale lordo in termini reali sarebbe di uno o due punti percentuali inferiore a quello del 1973.

Signori Partecipanti,

in altri tempi in quest'aula si affermò che non è compito dell'Istituto di emissione segnalare i modi secondo i quali crescere le imposte. Ma è compito dell'Istituto di emissione significare che, se si vuole, come si afferma di volere, restringere il disavanzo della bilancia dei pagamenti con la manovra fiscale, non ci si può esimere dall'aumentare l'imposta personale e dall'estendere l'aumento ai redditi che si addensano nella fascia di maggior frequenza: un aumento consistente di gettito si ottiene nei tempi brevi se l'aggravio di imposta colpisce anche questi redditi. Né può soccorrere un aumento dell'imposta sul valore aggiunto, limitato ai consumi non necessari; l'aumento deve applicarsi con aliquote differenziate all'intera gamma dei consumi e i conseguenti accrescimenti dei prezzi devono essere temporaneamente esclusi dal computo della scala mobile. Credere e far credere che basti aumentare il

carico sui redditi posti al vertice della piramide dei redditieri equivale ingannare sé stessi e gli altri. Né sembra accettabile che la manovra delle imposte sarebbe inceppata dalla transizione in atto verso un sistema tributario più moderno. Ciò che in altri paesi si fa, si deve poter fare nel nostro.

La solvibilità esterna del paese non si difende seguitando a vezzeggiare l'opinione dei più. La difesa della solvibilità, dalla quale dipende la continuità del processo produttivo, costringe a far leva sulla manovra monetaria, pur nella consapevolezza degli effetti negativi che discendono sullo sviluppo della capacità del sistema di produrre reddito. Restando invariato il disavanzo del Tesoro, il finanziamento di esso deve spostarsi verso forme dalle quali derivi una creazione meno ampia di mezzi monetari; in questa convinzione il Tesoro ha deciso di offrire alle aziende di credito e alla Banca d'Italia, affinché li ricollochi presso di esse, buoni ordinari al tasso posticipato del 15,32 per cento. Nella misura nella quale il tentativo di finanziare il disavanzo del Tesoro con mezzi non monetari abbia successo, il minore afflusso di base monetaria al sistema bancario restringerà la capacità di espansione del credito. I limiti quantitativi posti alla espansione del credito agli enti pubblici si propongono di difendere la quota destinata alle imprese; ma saranno inefficienti se non si procederà con urgenza al contenimento dei disavanzi; l'adeguamento delle tariffe dei servizi pubblici è una delle condizioni necessarie.

La restrizione di credito, nonostante i tentativi di contenerne l'impatto sulle imprese, ne aggrava la condizione e, in alcuni casi, le spinge al dissesto; induce salvataggi da parte di enti pubblici, concorre così alla estensione di quel settore, che accede al credito con la prepotenza nascente dalla garanzia basata sul diritto di battere moneta. L'introduzione di prezzi politici aggiungerebbe nuove difficoltà a quelle indicate: il trasferimento sullo Stato delle perdite che da essi discenderebbero riproporrebbe il dilemma: finanziamento del maggiore disavanzo con mezzi monetari e quindi conseguenze negative sui prezzi e sulla bilancia dei pagamenti; finanziamento con credito bancario e quindi minore disponibilità di esso per le imprese. D'altronde, in presenza di una dinamica dei prezzi molto sostenuta, l'aggiustamento dei prezzi politici avviene con contrazioni dell'offerta reale seguite da improvvise esplosioni di questi prezzi. Non è tempo di espedienti; ma di decisioni gravi nel campo delle retribuzioni e

delle imposte; il ricorso alla manovra monetaria per difendere la solvibilità esterna del Paese risponde ad una dura necessità; attuare una simile manovra è un compito ingrato; l'Istituto di emissione lo adempie con determinazione.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1974

Signori Partecipanti,

Nel corso del 1974 il margine d'incertezza nell'economia internazionale e interna si è ampliato e la probabilità di errore nelle determinazioni di politica economica e monetaria si è accresciuta; la verifica della loro congruità e il loro adattamento al mutare delle condizioni si sono fatti più frequenti; il dialogo tra il Ministero del tesoro e la Banca d'Italia è diventato più assiduo e all'interno di quest'ultima l'esame incrociato con larga partecipazione dei rappresentanti dei Servizi più continuo; anche la collaborazione tra l'Amministrazione centrale e le Filiali si è intensificata. L'incontro odierno offre l'occasione per esporre l'insieme delle risoluzioni prese e le loro motivazioni, al fine di porgere all'opinione pubblica uno strumento per esercitare un controllo critico sui comportamenti delle autorità.

Nella conclusione della Relazione dello scorso anno affermammo che la situazione in atto e in prospettiva nei mercati internazionali induceva a credere che il progresso verso la riduzione del disavanzo della nostra bilancia dei pagamenti si sarebbe compiuto più dal lato della decelerazione delle importazioni che da quello dell'accelerazione delle esportazioni. Non avremmo potuto avviarci verso l'equilibrio, in presenza di una congiuntura internazionale caratterizzata da una flessione dell'attività, senza un andamento analogo della domanda interna: il reddito nazionale lordo in termini reali sarebbe risultato nell'anno in corso inferiore a quello del 1974 e forse a quello del 1973.

In successive dichiarazioni pubbliche insistetti nell'affermare che le economie dei paesi industriali sarebbero state investite da una recessione che avrebbe potuto degenerare, in mancanza di provvedimenti tempestivi di sostegno della domanda interna coordinati nell'ambito delle organizzazioni internazionali.

CONSIDERAZIONI SULLA SITUAZIONE MONETARIA INTERNAZIONALE

Nell'arco temporale compreso fra la convocazione precedente e quella odierna dell'Assemblea dei Partecipanti scarsi progressi sono stati compiuti nella cooperazione internazionale. Una delle cause risiede nella concomitanza di politiche economiche orientate verso l'eliminazione rapida dei disavanzi delle bilance dei pagamenti prodotti dall'aumento del prezzo del petrolio, politiche perseguite nonostante che organizzazioni internazionali avessero avvertito che il loro effetto sarebbe stato di aggravare la recessione.

La transizione brusca del gruppo dei paesi industriali da una posizione tradizionalmente eccedentaria nei pagamenti correnti a una fortemente deficitaria non poteva avvenire senza determinare contraccolpi nei comportamenti degli operatori e delle autorità. I paesi che, nonostante tutto, hanno visto concludersi l'anno con un avanzo corrente o con disavanzi contenuti devono ciò, oltre che alla più favorevole posizione di partenza, all'energia con cui le autorità hanno contrastato la peggiorata prospettiva nei pagamenti esterni. Tra i maggiori, la Germania federale ha raddoppiato il proprio avanzo; tra quelli che si sono assegnati l'obiettivo di eliminare il disavanzo petrolifero entro un anno o due figura una metà forse dei principali paesi industriali.

Invero, non pochi paesi hanno ignorato la conclusione – inevitabile quando si voglia escludere un'implosione dell'attività economica – alla quale si era arrivati all'indomani dell'aumento del prezzo del petrolio e cioè che, data la propensione a importare dei paesi esportatori di greggio, che, pur rapidamente crescente, non era e non sarà sufficiente ancora per qualche anno a riassorbire l'eccedenza petrolifera, i paesi industriali importatori di petrolio avrebbero potuto riportare in pareggio i loro pagamenti correnti solo nel medio periodo.

Questo atteggiamento di cautela è stato anche dettato dalle difficoltà che si sono delineate, sin dall'inizio, nel finanziamento dei disavanzi. La quadruplicazione del prezzo del petrolio ha aperto nei pagamenti internazionali una voragine in cui si riversano ampi flussi di fondi. A un anno dall'aumento del prezzo, i paesi esportatori di petrolio avevano più che triplicato le loro riserve di valute, che così salivano a rappresentare, a fine 1974, quasi un terzo del totale mondiale. Occorrevano iniziative

lungimiranti, intese a porre il sistema monetario internazionale in grado di provvedere al finanziamento ordinato dei disavanzi petroliferi. Condizioni per il raggiungimento di tale obiettivo erano, e sono, una partecipazione equilibrata della componente di mercato e di quelle ufficiali, nonché uno spostamento verso il lungo termine delle forme di finanziamento.

L'esigenza di siffatte iniziative si è manifestata in un momento profondamente problematico della cooperazione economica internazionale, nella quale dovrebbe collocarsi anche una disciplina delle forme debordanti di potere, di influenza e di pressione con le quali le strutture oligopolistiche agiscono sul piano internazionale.

L'affermata simmetria degli obblighi di paesi in posizione eccessivamente creditoria o debitoria non sembra essere andata oltre la mera enunciazione di principio. I paesi mirando a obiettivi spesso in contrasto tra loro, è finita per prevalere l'inazione a livello ufficiale. Il maggior onere del finanziamento è caduto sul mercato e sulle sue istituzioni, le quali lo hanno assolto nel mezzo di tensioni crescenti per esse e per i loro debitori. La circostanza che paesi in posizione dei pagamenti incerta siano stati costretti a concentrare sui mercati il finanziamento del disavanzo ha esasperato quelle tensioni e contribuito a scatenare sospetti di insolvenze, che tendevano a trasformare la voragine apertasi nel sistema in voragini nazionali, incolmabili per le economie più deboli. Nel clima così creatosi vi era scarso spazio per considerazioni pacate, che tenessero nel dovuto conto, per i singoli paesi, l'uso che essi si accingevano a fare dei fondi mutuati e, per il sistema, le conseguenze, al di là del periodo breve, di una situazione in cui i prezzi relativi dei prodotti industriali e del petrolio fossero congelati al livello di inizio 1974.

La divergenza intorno ai problemi posti dall'aumento del prezzo del petrolio e alle loro soluzioni ha avuto una delle manifestazioni più evidenti quando nell'ambito del Fondo monetario internazionale si è discusso dell'opportunità di rinnovare la speciale forma di credito finanziata soprattutto dai paesi esportatori di greggio (*oil facility*). Alcuni paesi industriali, soprattutto gli Stati Uniti, hanno opposto resistenza al rinnovo e ottenuto che esso avvenisse in limiti angusti, respingendo la concezione secondo la quale il processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti dovrebbe essere condotto distinguendo nel breve periodo la parte del disavanzo attribuibile

all'aumento del prezzo del petrolio. Questo atteggiamento probabilmente rispondeva alla convinzione dell'opportunità di rifiutare l'adeguamento del sistema monetario internazionale all'esigenza di accogliere gli effetti degli squilibri delle bilance dei pagamenti prodotti dall'aumento del prezzo del petrolio, affinché i paesi esportatori fossero indotti ad abbassare prima o poi quel prezzo.

Mentre da un lato si è preteso di esercitare un effetto di costrizione su quei paesi affinché riducessero il prezzo, dall'altro si è proposto di convenire un prezzo minimo all'importazione al fine di promuovere lo sviluppo di fonti alternative di produzione dell'energia. Ma contro l'opportunità di convenire un prezzo minimo si sono levate voci secondo le quali esso impedirebbe alle forze di mercato di ricondurre i prezzi relativi a livelli compatibili con l'equilibrio delle bilance dei pagamenti. Contemporaneamente, si è sostenuta l'opportunità che i paesi consumatori stringessero fra loro un accordo di mutua assistenza al fine di garantire la sopravvivenza dei più deboli nell'intervallo temporale richiesto dall'aggiustamento. L'accordo fra i paesi partecipanti all'OCSE ha accolto questa impostazione; ma il progetto originario, attraverso i dibattiti seguiti alla presentazione, è stato profondamente deformato, sicché quello che è stato convenuto potrebbe definirsi un patto, anziché di mutua assistenza, di mutuo sospetto.

L'accordo si basa su apporti congegnati in modo da escludere i paesi esportatori di petrolio; il concorso degli Stati Uniti si risolverebbe in una creazione addizionale di dollari e conseguentemente contribuirebbe a debilitare quella moneta nel mercato dei cambi; quello della Germania federale avverrebbe sotto forma di garanzia all'assunzione di prestiti nel mercato dell'eurodollaro, sebbene essa accenti presso le casse del proprio istituto d'emissione dollari per 22 miliardi. Osserviamo che la concezione secondo la quale i prestiti dell'OCSE dovrebbero cementare il fronte dei paesi industriali, opponendoli ai paesi esportatori di petrolio, solleva dubbi intorno all'efficacia dell'azione diretta a indurre questi ultimi ad abbassare il prezzo, mantiene immuni da vincoli le disponibilità liquide che a essi affluiscono e concorre ad alimentare nel mercato dei cambi condizioni d'incertezza.

La Comunità economica europea, nelle diverse sedi nelle quali si sono dibattuti i problemi dell'assetto del sistema monetario internazionale e del suo adeguamento all'incalzante succedersi degli eventi, non ha sempre recato un contributo coerente con

l'obiettivo di promuovere lo sviluppo equilibrato delle economie dei paesi membri. La concezione secondo la quale conducono alla recessione politiche che convergono nel breve periodo verso l'equilibrio delle bilance dei pagamenti, senza distinguere la quota di disavanzo assegnabile all'aumento del prezzo del petrolio, ha stentato ad acquisire diritto di cittadinanza presso gli organi della Comunità. Membri della Commissione hanno assunto l'iniziativa di annunciare ingenti prestiti comunitari destinati a finanziare i disavanzi dei paesi che incontravano le difficoltà maggiori e in qualche misura hanno contribuito a menomare il credito dei potenziali destinatari.

I dibattiti intorno al prestito comunitario da collocare sia presso i paesi esportatori di petrolio sia nel mercato dell'eurodollaro si sono conclusi nel febbraio di quest'anno. Gli importi originari sono stati ridimensionati e l'accesso ai prestiti da parte dei possibili prenditori è stato assoggettato all'osservanza di procedure costrittive. I prestiti sarebbero contratti dalla Comunità sul mercato internazionale alla condizione che uno o più membri ne avessero fatto richiesta in precedenza e nei limiti di questa. Si finanzierebbero i disavanzi dei singoli paesi anziché quello, ove esistesse, della Comunità nel suo complesso verso il resto del mondo. Il principio della solidarietà, al quale i prestiti dovrebbero ispirarsi, sembra cedere il posto a quello della tutela da parte dei paesi a economia dominante.

Mentre l'aumento generale dei prezzi ha inflazionato i valori del commercio mondiale, e quello del prezzo del petrolio ha moltiplicato l'entità dei disavanzi da finanziare, l'accrescimento di liquidità, incondizionata e condizionata, attraverso i meccanismi ufficiali è stato inadeguato; né è stato distribuito razionalmente, ma si è concentrato in paesi che non ne avevano necessità.

Da parte della generalità dei paesi si è convenuto sull'opportunità di ridurre l'oro alla condizione di merce, sopprimendo il prezzo ufficiale; da parte degli Stati Uniti e dei paesi emergenti si è ostacolata la possibilità di mobilitare l'oro congelato nelle riserve delle banche centrali ammettendo la facoltà di comprare e di vendere sulla base di un prezzo derivato da quello di mercato; nonostante l'affermazione, spesso ripetuta, che i diritti speciali di prelievo sarebbero divenuti il centro del sistema monetario rinnovato, si è rinunciato a una loro creazione, non ritenuta necessaria per il supposto «effetto di giostra» che avrebbe moltiplicato la liquidità facendo rifluire ai paesi in

disavanzo i dollari da essi ceduti ai paesi esportatori di petrolio; nonostante le obiezioni nostre e di altri paesi, si è concordato un aumento inadeguato delle quote nel Fondo monetario internazionale. La carenza di iniziative ufficiali ha avuto l'effetto di rendere indispensabile la moltiplicazione della liquidità attraverso i canali privati e ha indebolito l'interesse a sottoporre questi ultimi a un controllo efficace.

Agli avanzi delle bilance dei pagamenti dei paesi esportatori di petrolio avrebbero potuto corrispondere disavanzi di ciascuno dei paesi importatori verso ciascuno dei primi; la regolazione degli squilibri avrebbe potuto, cioè, compiersi mediante accumulazione da parte dei paesi esportatori di crediti espressi nelle singole monete dei paesi importatori. Ovvero sarebbe potuto accadere che la parte maggiore degli avanzi dei paesi esportatori fosse finanziata in contropartita del disavanzo del paese creatore della moneta preferita. Il circuito monetario si sarebbe chiuso mediante l'espansione dell'indebitamento a breve termine di quest'ultimo: tale funzione sarebbe stata assolta dal disavanzo in termini di liquidità della bilancia dei pagamenti americana.

Il disavanzo si è manifestato, nel 1974, in un aumento delle passività a breve termine degli Stati Uniti di 24 miliardi di dollari. Questo aumento si è associato a quello, di 25 miliardi, delle passività a breve termine degli xenomercati, al netto delle operazioni interbancarie. La somma di queste due poste misura l'aumento delle disponibilità liquide in dollari del resto del mondo; l'impiego forzato del dollaro ne aumenta l'instabilità e ne danneggia la funzione di moneta internazionale.

Nel 1974 l'aumento complessivo delle riserve ufficiali è stato pari a circa il 20 per cento e quello delle xenovalute, considerate, per evitare duplicazioni, al netto dei conti interbancari e di quelli intestati ad autorità ufficiali, del 6 per cento. Rapportando il volume dell'interscambio mondiale alla consistenza di queste due grandezze, si ottiene un indice della velocità di circolazione della liquidità internazionale pari a 2,4 contro 1,9 nel 1973. L'insufficiente creazione di moneta internazionale è evidente ove si consideri che le riserve ufficiali dei maggiori paesi industriali sono cresciute di appena il 4 per cento; per di più esse hanno mostrato la tendenza a concentrarsi in quelli con un avanzo di parte corrente; i restanti paesi hanno contratto debiti internazionali per un importo equivalente a circa 15 miliardi di dollari.

L'insieme delle pressioni descritte ha contribuito a sospingere i tassi d'interesse, soprattutto quelli a breve termine, a livelli inusitati e ha reso più oneroso il finanziamento dell'aumento del prezzo del petrolio e più vantaggioso per i beneficiari di quell'aumento il mantenimento del ricavato sotto forma liquida; anche dal lato monetario è quindi derivata una remora alla spendita degli avanzi petroliferi e al loro investimento a lungo termine.

Il mancato adeguamento degli strumenti ufficiali di riserva agli accresciuti bisogni del commercio mondiale ha instaurato il circolo vizioso della necessità di una creazione di dollari attraverso il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti in termini di liquidità; di una maggiore tendenza a convertire dollari in altre valute; dell'indebolimento del dollaro. Inoltre, motivazioni estranee alla situazione della bilancia dei pagamenti di base degli Stati Uniti hanno suscitato imponenti trasferimenti di fondi in dollari; i corsi dei cambi hanno registrato forti oscillazioni: fra il marzo 1974 e il marzo 1975 l'apprezzamento del marco tedesco e del franco svizzero rispetto al dollaro è stato pari, rispettivamente, al 13 e al 25 per cento.

L'instabilità dei cambi mieteva vittime nei sistemi bancari, soprattutto perché si ponevano in essere operazioni speculative, in alcuni casi in violazione delle disposizioni delle autorità. Nel giro di pochi mesi, verso la metà dell'anno scorso, numerose banche, non tutte minori, subivano ingenti perdite sulle operazioni in cambi e alcune fallivano. Le grandi banche operanti sull'euromercato riducevano i depositi e le linee di credito alle minori, specie a quelle dei paesi ritenuti finanziariamente meno solidi. Ciò contribuiva a incrinare la fiducia negli istituti medio-piccoli e a far trasferire i depositi presso quelli più grandi. La conseguente crisi di liquidità di numerose banche medio-piccole inceppava il funzionamento degli euromercati, anche perché alcune grandi banche, presso le quali si concentravano gli eurodepositi, mostravano difficoltà a espandere il credito a causa dell'elevato rapporto tra passività e capitali propri.

Le autorità monetarie degli Stati Uniti hanno mostrato di fatto un atteggiamento d'indifferenza verso l'andamento del corso del dollaro nei mercati dei cambi; in alcuni momenti sono intervenute per moderare l'ampiezza delle oscillazioni, ma gli interventi non si sono proposti di difendere una relazione di cambio giudicata consona alla condizione di equilibrio dei mercati. Le autorità monetarie della Comunità economica

europea hanno convenuto di coordinare gli interventi in dollari allo scopo di mantenere condizioni ordinate sul mercato dei cambi. Tuttavia, non hanno definito una politica di medio periodo nei confronti del dollaro, rassegnandosi a subire le iniziative del paese che lo crea, e di quelli che lo detengono. Il consolidamento della situazione economica della Francia ha indotto le autorità ad annunciare l'intento di reinserire il franco nell'area delle monete partecipanti all'accordo di fluttuazione congiunta. Gli eventi narrati mostrano l'opportunità di un ampliamento dell'area della stabilità; questo non sarebbe duraturo se non si creassero le condizioni della coesione. Tali condizioni sono state da noi indicate nel corso dei dibattiti degli ultimi anni; una di esse è l'impegno ad attuare politiche concertate nei confronti del dollaro.

Progressi sostanziali verso l'unificazione economica sono la condizione necessaria affinché l'area di stabilità delle monete europee si affermi. L'unificazione economica potrebbe essere parte del processo di ricostituzione di un ordine mondiale basato sulla cooperazione e volto alla diffusione del benessere. La redistribuzione del peso economico, e del potere che vi si accompagna, fra paesi e gruppi di paesi i quali in passato avevano accettato la posizione che l'economia americana aveva rafforzato a seguito della guerra, presuppone che quei paesi si assumano gli obblighi che la funzione di guida impone loro, anche se ciò dovesse richiedere a breve termine il sacrificio di aspirazioni e interessi nazionali.

In situazioni di estrema gravità si tende a dirimere le questioni sui modi di esercitare la funzione di guida accettando quella del paese che ha il maggior peso economico e politico. Non è detto che questa debba essere la soluzione fra paesi di matura civiltà, il cui dinamismo economico tenda verso un assetto equilibrato, di tipo policentrico. Una guida collettiva è indice appunto di un alto grado di maturità e può essere tanto efficiente quanto quella esercitata da una superpotenza. È invece la carenza della funzione di guida che il sistema non può sostenere in situazioni di crisi grave, senza scivolare verso forme aberranti di instabilità.

Numerosi paesi, tra i quali gli Stati Uniti e la Germania federale, in questi ultimi mesi hanno imboccato la strada della reflazione, azionando gli strumenti della politica fiscale e di quella monetaria e creditizia; quest'ultima aveva svolto una funzione di primo piano nel perseguire il rallentamento della crescita dei costi e dei prezzi.

L'eventualità di una ripresa dell'attività produttiva tra la fine di quest'anno e l'inizio del prossimo e l'atteso ulteriore rallentamento della spirale dei prezzi fanno apparire non improbabile per quel periodo il superamento della fase acuta delle presenti difficoltà cicliche. Ma, guardando oltre, l'evoluzione dell'economia mondiale non potrà non risentire dei problemi strutturali, interni e internazionali, non ancora risolti.

Su quelli interni, che sono in primo luogo responsabilità dei singoli paesi, ci si soffermerà nel seguito di queste considerazioni; giova comunque notare, a questo punto, che quanto più ciascun paese avrà progredito verso la soluzione dei propri problemi, tanto maggiore sarà il contributo che potrà apportare alla soluzione di quelli internazionali. Non si può riformare con effetto duraturo l'assetto economico e monetario internazionale senza il ripristino di condizioni di stabilità all'interno dei vari paesi. Finché questi troveranno difficoltà a risolvere i propri problemi interni, vi sarà la tendenza a piegare a quel fine gli strumenti della politica commerciale e monetaria internazionale. Per definizione, quegli strumenti escludono che se ne possa fare un uso ottimale ignorandone la portata propriamente internazionale.

È vero che l'ordine monetario ed economico scaturito da Bretton Woods e dagli altri accordi post-bellici aveva raggiunto un grado di obsolescenza politica ed economica tale che ormai la sua capacità di contribuire a uno sviluppo armonico dell'economia mondiale si era di fatto esaurita. Un nuovo ordine, però, in cui l'avanzamento verso la prosperità e il progresso siano cercati in meccanismi quali il commercio fra Ovest ed Est e la diffusione del processo di sviluppo a zone rimaste finora ai margini, non può essere costruito disfaccendo l'ordito di rapporti multilaterali; esso ha integrato i mercati nazionali a dimensione sub-ottimale in un mercato che, pur non avendo dimensione planetaria, ha liberato dal bilateralismo degli anni trenta e dei primi anni di questo dopoguerra. Ma è proprio verso il bilateralismo che può spingere l'accresciuto grado di instabilità dell'economia mondiale.

Una ricaduta generalizzata nel bilateralismo non può essere validamente contrastata ostinandosi a predicare la devozione a un modello derivato da quello dominante nello scorso quarto di secolo: occorre cominciare a ricostruire con paziente tenacia. Come avevano intravisto alcuni fra i partecipanti ai lavori per la riforma del sistema monetario internazionale, i problemi del cosiddetto periodo interinale sono

quelli sui quali dovrà soprattutto cimentarsi la capacità di ricostruire il sistema. Le soluzioni risulteranno più feconde se le autorità accoglieranno le sollecitazioni provenienti dai mercati, componendole in un quadro di coerenze.

Ho sottolineato in altre occasioni che le distanze tra le autorità monetarie e i mercati si sono accorciate: sul piano delle idee, quanto all'assetto ottimale da dare al sistema monetario internazionale, e su quello pratico. Ciò è avvenuto anche perché è cresciuta la dipendenza dal mercato per il finanziamento dei disavanzi. In assenza di controlli di natura pubblica, lo stesso mercato ha sperimentato gli squilibri tipici di un sistema bancario lasciato a se stesso e ha invocato interventi regolatori della liquidità. Le richieste dei banchieri internazionali hanno assunto la forma quasi esclusiva di una sollecitazione rivolta alle autorità a esercitare la funzione di prestatrici di ultima istanza, nel caso di spostamenti di depositi subitanei e indipendenti dalla corretta amministrazione delle banche. Ma essi hanno continuato a insistere sull'inopportunità di estendere all'euromercato le stesse regole vigenti per i sistemi bancari nazionali, argomentando che, sussistendo necessariamente aree non regolate, il mercato si trasferirebbe in queste ultime, gli attuali centri finanziari verrebbero privati della loro supremazia, l'efficiente amministrazione dei fondi in valuta verrebbe compromessa. Come misura di questa efficienza si menziona il più ridotto divario fra tassi attivi e passivi rispetto a quelli vigenti nei mercati nazionali.

Queste argomentazioni entrano in contraddizione tra loro allorché si invoca un'offerta di liquidità di ultima istanza senza riconoscere alle autorità la responsabilità di giudicare a chi prestare, per quale importo e a quale fine. Si tratta non soltanto di assistere banche in difficoltà, ma anche di decidere se riprendere sul mercato o da altre banche quanto dato per prevenire crisi di fiducia. Né le motivazioni addotte corrispondono a condizioni operative, in quanto esistono strumenti capaci di impedire spostamenti di depositi dall'area regolata a quella non regolata.

In tema di liquidità internazionale le autorità continuano nella loro impostazione dicotomica: da un lato, considerano liquidità internazionale soltanto le riserve ufficiali, cioè gli strumenti finanziari che esse stesse detengono (oro, diritti speciali di prelievo, posizione sul Fondo, dollari e altre valute); dall'altro, insistono nel considerare il mercato internazionale delle valute come un luogo estraneo all'equilibrio delle proprie

riserve e delle parità monetarie e professano la convinzione della responsabilità primaria nazionale nel governo dell'euromercato e più in generale degli xenomercati. Questo atteggiamento non riflette le condizioni dell'azione delle stesse autorità e del mercato, nel quale i diversi strumenti convivono; né le condizioni di mercato di uno strumento possono mutare senza che ciò si ripercuota sugli altri, e quindi sulle preferenze delle autorità monetarie.

Il successo della riforma esige una programmazione dell'azione ufficiale estesa a tutti gli strumenti e adattabile al mutare della congiuntura. In questo quadro d'insieme, l'ammontare delle quote e delle forme speciali di credito nel Fondo monetario internazionale, il prezzo dell'oro, il volume dei diritti speciali di prelievo e dei dollari si determinerebbero in maniera coordinata. Questa sembra essere la lezione che si può trarre dal succedersi degli eventi connessi con l'aumento del prezzo del petrolio, che ci hanno impegnato in molte sedi e che soltanto apparentemente ci hanno allontanato dall'orizzonte della riforma dell'ordine monetario internazionale. Questi eventi hanno dato spicco ai punti di debolezza dell'attuale sistema, contribuendo a spingere la comunità dei paesi verso una soluzione negoziata: occorre però arrivarci con chiarezza di idee.

La trattativa in atto nell'ambito del Fondo monetario internazionale non ha consentito di definire obiettivi verso i quali tendere in un quadro contingente profondamente mutato rispetto a quello originario. Secondo gli Stati Uniti, il ricorso alla fluttuazione dei tassi di cambio dovrebbe essere accolto nell'assetto definitivo del sistema; secondo altri, il funzionamento ordinato degli scambi e dei pagamenti internazionali dovrebbe basarsi su parità fisse, anche se sottoposte a correzione più frequente. Esiste concordanza sul principio che l'adeguamento della liquidità internazionale dovrebbe essere affidato ai diritti speciali di prelievo e concorrere a promuovere uno sviluppo economico equilibrato. Ai paesi più poveri dovrebbe essere assegnata una quota maggiore delle risorse mondiali; ma alle loro attese si risponde costituendo comitati e sottocomitati.

Nelle Relazioni passate ciascuno di questi temi è stato a lungo dibattuto. Sulla posizione dei diritti speciali di prelievo e dell'oro nel sistema monetario internazionale abbiamo invocato soluzioni fondate sulla ragione, adoperandoci affinché divenissero

operative. Il marco tedesco, seguito da altre valute, ha espresso il suo valore in termini di diritti speciali; è stata approvata una nuova unità di conto europea, suscettibile, nel corso del tempo, di estese applicazioni; non più misura dei valori del sistema, l'oro è divenuto un serbatoio dei valori e ha potuto essere impiegato come strumento di garanzia. Nonostante l'ingente crescita del prezzo del metallo nel mercato libero, il sistema monetario internazionale si è reso meno dipendente dall'oro e più ancorato ai diritti speciali di prelievo; ma il rifiuto di adeguare la loro quantità alle accresciute esigenze di finanziamento degli squilibri e il mantenimento delle attuali limitazioni alla loro circolazione inducono a dubitare della forza della ragione alla quale la loro istituzione si ispirava.

La nostra presenza nelle organizzazioni internazionali si è proposta di cogliere, attraverso le analisi che vi si compiono, le tendenze evolutive della situazione economica, la cui interpretazione è divenuta più complessa. Il riesame dei pareri espressi in alcune di quelle organizzazioni, come ad esempio nell'ambito della Comunità economica europea, mostra il mutare degli atteggiamenti in breve spazio di tempo e la conseguente difficoltà di adattare le politiche nazionali. Alla fine del 1973 l'accentuazione del rialzo dei prezzi domina il quadro congiunturale; la domanda globale in espansione preme sull'apparato produttivo; la lotta contro l'inflazione è l'obiettivo prioritario; il suo conseguimento richiede di frenare la domanda. Le caratteristiche della situazione sono correttamente delineate, ma gli orientamenti di politica economica che se ne deducono restano ancorati alla linea interpretativa degli anni '60. Si suggeriscono provvedimenti come se i termini del problema non avessero subito mutamenti e si attende che alle azioni di politica economica seguano con la passata consequenzialità gli effetti riequilibratori.

La crisi energetica rende più complessi i problemi economici e più confuso il quadro previsionale: si riconosce che l'assorbimento dell'accresciuto costo delle fonti energetiche impone una ristrutturazione delle economie e si indicano, quali condizioni per realizzarla, un accrescimento dei consumi privati sensibilmente più lento di quello del prodotto nazionale lordo e un'attiva politica sociale. La politica economica comunitaria avverte così la necessità di una strategia a medio termine, che tuttavia viene fatta discendere unicamente dalla crisi petrolifera.

Ma ancor prima della crisi del petrolio, all'interno dei singoli paesi, i vari gruppi premevano per una politica sociale più attiva, caratterizzata da interventi che mutassero la composizione della domanda contenendo la quota dei consumi privati e ampliando quella dei consumi sociali. Anche nei paesi con minori squilibri territoriali e sociali, la qualificazione del prodotto nazionale lordo aveva assunto importanza maggiore del suo aumento; l'obiettivo principale non era l'elevatezza del tasso di sviluppo, ma la ricerca di più accettabili modi di produrre e l'orientamento della produzione verso il soddisfacimento dei bisogni sociali, della cui priorità i cittadini stavano prendendo crescente consapevolezza. La sottovalutazione dell'importanza della politica economica di medio periodo da parte degli organi comunitari risale ai vincoli politici, espressi e inespressi, che hanno condizionato l'impostazione dell'attività di quegli organi. L'approccio ai problemi di struttura presuppone la disponibilità ad accogliere un'impostazione soprannazionale e implica l'impegno di accettare oneri che nell'immediato appaiono solo a vantaggio di alcuni paesi. Soltanto l'esistenza di questa condizione pregiudiziale avrebbe potuto stimolare, attraverso l'analisi critica delle vicende economiche dei paesi della Comunità dalla sua costituzione, quella fantasia che consente di trascendere il contingente e speculare il futuro.

L'approccio congiunturale ha invece avuto la prevalenza e, mancando l'approfondimento delle cause, più facilmente le previsioni sono state contaminate dai desideri. Non si è avvertito che stava per iniziare la più grave recessione dal dopoguerra. Soltanto dall'autunno i rapporti sullo stato dell'economia comunitaria prendono atto del deterioramento della situazione; manifestano sorpresa per l'inquietante ritardo nella ripresa degli Stati Uniti; costatano che anche in Francia e in Germania federale è subentrata una fase di ristagno; all'inizio del nuovo anno, i dati statistici danno la misura del calo della produzione in quasi tutti i paesi industriali; le possibilità di ripresa, sia negli Stati Uniti sia in Germania federale, Olanda e Francia, vengono spostate sempre più avanti nel tempo, nel migliore dei casi al secondo semestre 1975; le previsioni di sviluppo del reddito nella Comunità economica europea sono di mese in mese ritoccate in senso riduttivo; tra gli obiettivi di politica economica, accanto alla lotta all'inflazione, compare il riassorbimento della disoccupazione.

Per la prima volta dalla fine della guerra il gruppo dei paesi industriali ha subito

una flessione dell'attività economica. Fra i maggiori paesi europei, il rallentamento della domanda interna, nel 1974, è stato particolarmente severo nella Germania federale. Con un interscambio non molto inferiore a quello degli Stati Uniti, e con una quota di esso che si svolge con gli altri paesi europei doppia di quella americana, le fluttuazioni nell'attività economica della Germania federale costituiscono ormai il fattore esterno singolarmente più importante per la congiuntura di quei paesi.

Il numero dei disoccupati nei paesi industriali è salito nei primi mesi di quest'anno a oltre 15 milioni; sarebbe salito ancor più, se in alcuni paesi, e in particolare nel nostro, non fosse stato contenuto da istituti che diffondono l'onere dell'aggiustamento su porzioni importanti della manodopera industriale attraverso la riduzione delle ore lavorate. Si è ottenuto così che la recessione gravasse meno sulla frangia dei lavoratori marginali; ma le tensioni sociali e politiche, attizzate dall'inflazione, sono divenute inquietanti.

La resistenza della presente crisi al trattamento relativamente rapido che le politiche di stabilizzazione dovrebbero consentire deriva dal peso che in essa hanno fattori strutturali. Sono proliferati i corpi che sono riusciti a circondarsi di una schermatura protettiva ampliando le zone di rigidità che intralciano il processo di aggiustamento, rendendolo più costoso. L'eliminazione dell'eccesso generalizzato di domanda, che aveva contraddistinto le economie dei paesi industriali fin verso l'inizio del 1974, e il sopraggiunto difetto di domanda globale, indicato dal declino del grado di utilizzo della capacità produttiva, non sono valsi a sradicare l'inflazione. Questa, nella sua importante componente strutturale, postula programmi a livello disaggregato, la cui pienezza di risultati è affidata ad azioni coerenti nel medio periodo.

Nella generalità dei paesi industriali lo spazio di frenata delle politiche monetarie è stato particolarmente lungo, specie per effetto della condizione iniziale di ampia liquidità prevalente in molte economie, allorché, tra la fine del 1972 e il principio del 1973, furono introdotte le misure restrittive. Tale condizione derivava dalla sostenuta creazione di liquidità internazionale nel triennio 1970-72 e dalle politiche monetarie interne di tipo espansivo seguite da molti paesi nel 1971 e nella maggior parte del 1972. Essa è testimoniata dal rapporto tra attività liquide e reddito nettamente superiore alle tendenze di medio periodo sia per le imprese sia per le famiglie. Le

imprese, in particolare, presentavano nel 1971-72 una posizione netta di liquidità che appariva alquanto elevata e che veniva successivamente sostenuta dai profitti di congiuntura derivanti dalla rapidità e dalla natura inflazionistica dell'espansione ciclica.

Le politiche di restrizione creditizia in atto nei principali paesi industriali sono continuate, e in alcuni casi si sono accentuate, nel primo semestre del 1974, nonostante che l'inversione ciclica fosse avvenuta e gli investimenti in termini reali rallentassero sensibilmente. Si deve attribuire ciò non soltanto alla priorità assegnata all'obiettivo dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti, ma anche alla difficoltà di graduare la manovra sulla base dei normali indicatori monetari, in un periodo di forte inflazione, di aspettative inflazionistiche variamente diffuse, di prezzi relativi in rapido mutamento. Ha concorso la sottovalutazione delle tendenze recessive, latenti o ormai manifeste, dalla quale alcune istituzioni internazionali deducevano l'incitamento affinché i paesi in disavanzo riequilibrassero rapidamente le loro economie.

Nella descritta situazione internazionale si è inserita la nostra azione diretta a ristabilire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e a moderare l'intensità degli impulsi inflazionistici.

Nel maggio scorso il disavanzo autonomo della bilancia dei pagamenti, escluso cioè il flusso dei prestiti compensativi, aveva superato, dall'inizio dell'anno, i 6 miliardi di dollari. L'aumento dei prezzi ingrosso e di quelli al consumo nei tre mesi precedenti era avvenuto a tassi annui del 58 e del 24 per cento. Non esistevano possibilità di accesso al mercato finanziario internazionale, poiché il nostro indebitamento si aggirava sui 10 miliardi di dollari; avevamo tratto integralmente sulla linea di credito concessaci dalla Comunità economica europea a titolo di sostegno a breve termine; residuavano le possibilità di trarre sulla linea di credito aperta dal Fondo monetario internazionale, ed eventualmente sulla *oil facility*.

In questa condizione di solitudine appariva confermata l'esigenza di condurre con determinazione una politica autonoma che evitasse la bancarotta della nostra economia; la stampa internazionale e quella interna non ponevano in dubbio se essa sarebbe avvenuta, ma soltanto speculavano intorno al momento nel quale ciò sarebbe accaduto.

Nei primi quattro mesi di quest'anno la bilancia dei pagamenti valutaria ha presentato un saldo autonomo attivo per circa 100 milioni di dollari. Nello stesso periodo abbiamo rimborsato prestiti compensativi per 400 milioni di dollari, estinto il deposito della Bundesbank per 500 milioni e abbiamo tratto dal Fondo monetario 378 milioni di dollari, completando così il prelievo per 1.214 milioni di dollari sulla linea di credito concessaci; inoltre abbiamo pagato interessi passivi per circa 400 milioni. Nel mese di maggio gli interventi nel mercato dei cambi si sono conclusi con un introito di alcune decine di milioni di dollari; nello stesso mese ha avuto luogo un'ulteriore riduzione dell'indebitamento esterno. L'aumento dei prezzi ingrosso e di quelli al consumo nei tre mesi precedenti è avvenuto a tassi annui, rispettivamente, del 3 e del 12 per cento.

Come affermammo nella Relazione dell'anno scorso, non poteva non avvenire una riduzione del ritmo di attività; ma nel primo trimestre dell'anno in corso la produzione industriale si è mantenuta in prossimità del livello toccato nel quarto trimestre dell'anno precedente.

La situazione patrimoniale sull'estero delle istituzioni monetarie, inclusi i prestiti compensativi, appare equilibrata, se si valuta l'oro al prezzo di riferimento di 149 dollari per oncia assunto nell'operazione di deposito incrociato fra la Banca d'Italia e la Bundesbank. In seguito alla conversione del sostegno a breve della Comunità economica europea in concorso a medio termine, le passività complessive di 15 miliardi di dollari risultano quasi esclusivamente a medio e a lungo termine.

Il disavanzo della bilancia dei pagamenti corrente è stato ricondotto entro limiti nei quali dovrebbe riuscire possibile finanziarlo mediante movimenti di capitali autonomi e crediti concessi da istituzioni internazionali. In altre parole, l'obiettivo della difesa della solvibilità esterna del paese è stato raggiunto.

Le stime del disavanzo per il 1975 sono state riviste di recente verso il basso, ma seguitano a indicare ammontari cospicui. L'evoluzione della bilancia dei pagamenti è attribuibile alla caduta delle quantità importate e dei prezzi di molte materie prime industriali e di alcune derrate alimentari; la debolezza della domanda estera limita le prospettive di migliorare lo sviluppo dell'esportazione. Una ripresa dell'attività economica interna, anche se affidata ai settori con contenuto d'importazioni

relativamente basso, non potrà non esercitare un effetto di stimolo sugli acquisti all'estero; il vincolo della bilancia dei pagamenti si manifesterà allora in tutta la sua crudezza, se non sarà allentato dall'espansione delle esportazioni, e questa non avverrà se costi e prezzi non saranno competitivi. La compensazione del disavanzo petrolifero richiede un avanzo nei restanti scambi di merci e servizi pari al 4,5 per cento del reddito nazionale; un'eccedenza di quest'ordine di grandezza fu conseguita negli anni 1965-68, in presenza di una domanda mondiale sostenuta e di continui guadagni di quote di mercato da parte delle nostre esportazioni.

CONSIDERAZIONI SULLA SITUAZIONE MONETARIA INTERNA

L'inversione del ciclo è stata determinata in Italia, come in altri paesi industriali, dagli effetti diretti e indiretti di contenimento della domanda indotti dall'aumento del prezzo del petrolio e delle altre materie prime e dai provvedimenti di politica economica messi in atto per sollecitare il riequilibrio della bilancia dei pagamenti.

L'aumento dei prezzi delle merci importate, rappresentate per oltre il 40 per cento da materie prime e fonti di energia, ha superato largamente quello dei prezzi delle merci esportate, costituite essenzialmente da manufatti. Ove le quantità dei beni e servizi scambiati fossero rimaste uguali a quelle dell'anno precedente ne sarebbe derivato, per tutto l'anno 1974, un aggravio di quasi 5.000 miliardi di lire nel disavanzo; quest'ultimo avrebbe raggiunto i 7.500 miliardi.

Il peggioramento delle ragioni di scambio con l'estero si è tradotto in un forte divario tra l'incremento dei prezzi impliciti dei consumi e degli investimenti interni, pari al 21,6 per cento, e quello dei prezzi impliciti del prodotto lordo, pari al 16,6 per cento. L'aumento del prodotto lordo è stato a prezzi costanti del 3,4 per cento, insufficiente a compensare quel divario: il potere d'acquisto distribuito ai fattori produttivi è diminuito dello 0,8 per cento. Ciò ha contribuito al forte rallentamento della domanda interna, cresciuta dell'1,7 per cento a prezzi costanti, contro il 7,3 dell'anno precedente.

L'aumento di prodotto non assorbito dalla domanda interna è stato trasferito

all'estero, dando luogo a una riduzione del disavanzo in termini reali, che ha consentito di contenere il peggioramento del saldo degli scambi di beni e servizi in poco più di 3.000 miliardi. La riduzione del potere d'acquisto dei redditi distribuiti all'interno ha riguardato sia le famiglie sia le imprese; anche a seguito degli inasprimenti fiscali, il reddito disponibile delle famiglie è diminuito del 2,4 per cento; è pure avvenuta una contrazione, sempre in termini reali, dei profitti lordi delle imprese non finanziarie, dato il forte aumento dei prezzi dei beni capitali.

Il deterioramento, nel corso dell'anno, dei conti economici delle imprese e l'accumulazione delle scorte di prodotti finiti hanno mantenuto elevata la domanda di credito anche alla fine del 1974 e al principio del 1975, allorché la flessione della domanda aggregata e della produzione era già in atto, contribuendo a rallentare la riduzione dei tassi d'interesse a breve termine. In particolare, ampia e crescente è stata la quota dei finanziamenti complessivi destinata a coprire i disavanzi degli enti e delle imprese che offrono servizi pubblici, perché l'alterazione dei prezzi relativi causata dal processo inflazionistico si è ripercossa sfavorevolmente sui settori i cui prezzi si adeguano con maggiore lentezza al mutare delle condizioni dell'economia.

Nella prima parte dell'anno 1974 il comportamento delle imprese e delle famiglie è stato orientato dall'aspettativa di un'inflazione incontrollata. Le imprese hanno continuato un'intensa attività d'investimento in capitale fisso, tendendo inoltre a riportare le scorte verso livelli normali, e hanno acquisito attività finanziarie sull'estero; quando il credito non è stato sufficiente, hanno attinto alle disponibilità monetarie accumulate. Le famiglie hanno tentato di mutare la composizione della ricchezza, orientandosi verso gli immobili e i beni rifugio, provocando forti aumenti dei loro prezzi; all'interno della ricchezza finanziaria, è aumentata la preferenza per le attività liquide; la propensione al consumo è cresciuta.

Incertezze nel combattere le spinte inflazionistiche e nell'adattare la politica di sostegno dei corsi obbligazionari hanno aggravato i timori di perdita di potere d'acquisto e di diminuzione delle quotazioni: lo squilibrio del mercato finanziario è risultato di dimensioni ingenti. Nonostante il razionamento delle nuove emissioni e il vincolo di portafoglio imposto alle aziende di credito, il mercato ha potuto essere ricondotto all'equilibrio soltanto con l'aumento dei tassi d'interesse; questo si è

realizzato nel periodo compreso tra marzo e novembre.

Le distorsioni nell'allocazione del risparmio hanno reso impossibile il finanziamento del Tesoro con mezzi non monetari; per mantenere il controllo del processo di creazione della base monetaria le autorità hanno introdotto nuovi strumenti volti ad assorbire l'eccedenza di liquidità immessa nel sistema dal Tesoro. Allorché la distruzione di base monetaria causata dalla bilancia dei pagamenti diminuiva, le autorità monetarie, dopo aver limitato l'ulteriore indebitamento con l'estero delle banche, hanno manovrato le operazioni di mercato aperto e il rifinanziamento delle aziende di credito in modo da regolare la crescita della base monetaria, e quindi l'espansione del credito, anche in conformità agli impegni assunti in sede internazionale. Essendosi giudicato insufficiente il controllo del credito bancario esercitato attraverso la regolazione della base monetaria, e insoddisfacenti le sue destinazioni, è sembrato opportuno introdurre un limite all'accrescimento complessivo degli impieghi, mantenendo alcuni criteri di allocazione degli stessi, e rinnovare l'obbligo d'investimento in titoli.

Nel primo trimestre del 1974 la regolazione della base monetaria è avvenuta con la distruzione di liquidità effettuata dal disavanzo della bilancia dei pagamenti e con il rimborso di parte delle anticipazioni a scadenza fissa concesse in dicembre al sistema bancario. Collocamenti di BOT avrebbero consentito un più stretto controllo della liquidità delle aziende di credito; ciò sarebbe stato possibile se i tassi d'interesse sui BOT e i tassi ufficiali fossero stati sollecitamente adeguati alle condizioni di equilibrio del mercato, parzialmente celate dalla politica d'intervento sui tassi a lungo termine.

Nel secondo trimestre il drammatico deterioramento della bilancia dei pagamenti e le insostenibili pressioni sulle riserve ufficiali inducevano le autorità monetarie a spostare l'obiettivo di politica economica dalla crescita del reddito al contenimento del disavanzo con l'estero. L'ingente fabbisogno di cassa del Tesoro, finanziabile soltanto mediante creazione di base monetaria, alimentava all'interno il processo inflazionistico e aggravava il disavanzo della bilancia dei pagamenti vanificando i vantaggi del deprezzamento esterno della lira.

Le autorità monetarie compensavano in misura minore che in precedenza la distruzione di base monetaria determinata dai rapporti con l'estero; in maggio venivano emessi BOT a tre mesi al tasso del 15,32 per cento, e ciò consentiva di non immettere

liquidità nel sistema attraverso il rimborso dei titoli in scadenza.

Nel periodo compreso tra febbraio e maggio 1974 seguivamo a intervenire intensamente a sostegno dei titoli, sia pure a corsi via via decrescenti, nonostante che ci proponessimo di contenere l'espansione della base monetaria. L'apparente contraddizione dipende dal convincimento dell'opportunità di impedire il precipitare dei corsi in un momento nel quale la diffusione dell'informazione intorno all'aggravarsi della bilancia dei pagamenti ingenerava il panico fra i risparmiatori. In giugno il sostegno veniva abbandonato; nonostante che il rialzo dei tassi a lungo termine fosse rapido e questi raggiungessero i livelli vigenti all'estero, il mercato non trovava un nuovo equilibrio per l'incertezza sul futuro corso dell'inflazione, della politica monetaria e di quella fiscale. L'aumento dei tassi a breve termine era ancora più rapido: tra la fine di aprile e la fine di giugno quello sui depositi interbancari saliva dal 13 al 18 per cento. L'operare congiunto della bilancia dei pagamenti e del vincolo di portafoglio causava una rapida flessione dell'offerta di prestiti bancari.

L'istituzione del deposito obbligatorio sulle importazioni concorreva a esercitare un effetto di restrizione monetaria. Il ritmo di crescita dei depositi bancari subiva una flessione, nonostante lo spostamento della preferenza del pubblico verso le attività liquide.

In giugno e in luglio, al fine di non distruggere base monetaria, non venivano offerti BOT all'asta. In luglio le aziende di credito chiedevano BOT alla Banca d'Italia per investire una parte della liquidità e rimborsavano l'indebitamento con la banca centrale contratto nel mese precedente; i tassi a breve termine cominciavano a diminuire. Veniva mitigato l'onere del deposito obbligatorio sulle importazioni con la riduzione dello stesso sulle carni bovine e l'esenzione di alcuni prodotti agricoli. Si invitavano le banche a non aumentare le esposizioni debitorie nette verso l'estero, anche allo scopo di contrastare la crisi di credibilità del nostro sistema sui mercati internazionali. Il Comitato interministeriale del credito, nell'intento di promuovere i finanziamenti all'edilizia, all'agricoltura e all'esportazione, deliberava provvedimenti concernenti il collocamento delle cartelle fondiari e l'adeguamento dei tassi base del credito agevolato alle condizioni di mercato.

In agosto e in settembre l'andamento della bilancia dei pagamenti confermava il

miglioramento delineatosi in luglio; la Banca d'Italia tendeva a stabilizzare la quantità complessiva di base monetaria posseduta dalle banche; queste procedevano a rimborsare parte dei debiti verso l'estero e verso l'Istituto d'emissione; inoltre, acquistavano da questo BOT in aggiunta a quelli domandati alle aste mensili; i tassi d'interesse sul mercato interbancario scendevano; appariva qualche miglioramento nei corsi dei titoli a lungo termine. La tendenza ascendente dei tassi sui mercati internazionali si invertiva: vi era la probabilità che tale cambiamento non fosse un evento transitorio, date le aspettative di minor crescita della domanda. Ci chiedemmo se dovessimo oppur no riattivare la politica di sostegno al mercato finanziario. Preferimmo rinviare di qualche mese; gli eventi dell'ottobre confermarono la fondatezza di quella prudenza.

Nel mese di ottobre, infatti, in coincidenza con l'incerta situazione politica, i movimenti speculativi di capitali si rinvigorivano; nonostante gli ingenti interventi nel mercato dei cambi da parte della Banca d'Italia, non poteva essere evitato un deprezzamento della lira, che continuava in novembre. La politica monetaria diveniva nuovamente più cauta; la domanda di prestiti bancari restava elevata; i tassi d'interesse nel mercato interbancario tornavano a salire; tutti i tassi muovevano verso l'alto. Questo andamento, insieme con la perdurante incertezza nel mercato finanziario, favoriva la preferenza del pubblico per i depositi bancari. I tassi a lungo termine raggiungevano livelli elevatissimi.

Alla fine del mese di ottobre veniva soppresso il deposito sull'importazione di carne bovina; nella prima decade di novembre scadevano i sei mesi dall'entrata in vigore del deposito: per le esenzioni intervenute nei primi mesi di applicazione l'effetto netto diveniva quello di immettere base monetaria nel sistema, inizialmente per circa 100 miliardi al mese. Nella prima metà di novembre la pressione dei movimenti speculativi nel mercato dei cambi restava intensa. In queste condizioni si effettuavano due emissioni di BOT a tre mesi e a un anno, offerti rispettivamente al 15,32 e al 15,61 per cento: tra assegnazioni all'asta e acquisti diretti presso la Banca d'Italia la sottoscrizione delle aziende di credito riconduceva la liquidità del sistema bancario nei limiti desiderati.

Nella seconda metà di novembre il cambio della lira si stabilizzava, sebbene i

nostri interventi nel mercato dei cambi si riducessero sensibilmente; inoltre, affluivano informazioni attestanti la decelerazione dei prezzi ingrosso e il rallentamento della domanda di credito a breve termine. In dicembre il corso della politica monetaria veniva mutato, nonostante che la bilancia dei pagamenti continuasse a essere in disavanzo: gli strumenti disponibili venivano orientati in senso espansivo. Non venivano emessi BOT; il rifinanziamento al sistema bancario diveniva più abbondante; si consentiva l'immissione nelle riserve obbligatorie di 300 miliardi di cartelle fondiariae con ritiro di contante; in pari tempo la consistenza dei depositi obbligatori sulle importazioni scemava. Il Comitato del credito verso la fine di dicembre esentava i crediti alle esportazioni dal contingentamento degli impieghi e «globalizzava» quello dei prestiti alle imprese produttive, sopprimendo il massimale specifico per quelle con le esposizioni maggiori.

Nei primi mesi del 1975 il corso assunto dalla politica monetaria veniva confermato: l'eccedenza di liquidità immessa alla fine del 1974 era soltanto parzialmente riassorbita mediante la cessione di BOT alle aziende di credito che ne facevano domanda alla banca centrale. All'asta di gennaio venivano offerti 500 miliardi di BOT al tasso del 14,13 per cento; se si tiene conto dell'ampio miglioramento della situazione di liquidità delle banche e della flessione dei tassi sul mercato interbancario, la quantità offerta e il prezzo base sembrano essere stati coerenti. L'asta registrava invece un insuccesso; poiché nello stesso mese le aziende di credito acquistavano presso la Banca d'Italia 610 miliardi di BOT, appariva chiaramente che il sistema di emissione di BOT e di intervento della Banca d'Italia doveva essere riesaminato per restituire significato alla quantità di titoli offerti alle aste mensili.

Anche la riforma del sistema della riserva obbligatoria rispondeva all'esigenza di accrescere il campo d'applicazione e l'efficacia di questo strumento, al fine di regolare la quantità del credito e dei depositi bancari: tali obiettivi sono stati conseguiti ammettendo il versamento delle riserve obbligatorie soltanto in contante, stabilendo l'uniformità dei coefficienti per tutte le aziende di credito e per tutte le categorie di depositi, e commisurando le riserve alle variazioni di questi ultimi.

Uno dei problemi assillanti che le autorità monetarie devono risolvere anche nel 1975 è quello di assicurare finanziamenti a lungo termine al settore pubblico, agli

investimenti delle imprese, all'edilizia. Lo strumento fondamentale del quale la banca centrale dispone, e cioè la regolazione della base monetaria, è stato impiegato in senso espansivo. Coerente con tale orientamento è la determinazione del Comitato interministeriale del credito del marzo scorso di sopprimere il deposito infruttifero a carico degli importatori, ciò che consente di immettere gradualmente nel sistema circa 1.200 miliardi di base monetaria. Questa politica è stata affiancata da provvedimenti volti a sostenere la ripresa del mercato finanziario e ad accrescere l'elasticità operativa del sistema bancario.

A tale scopo, le autorità monetarie hanno deciso di:

- a) prolungare per un semestre il vincolo di portafoglio delle aziende di credito, sia pure rendendolo più flessibile e ristrutturandolo in armonia con la riforma della riserva obbligatoria;
- b) intervenire attivamente nel mercato dei titoli a reddito fisso per restringere le oscillazioni di breve durata e ridurre i rischi connessi con condizioni non ordinate del mercato;
- c) eliminare i massimali all'espansione dei prestiti delle aziende di credito;
- d) sollecitare la diminuzione dei tassi bancari, dando priorità al rifinanziamento delle aziende di credito che, per effetto della flessione dei tassi, perdessero quote di mercato.

In questa politica si collocano le recenti riduzioni dei tassi ufficiali.

Nelle considerazioni finali pronunciate il 30 maggio 1973 concludevamo elencando gli eventi che si sarebbero succeduti qualora si fosse attuata una politica di restrizione creditizia: «se si rendesse necessario» affermavamo allora «operare un contenimento del volume globale del credito, esso, per la rigidità della domanda da parte dei settori pubblici, si concentrerebbe sui settori direttamente produttivi. Si leverebbero di nuovo alte le grida...». L'istituzione dell'obbligo d'investimento in titoli per le aziende di credito nel giugno di quello stesso anno si proponeva di apprestare una difesa; essendo i titoli emessi dagli istituti di credito mobiliare, il loro collocamento avrebbe assicurato una provvista di mezzi agli istituti atti a impedire l'interruzione dei finanziamenti in un periodo nel quale erano in corso investimenti in impianti di proporzioni cospicue.

L'ampiezza assunta dal disavanzo del Tesoro e la necessità di provvedere al suo finanziamento riducevano la capacità della Banca d'Italia di regolare la base monetaria e di contenere il credito nei limiti desiderati. I provvedimenti concernenti il volume e la composizione del credito si proponevano l'obiettivo di ridurre il disavanzo della bilancia dei pagamenti e nello stesso tempo di contrastare le aspettative di un aggravamento dell'inflazione. La manovra intrapresa ha avuto successo, ma al costo che avevamo indicato nelle precedenti Relazioni. La restrizione del credito, inserita in un processo autonomo di contrazione del reddito, ha accelerato quel processo, ma nello stesso tempo ha contribuito a ristabilire la nostra credibilità internazionale; ne sono seguite rigidità e distorsioni nella struttura dei bilanci bancari e nella concorrenza fra le banche.

I provvedimenti attuati nell'arco temporale compreso fra il giugno 1973 e il maggio 1974, in un contesto internazionale contraddistinto dal languire delle forze di coesione, riflettono il distacco dalle condizioni che in passato avevano consentito di attuare la politica monetaria in un sistema finanziario ordinato: quelle condizioni erano il tendenziale equilibrio dei conti con l'estero, il contenimento del disavanzo del Tesoro in limiti moderati, l'armonia di strutture tra le passività finanziarie delle imprese e le attività finanziarie delle famiglie. Tra i produttori e gli utilizzatori di risparmio esisteva una sostanziale coincidenza di scelte circa la durata dell'investimento: il funzionamento della borsa e l'esistenza di adeguati margini di risparmio d'impresa favorivano la partecipazione al rischio e alla responsabilità della condotta dell'attività industriale. In quelle condizioni, il principio della separazione del credito a breve da quello a lungo termine poteva essere rispettato, perché la trasformazione delle scadenze da parte del sistema finanziario restava contenuta entro limiti ristretti.

In simili circostanze anche alla banca centrale riusciva possibile operare secondo l'ortodossia monetaria: banca delle banche, specializzata essa stessa nel credito a breve termine, somministrava base monetaria al settore privato attraverso il rifinanziamento del sistema bancario e in ragione dei bisogni dell'industria e del commercio. L'istituto della riserva obbligatoria stringeva il legame tra la creazione di base monetaria e la formazione di depositi e di crediti, mentre l'autorizzazione all'emissione delle obbligazioni assicurava il controllo della possibilità di raccolta degli istituti specializzati

nel credito a lungo termine, componendo così in un razionale complesso gli strumenti assegnati in dotazione alla politica monetaria. Alla banca centrale veniva richiesto di intervenire su limitati obiettivi per garantire il valore interno ed esterno della moneta.

L'apertura dei mercati internazionali, l'ampliamento dell'area di intervento pubblico nell'economia, i più forti contrasti per la distribuzione del reddito e la garanzia del valore delle retribuzioni hanno profondamente mutato l'assetto originario, creando condizioni nelle quali gli squilibri economici e finanziari incombono con maggior frequenza e intensità, mentre gli strumenti disponibili per risanarli operano con minore efficacia.

Il valore degli scambi con l'estero, rispetto a quello del reddito nazionale lordo, è salito dal 26 per cento in media negli anni '50 al 31 negli anni '60, al 43 nel periodo 1971-74 ed è stato del 54 per cento nel 1974. Il disavanzo del Tesoro, commisurato anch'esso al reddito nazionale lordo, ammontava all'inizio degli anni '50 al 4 per cento; diminuiva a un valore medio del 2 per cento nella prima metà degli anni '60; iniziava poi una crescita accelerata fino a raggiungere nel 1973 e nel 1974 livelli intorno al 9 per cento. All'accentuarsi di questi fattori di condizionamento esterni al sistema creditizio si accompagnava un profondo mutamento nella composizione delle attività e delle passività finanziarie dell'economia: i depositi bancari aumentavano in rapporto alle attività finanziarie dal 29 per cento in media negli anni '50 al 37 negli anni '60 e al 45 nell'ultimo quadriennio; la quota dell'indebitamento a breve termine sul totale delle passività finanziarie dell'economia saliva meno rapidamente, passando dal 27 per cento al 30 e al 33.

I bilanci del sistema creditizio forniscono l'immagine speculare degli squilibri degli operatori non finanziari. Dato il principio istituzionale che limita la facoltà delle aziende di credito di concedere finanziamenti a lungo termine e date le difficoltà insorte nel collocamento di titoli presso il pubblico, questa immagine ha assunto i seguenti connotati:

- un aumento della quota dei titoli in portafoglio rispetto ai depositi: dal 13 per cento in media negli anni '50, al 21 negli anni '60, al 29 negli ultimi quattro anni; per converso, una diminuzione della quota dei finanziamenti bancari diretti nei finanziamenti complessivi concessi dal sistema creditizio: dal 76 per cento negli

anni '50 al 70 negli anni '60, al 68 per cento nell'ultimo quadriennio.

- un aumento della quota dei finanziamenti del sistema creditizio al settore pubblico e privato alimentata con depositi bancari; tale quota ha seguito un profilo discendente fino al 1971, per poi iniziare una crescita accelerata che in tre anni l'ha portata dal 78 all'83 per cento.

La mutata composizione dei bilanci bancari ha conciliato la struttura finanziaria dei settori in disavanzo con quella dei settori eccedentari, e ha consentito il finanziamento della domanda pubblica e privata; senza questo adattamento gli investimenti, il reddito e l'occupazione si sarebbero sviluppati a tassi meno elevati. Ma a questo servizio reso dalle banche ha fatto riscontro una diminuzione della loro flessibilità operativa, della quale si patiscono le conseguenze soprattutto in occasione delle crisi congiunturali.

In lunghi periodi di stabilità dei tassi d'interesse ha minor importanza che la quota dei depositi investita in titoli sia elevata; le difficoltà si manifestano in congiunture di tassi crescenti, perché il rendimento medio dei titoli si adegua in tempi che dipendono dalla rapidità di accrescimento e di rinnovamento del portafoglio, cioè dalla velocità con cui aumenta la quota di quelli acquisiti alle nuove condizioni del mercato, mentre l'adeguamento dei tassi sugli impieghi e sui depositi può avvenire rapidamente sotto la spinta delle condizioni di liquidità del mercato e della concorrenza bancaria. Se è ampio il portafoglio obbligazionario, è lento l'adeguarsi del rendimento medio delle poste attive dei bilanci delle aziende di credito, e dunque sono più forti le tensioni cui è sottoposto il loro equilibrio: sono tensioni di liquidità per la banca che rinuncia a offrire remunerazioni più elevate sulla raccolta; sono tensioni di conto economico per quella che cerca di mantenere la raccolta in dimensioni adeguate alla domanda di prestiti. Sull'entità del divario tra tassi attivi e passivi ha influito la ricerca di un margine che coprisse i rischi connessi con le oscillazioni dei corsi obbligazionari, con l'instabilità della quota d'intermediazione sull'estero e con l'incerta condizione congiunturale delle imprese debitorie.

Mentre si rafforzava l'insidia del settore pubblico e gli squilibri finanziari delle imprese attenuavano la capacità delle banche di affrontare i momenti di crisi con la necessaria elasticità, e mentre l'attività dello Stato e degli enti territoriali e parastatali

incontrava crescenti difficoltà nel perseguimento dei fini istituzionali, alla banca centrale e alla politica monetaria si chiedeva di più: fra gli obiettivi si indicava lo sviluppo del reddito, la piena occupazione, il superamento di squilibri settoriali e territoriali, il finanziamento non monetario del settore pubblico. Diveniva sempre più forte la necessità di affrontare i momenti di crisi con misure di emergenza e con politiche differenziate che cercassero la conciliazione di obiettivi in conflitto. Il peso di queste politiche gravava in misura crescente sul sistema creditizio, ampliando a ogni ciclo economico l'oscillazione dei tassi d'interesse e la deviazione dei flussi finanziari dai loro normali rapporti.

Nel 1973-74 le condizioni nelle quali il sistema finanziario ha affrontato la crisi, e le direttive della politica creditizia, hanno provocato modificazioni nella composizione degli attivi bancari diverse da quelle osservate nelle precedenti congiunture di restrizione monetaria; invero, è cresciuta la quota dei titoli e diminuita quella degli impieghi. Il sostegno finanziario alla ripresa degli investimenti e una certa difesa del mercato obbligazionario sono stati attuati con misure volte ad assicurare un'adeguata domanda di titoli da parte delle aziende di credito e a impedire la liquidazione dei portafogli costituiti in passato. La quota degli impieghi sul credito bancario, pari al 76 per cento della consistenza di fine 1972, è stata del 61 per cento sulle variazioni del biennio 1973-74; la forbice tra tassi attivi e passivi si è allargata di circa 4 punti percentuali, contro un punto nel 1969-70 e 0,6 nel 1963-64. L'ampia oscillazione nel corso dei titoli obbligazionari si è tradotta in ingenti minusvalenze, soltanto in parte poste a carico del conto d'esercizio.

La capacità del sistema bancario di adeguare alle condizioni di liquidità determinate dalla politica monetaria il prezzo netto chiesto per l'intermediazione va difesa, per assicurare la continuità di funzionamento senza scosse del sistema. Come nelle precedenti fasi cicliche, l'adattamento del sistema è stato più rapido nella fase dell'ascesa che in quella della discesa dei tassi: si è sperimentato ancora una volta che, in aggiunta a quella derivante dall'essere il credito condizione necessaria, ma non sufficiente, della produzione e dell'investimento, un'altra ragione contribuisce all'asimmetria con cui agisce la politica monetaria. Questa consiste nel modo di operare della singola azienda di credito, che non esita a procedere unilateralmente ad aumenti di

tassi passivi, mentre si astiene dal praticare condizioni meno favorevoli al depositante senza l'accordo delle concorrenti; l'accordo sulla riduzione dei tassi attivi non viene raggiunto prima che siano attuate le intese per la riduzione di quelli passivi, ma la politica di liquidità dell'Istituto di emissione può spingerli al di sotto di quelli convenuti.

L'esistenza di questo meccanismo ha indotto studiosi, operatori e aziende di credito a proporre di ridurre fortemente, o addirittura di azzerare, la remunerazione attualmente riconosciuta sui depositi bancari in conto corrente, argomentando che ciò è avvenuto in altri paesi. Il richiamo al trattamento in atto all'estero concerne i depositi prelevabili a vista, una categoria per taluni versi più ampia e per altri meno dei nostri depositi in conto corrente. La remunerazione varia da zero al tasso corrente sul mercato; la fissazione avviene mediante norme legislative, amministrative o per accordo tra banche su base volontaria. Laddove la remunerazione si avvicina allo zero si sono sviluppati mercati monetari esterni, come quelli dell'eurodollaro e dell'euromarco, con seri problemi per la gestione valutaria del paese e per quella monetaria interna e internazionale. Negli Stati Uniti, tra l'altro, sono sorti mercati ufficialmente accettati o al di fuori del controllo delle autorità. Di recente queste hanno proposto di estendere l'obbligo della riserva a tali mercati.

Nelle considerazioni finali degli anni precedenti abbiamo accolto l'interpretazione secondo la quale i tassi attivi condizionano quelli passivi. Il *prius* è l'attitudine della clientela a pagare il più elevato tasso attivo. Vengono quindi, come condizioni intermedie, la capacità della banca di minimizzare i costi d'intermediazione e l'attitudine a rinunciare al profitto in favore dell'ampliamento della quota di mercato. Si ricava, infine, il tasso pagato sui depositi. L'esperienza più recente ha recato nuove conoscenze intorno al comportamento della domanda di credito; si è mostrato che essa nelle attuali condizioni dell'economia italiana è divenuta ancor meno reattiva agli aumenti di costo dell'indebitamento, per effetto del peso assunto da quella dei settori meno sensibili al tasso d'interesse. Perciò le aziende di credito, nel tentativo di ampliare la propria raccolta retrocedendo ai depositanti tassi elevati, incontrano resistenza non tanto nella flessione della domanda di prestiti quanto nell'opinione pubblica, che avanza tra l'altro l'accusa di usura. Questa accusa si è fatta più insistente quando le aziende di

credito, avendo percepito il mutamento congiunturale, hanno fatto flettere il costo della raccolta prima del tasso attivo, indicando il punto di arrivo dei tassi passivi con effetti immediati di annuncio.

La limitazione, o l'azzeramento, della remunerazione dei conti correnti, e in generale di quella dei depositi bancari prelevabili a vista, nonostante gli inconvenienti osservati all'estero, può avere effetti desiderabili sull'efficacia della politica monetaria, ma non ai fini del calmieramento dei tassi attivi. Contro siffatta soluzione sono state mosse in Italia due obiezioni:

- un controllo dell'osservanza del divieto per le banche di effettuare a richiesta la pronta liquidazione dei depositi vincolati è compito arduo; la norma sarebbe oggi facilmente eludibile sul piano amministrativo;
- l'introduzione di una discriminazione tra un tipo di depositi e l'altro determinerebbe un forte impatto sulla composizione della parte passiva della situazione patrimoniale delle aziende di credito.

In aggiunta a queste obiezioni rientranti nel campo della competenza delle autorità monetarie, non va trascurato che i depositi in conto corrente delle imprese sono prossimi ai 20.000 miliardi, con un rendimento medio stimato per il 1974 in circa 1.500 miliardi. L'annullamento di tale rendimento priverebbe il sistema delle imprese di un'entrata rilevante, mentre l'eventuale riduzione di costo non si distribuirebbe uniformemente a causa delle profonde diversità di posizioni creditorie e debitorie tra categorie d'impres e rami d'attività. Tutto ciò senza considerare il possibile effetto sui movimenti di capitali verso l'estero all'atto dell'introduzione dei provvedimenti, nonché, in condizioni d'inflazione, la sollecitazione all'investimento in beni rifugio.

Potrebbe accadere che le economie ottenibili dalle aziende di credito sui depositi a vista non venissero devolute alle imprese o venissero devolute, a parità del tasso attivo sopportato dalla domanda di credito, al miglioramento dei tassi sui depositi a tempo, con un mutamento nella struttura dei tassi bancari sfavorevole alle obbligazioni e con una perdita netta complessiva per i prenditori di prestiti.

L'abbassamento della remunerazione dei conti correnti, o il suo azzeramento, può avvantaggiare notevolmente, in termini di quote di mercato, le aziende di credito aventi una clientela formata prevalentemente da risparmiatori rispetto a quelle che

intrattengono rapporti prevalentemente con imprese: le casse di risparmio rispetto alle banche commerciali.

Per concludere, l'introduzione in Italia di una norma che proibisca il pagamento di interessi sui depositi a vista, o semplicemente ne discrimini il trattamento, deve ritenersi una modifica assai profonda, con implicazioni di rilievo sulla struttura dell'intermediazione bancaria, sulla politica monetaria, sui bilanci delle imprese.

L'avvicinamento eventuale a un regime di disciplina della remunerazione dei conti correnti deve avvenire sperimentando con prudente gradualismo; una delle condizioni è la creazione di un mercato monetario cui abbia accesso il pubblico. Dalle vicende degli ultimi due anni si possono trarre indicazioni concernenti due aspetti diversi, ma fra loro connessi, della funzione regolatrice delle autorità monetarie: il primo concerne il controllo della liquidità, e quindi le condizioni di emissione dei BOT e gli interventi nel mercato; il secondo riguarda le tecniche di emissione e le caratteristiche di funzionamento del mercato secondario. Il controllo della base monetaria richiede l'accettazione da parte delle autorità monetarie di livelli dei tassi d'interesse a breve coerenti con le condizioni di liquidità che esse intendono conseguire.

Le innovazioni introdotte di recente in esecuzione delle deliberazioni del Comitato del credito dello scorso marzo discendono da una serie di considerazioni. Il sistema delle aste dovrebbe permettere che il tasso di aggiudicazione venga determinato dal mercato. L'ammissione all'asta di un ampio ventaglio di operatori aumenta la rispondenza del tasso di aggiudicazione alle condizioni di liquidità del sistema economico. La partecipazione della Banca d'Italia si propone di rafforzare le caratteristiche competitive del mercato; la regolazione dei tassi sui BOT va perseguita controllando la liquidità. L'esigenza di assicurare ai BOT adeguate possibilità di smobilizzo prima della loro scadenza deve essere soddisfatta dall'esistenza di un mercato secondario.

La creazione di un mercato monetario non dovrebbe essere circoscritta ai soli titoli pubblici; occorre inserirvi titoli destinati al finanziamento delle imprese. Timidi accenni in questo senso si sono manifestati; incoraggiamenti ufficiali non mancheranno. Un mercato monetario e il suo progressivo ampliamento inserirebbero nel nostro sistema finanziario un elemento di concorrenza del quale le banche non potrebbero non

tenere conto.

Ove il divario fra tassi attivi e passivi superasse i limiti imposti da un'attività d'intermediazione soggetta allo stimolo della concorrenza, quote di tale attività tenderebbero a spostarsi al di fuori delle banche. Potrebbe risultarne così ridimensionata la posizione oligopolistica nella quale esse si pongono.

La stessa possibilità di manovra dell'Istituto di emissione sarebbe accresciuta quando il Tesoro per il proprio finanziamento attingesse in maggior misura alle disponibilità del pubblico; in questo caso, l'Istituto potrebbe estendere l'attività di rifinanziamento delle banche e preferire quelle che mostrassero una più stretta osservanza delle regole di un mercato in concorrenza.

Dai dati disponibili appare che il divario tra i tassi medi attivi e passivi nel periodo 1971-74 sarebbe stato alquanto più ampio in Italia che negli altri paesi e avrebbe manifestato la tendenza ad allargarsi di più in congiuntura di tassi crescenti; in precedenza abbiamo analizzato le cause strutturali di questo fenomeno. I rapporti tra il volume dei depositi e il numero degli sportelli e dei dipendenti presso le principali aziende di credito italiane sono invece superiori a quelli delle banche di altri paesi. Da questa constatazione si deduce che la politica che abbiamo seguito in materia di concessioni di aperture di nuovi sportelli ha prodotto i frutti desiderati; i criteri secondo i quali le concessioni sono avvenute sono stati illustrati in un Quaderno pubblicato dall'Ente Einaudi.

Una prova di validità il sistema bancario l'ha fornita l'estate scorsa, quando ha subito senza difficoltà un prelievo equivalente a circa 5.000 miliardi da parte di non residenti: ciò è stato possibile per l'oculata osservanza della coincidenza delle scadenze. Unica eccezione è il dissesto della Banca Privata Italiana; in questo caso le autorità sono intervenute, come in casi analoghi, per assicurare l'adempimento degli obblighi verso i depositanti e gli altri creditori. Le modalità d'intervento sono state istituzionalizzate mediante il decreto ministeriale del 27 settembre 1974. Una normativa analoga è stata posta in essere di recente nella Germania federale.

La linea costantemente seguita in Italia è stata quella di sostenere le aziende di credito in difficoltà, in alcuni casi promovendo interventi di quelle più solide; il ricorso

alla liquidazione coatta è avvenuto quando la sopravvivenza delle banche è apparsa impossibile nonostante i tentativi esperiti. Negli ultimi cinque anni la Banca d'Italia ha effettuato 633 ispezioni generali ad aziende di credito; i rapporti all'autorità giudiziaria su irregolarità riscontrate sono stati 167; le procedure amministrative per l'applicazione delle sanzioni previste dalla legge bancaria sono state 404.

I MERCATI FINANZIARI E L'INDEBITAMENTO DELLE IMPRESE

Uno dei settori che ha più risentito dello spostamento delle preferenze del pubblico è stato quello delle cartelle fondiari. Qualcosa poteva essere fatto, e noi ci siamo dichiarati d'accordo, per ridistribuire a favore dei possessori di cartelle i benefici goduti dai debitori proprietari di abitazione; ma questa determinazione è di competenza legislativa.

Quando le condizioni del mercato lo hanno consentito, abbiamo attuato provvedimenti per agevolare il collocamento delle cartelle fondiari; al momento attuale accade paradossalmente che alcuni istituti non riescono a emettere cartelle nella quantità sufficiente per soddisfare l'obbligo d'investimento delle banche: ciò perché non riescono a stipulare un ammontare equivalente di mutui da destinare all'edilizia abitativa, soprattutto per impedimenti di ordine amministrativo.

Nell'intento di arricchire la strumentazione finanziaria della quale dispone il nostro mercato e di contribuire nello stesso tempo ad accelerare il finanziamento dell'edilizia abitativa, abbiamo creduto nostro dovere proporre strumenti in grado di ampliare le possibilità di scelta dei risparmiatori e di consentire l'accesso alla proprietà della casa alle famiglie con poco risparmio accumulato, ma con elevata propensione al risparmio futuro.

Il meccanismo ideato, denominato appunto «risparmio-casa», ripropone, con opportuni adattamenti, schemi sperimentati in altri paesi, e intende affiancarsi, anche in funzione di stabilizzatore congiunturale del settore, al mercato delle cartelle fondiari, il quale svolge nel finanziamento dell'edilizia un importante ruolo che ha ricevuto riconoscimento nelle disposizioni concernenti sia l'obbligo dell'investimento da parte

delle aziende di credito sia l'aumento dei tassi nominali sulle cartelle stesse.

La proposta avanzata mira ad accrescere attraverso l'indicizzazione delle somme depositate la disposizione al risparmio delle famiglie italiane e dei lavoratori italiani all'estero; garantisce entro limiti minimi fissati per legge, aumentabili con decreto ministeriale, l'ottenimento di un mutuo, pari a un multiplo del deposito accumulato, per l'acquisto della propria abitazione. L'onere dell'indicizzazione riconosciuta sui depositi è a carico dei mutuatari, i quali però sono tutelati contro l'incertezza di questa quota del debito, sapendo che essa non crescerà in percentuale più dell'aumento del proprio salario dovuto all'indennità di contingenza; in breve, che il peso del debito sul bilancio familiare non aumenterà. Forme di garanzia sono previste per i casi di disoccupazione o altre accidentalità che decurtassero il salario del debitore.

L'obiezione mossa più insistentemente al progetto è che esso non tiene conto degli accordi politici in materia urbanistica e si è domandato, e in parte ottenuto, che limitazioni al campo di scelta del risparmiatore fossero inserite nel progetto. Queste limitazioni competono alla programmazione urbanistica, cioè alla struttura dell'offerta di abitazioni. Il loro inserimento nel progetto di «risparmio-casa», che resta pur sempre uno strumento finanziario, ne appesantisce la gestione, la rende dipendente da atti amministrativi e toglie al risparmiatore il diritto di essere artefice del suo piano di risparmio e d'investimento; quindi, ostacola quell'ampliamento del nostro mercato finanziario che si avrebbe con l'introduzione di forme di impiego del risparmio che soltanto l'esperienza potrebbe mostrare se siano oppur no aderenti alle preferenze dei risparmiatori.

Lo scorso anno costatavamo che gli istituti e gli enti che effettuano la provvista di fondi collocando obbligazioni urtavano contro difficoltà crescenti e sollecitavamo il ricorso a nuove forme di provvista; concludevamo che l'emissione indicizzata estesa alla generalità dei titoli eserciterebbe un effetto di depressione sui corsi di quelli in circolazione. Le indicizzazioni sono efficaci se limitate a comparti circoscritti del mercato e se l'introduzione di clausole di correzione monetaria conserva carattere opzionale per le parti; il progetto di «risparmio-casa» si ispira a questa esigenza.

Nessun progresso è stato compiuto verso la soluzione del problema del finanziamento delle imprese in forme diverse dall'assunzione di debiti; il declino del

capitale di rischio è un fenomeno sul quale abbiamo attirato l'attenzione nel corso degli anni.

Nelle considerazioni finali pronunciate nel 1968 affermammo che le grandi imprese, pubbliche e private, che fruiscono di crediti agevolati dovrebbero essere vincolate a offrire una parte delle proprie azioni in pubblica sottoscrizione e a chiederne la quotazione presso le borse valori. Oltre ad ampliare le possibilità di scelta per i risparmiatori e a estendere la cerchia di quelli cointeressati alle sorti dell'impresa, si creerebbero le premesse per un più informato giudizio da parte del pubblico. L'introduzione di una nuova disciplina sulle borse valori e di un organo di controllo risponde a questo intento. Sono ritornato di recente su questi argomenti: l'ampiezza dell'indebitamento delle imprese, e specialmente di quello in forme agevolate, dovrebbe indurre a convertire in azioni quote di finanziamento che gli istituti finanziari potrebbero offrire direttamente al pubblico o immettere in gestioni fiduciarie, eventualmente detenendole in attesa del collocamento finale.

L'esigenza di sottoporre l'intera struttura della nostra economia, e in special modo alcuni settori di essa, a un riesame critico, e gli stessi assetti d'impresa a una riconsiderazione, postula la collaborazione tra gli uffici del programma e gli istituti di credito speciale. L'insufficiente collegamento fra i primi e i secondi può aver contribuito all'impostazione di programmi rivelatisi nel corso del tempo di impossibile attuazione; le imprese hanno puntato verso la conquista dei pareri programmatici nella convinzione che il credito non sarebbe mancato. In alcuni casi l'inclinazione a concedere agli uni ciò che era stato concesso agli altri ha portato a non preoccuparsi di duplicazioni di iniziative, dalle quali discendono distruzioni di ricchezza.

Il successo di un azione programmatica attenuerebbe la contrapposizione tra imprese pubbliche e imprese private; si creerebbero le condizioni nelle quali sarebbe tutelata la loro coesistenza; quelle condizioni escludono che le imprese cerchino protezione contro le concorrenti, conquistando porzioni dei loro capitali. Il mantenimento del carattere aperto della nostra economia contribuirebbe a tutelare il momento della competitività contro possibili involuzioni verso assetti di cartello.

Dall'inizio degli anni '60 a oggi la struttura finanziaria delle imprese italiane ha subito profondi mutamenti; questi si deducono dall'osservazione dei bilanci delle

società manifatturiere oggetto di rilevazione da parte della Banca d'Italia. Considerando i debiti commerciali limitatamente all'eccedenza rispetto ai crediti della stessa specie e le immobilizzazioni al netto degli ammortamenti e aggregando opportunamente le restanti poste del passivo si ottiene una struttura di questo articolata su tre voci – capitale di rischio, fondi di previdenza, debiti – che mette in luce la tendenza alla diminuzione dell'importanza dei mezzi propri rispetto agli altri fondi amministrati dalle imprese. Tra il 1962 e il 1973 i capitali di rischio delle società con prevalente partecipazione statale sono scesi dal 44 al 19 per cento; i debiti complessivi sono saliti dal 51 al 73 per cento, esclusivamente per effetto di quelli verso istituzioni creditizie, cresciuti dal 37 al 62 per cento. Conviene aggiungere che i capitali di rischio sono costituiti prevalentemente con apporti degli enti di gestione, e quindi tratti da fondi di dotazione finanziati mediante ulteriore indebitamento. Nelle società private i capitali di rischio sono scesi dal 56 al 33 per cento, mentre i debiti complessivi sono saliti dal 37 al 52 per cento. Qualora si procedesse alla rivalutazione del capitale fisico e dei fondi di ammortamento in base ai prezzi di rimpiazzo e si attribuissero i maggiori valori ai capitali di rischio, nel 1973 questi risulterebbero del 34 per cento, anziché del 19, nelle società con prevalente partecipazione statale, e del 39, anziché del 33, nelle restanti.

Di fronte a queste modifiche strutturali, dalle quali può derivare una deresponsabilizzazione delle imprese indebitate, il paese deve decidere se intende ancora delegare le scelte di gestione ai soli *managers* pubblici e privati o esercitare, attraverso istituti giuridici adeguati alla nuova realtà, un qualche controllo sull'uso del risparmio finanziario.

È vero, come da taluni indicato e da noi stessi segnalato in occasione dell'indagine parlamentare sulle borse valori, che analoghe tendenze sono in atto in numerosi paesi industriali; ma in più d'uno tra essi sono state assunte iniziative per adeguare il quadro istituzionale.

Nel nostro sistema il rischio grava in misura prevalente sul mercato finanziario e specialmente sulla porzione di esso che non ha accesso alla gestione dell'impresa. Da questa situazione occorre trarre la conseguenza della necessità di adeguare l'assetto organizzativo degli intermediari finanziari, in senso non necessariamente sostitutivo degli attuali schemi, ma sicuramente innovativo. La costrizione dei *managers* di

imprese pubbliche a obbedire agli ordini dell'autorità politica che contraddicano le dimostrazioni che essi abbiano dato di non economicità del progetto, potrebbe essere temperata dai limiti posti dai finanziatori nell'esercizio della loro responsabilità di amministratori del danaro dei risparmiatori.

Occorre adoprarsi per trovare forme nuove di allargamento del capitale di rischio e potenziare quelle vecchie; a tal fine si rende urgente eliminare le discriminazioni oggi esistenti a favore dell'indebitamento nella concessione di agevolazioni statali, privilegiando anzi le iniziative il cui rischio viene assunto in proprio. È anche opportuno attivare gli istituti giuridici di cui si è ripetutamente parlato nel passato, riguardanti la natura delle partecipazioni all'impresa e i modi per esercitarle. È infine consigliabile, alle condizioni di rischiosità esistenti, allargare la base di capitale delle aziende di credito, collocando presso il pubblico quote azionarie di un certo rilievo mediante il ricorso a emissioni di «azioni di risparmio» di recente istituzione; ciò assolverebbe non solo al compito di ridurre la quota di attività liquide del pubblico rispetto al crescente immobilizzo del passivo d'impresa, ma anche a quello di fronteggiare il corrispondente, crescente immobilizzo degli attivi degli intermediari finanziari.

Ove l'obiettivo di riportare il capitale di rischio delle imprese a proporzioni almeno pari a quelle osservate negli altri paesi industriali incontrasse un limite nell'attitudine dei risparmiatori, occorrerebbe affrontare con realismo l'esigenza di assegnare all'intermediario finanziario una parte più attiva nella gestione dell'impresa indebitata.

Signori Partecipanti,

L'azione fin qui svolta dalla politica monetaria viene ancora una volta definita moderata, in quanto non imprimerebbe alla nostra economia una spinta sufficiente a farle raggiungere il reddito di piena occupazione. Si invocano perciò una maggiore spesa pubblica in disavanzo e una più elevata creazione monetaria, senza tener conto dei meccanismi automatici di dilatazione della prima, e delle conseguenze di ciò sulla seconda, innestati nel nostro sistema economico, dando per scontato che quella indicata

sia la soluzione adatta, nonché quella opportuna, per chiudere il divario tra reddito effettivo e potenziale.

Sul settore statale incombono impegni per migliaia e migliaia di miliardi; gli enti locali soffocano per effetto di un indebitamento ingigantitosi nel corso degli anni, mentre si asserisce l'urgenza di operazioni con le quali in tutto o in parte lo Stato succeda in quei debiti; i debiti dello Stato verso il settore sanitario sono stati estinti soltanto in parte: ne residuano di ammontare ingente; il Tesoro potrebbe essere chiamato ad attivare le garanzie concesse al settore delle autostrade e a quello dell'energia elettrica.

L'assolvimento di tali impegni può avvenire mediante l'emissione di obbligazioni pubbliche e il loro collocamento forzoso presso le banche creditrici degli enti, a titolo di consolidamento degli stessi crediti; ciò equivale ad ammettere l'insolvenza del settore pubblico e ad accrescere a dismisura la circolazione dei titoli obbligazionari; nonostante i vincoli alla loro circolazione, l'aumentato volume dei titoli non può non esercitare una pressione sul mercato e sui tassi di interesse. Può avvenire invece che una parte del credito si liquidi in contante, ma in questo caso occorre che i titoli pubblici siano offerti sul mercato in concorrenza con quelli destinati al finanziamento dei settori produttivi. Alternativamente, possono essere collocati presso la Banca d'Italia. In tutti i casi si costituisce una capacità di ulteriore indebitamento degli enti. Lo Stato è sempre più costretto a espandere la spesa, il disavanzo e, di conseguenza, la quantità di moneta.

Ma non si può ignorare la debole capacità di trasmissione sul prodotto interno in termini reali della crescita monetaria e della spesa pubblica nelle forme in cui si è presentata finora; l'effetto espansivo del rigonfiamento della domanda monetaria tende a incontrare il vincolo della bilancia dei pagamenti e quello dell'inflazione, ancor prima di dar luogo a un consistente aumento dell'occupazione. Occorre evitare di doversi trovare a breve scadenza nella necessità di nuovi, costosi aggiustamenti su crescite non consolidate del livello di occupazione.

La difficoltà di raggiungimento del reddito potenziale attraverso gli strumenti tradizionali di espansione della domanda e i loro più rapidi effetti collaterali sulla bilancia dei pagamenti e sull'inflazione sono stati intravisti, e da me stesso più volte

denunciati, nelle numerose strozzature nel mercato dei fattori della produzione, nell'abnorme sviluppo dei settori improduttivi e nell'assorbimento del credito da essi operato; la situazione è stata aggravata dall'alterazione profonda delle ragioni di scambio con l'estero.

Nel più recente passato si è tentato di affidare alla selezione del credito e agli interventi fiscali il compito di migliorare la trasmissione degli effetti delle politiche economiche. Pur avendo ottenuto risultati positivi, la politica selettiva del tipo finora sperimentato non si è mostrata capace di bloccare gli effetti dell'espansione della domanda sulla bilancia dei pagamenti e sul livello dei prezzi. Un intervento ancor più qualificato, per settori – quale quello scelto dal Governo, avente per oggetto l'edilizia, l'agricoltura, la produzione di energia, le esportazioni – incontra, sotto il profilo degli effetti congiunturali, limiti di applicazione nei nodi strutturali. Non è certo aumentando gli stanziamenti a carico del bilancio dello Stato e il credito che quei nodi possono essere sciolti.

In grembo al sistema quale esso è sono maturate le condizioni nelle quali gli antichi rapporti tra le forze produttive si sono modificati: il prendere coscienza di ciò è condizione per eliminare l'antagonismo tra i gruppi sociali.

Il potere centrale tende ad assorbire nella sua unità le particelle di potere diffuse in tutto l'organismo sociale; sono le forze vitali espresse da quelle particelle che hanno avuto il sopravvento sugli oscuri presagi di un anno fa. Occorre non spegnerle, ma dirigerle verso l'adeguamento della struttura dell'economia alle esigenze di una società che chiede più giustizia, più partecipazione, più democrazia.

La collaborazione internazionale ha sofferto per l'affievolimento della nostra voce; non vi sono ragioni perché essa non debba levarsi forte in difesa degli interessi nazionali, convergenti con quelli di una comunità di nazioni nella quale lo sviluppo si concilia con la coesistenza pacifica.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1975

Signori Partecipanti,

durante l'anno sul quale mi accingo a riferirVi la Banca ha affrontato i complessi problemi posti dai suoi compiti istituzionali e dalla realtà del Paese cercando di vivere concretamente il concetto di servizio alla collettività. Lo ha fatto sia nei rapporti esterni sia negli indirizzi interni di azione.

Ancor più che ai mezzi tecnici, pur costantemente aggiornati, l'efficienza dell'Istituto si affida alla valorizzazione del patrimonio umano. In questa convinzione, che è largamente condivisa nelle istanze rappresentative del personale, una cura particolare è stata rivolta alle procedure di lavoro.

Riunioni ai vari livelli della struttura delle filiali e dei servizi sono state introdotte e si aggiungono, quali nuove occasioni di incontro e di dialogo per l'intero personale della Banca, ai sistemi già praticati di formazione e di addestramento, che hanno ricevuto un più intenso e diffuso impulso. Dallo scambio e dal confronto di idee e di esperienze, che per non scadere in dissertazioni improduttive debbono rispettare definiti confini di materia, di tempo e di partecipazione, si attendono un miglioramento della professionalità e una più concorde e convinta collaborazione. A quest'ultimo fine potranno contribuire gli incontri periodici, di recente stabiliti fra l'amministrazione e le organizzazioni sindacali per l'informazione reciproca su qualificanti aspetti della gestione del personale.

La diversità di formazione della compagine del personale, largamente rinnovata con assunzioni basate esclusivamente sulla selezione per merito, e la molteplicità di interessi che ne discende troveranno modo di amalgamarsi in una conduzione che sia come in passato rigorosamente volta al conseguimento dei nostri fini istituzionali. Questo orientamento è il più atto a realizzare ad ogni livello di responsabilità la coincidenza tra l'adempimento dei doveri del proprio stato lavorativo e di quelli verso la società.

Le nuove capacità si confermano valide a mano a mano che ad elementi assunti dalla fine degli anni Cinquanta sono affidate primarie responsabilità amministrative e si sono espresse anche nel decorso anno, allorché il personale è stato chiamato a più intensi compiti sia al centro sia nelle filiali, presso le quali, pur con i crescenti collegamenti, si palesa l'esigenza di autonomi e pronti interventi decisionali. Lo documentano le vicende esposte nella relazione, alla cui stesura ha atteso principalmente il servizio Studi e che presento come espressione dell'impegno del personale tutto dell'Istituto.

All'esterno, la collaborazione della Banca agli organi dello Stato si è quotidianamente manifestata in un'ampia gamma di materie, senza frapporre alle richieste ricevute le remore dell'attinenza ai compiti d'istituto interpretati restrittivamente o quelle del sovraccarico d'impegni.

Nel quadro delle attività volte alla produzione normativa, la Banca ha fornito elaborati e studi preparatori e ha partecipato con suoi esponenti ed esperti a commissioni di studio. Fra i contributi apportati ricorderò quelli concernenti la riforma del credito fondiario, edilizio e delle opere pubbliche; le disposizioni in materia di infrazioni valutarie; norme fiscali tra cui quella sull'intermediazione del sistema bancario nel pagamento delle imposte dirette; lo schema del conto dei profitti e delle perdite per le aziende e gli istituti di credito, in attuazione della legge istitutiva della Consob; l'elaborazione tuttora in corso di norme sulle cooperative di credito e di norme regionali.

Il rapporto personale con le sedi governative è intrattenuto a vari livelli dirigenziali, in alcuni casi con la partecipazione a commissioni miste, come è avvenuto per lo studio della riforma delle partecipazioni statali o per il miglioramento delle misure di sicurezza. La Banca è al fianco degli organi amministrativi dello Stato, con una informativa aperta e col fervore di comune ricerca per la soluzione dei problemi, nei settori dell'emissione dei prestiti, del loro collocamento, del complesso meccanismo dei rapporti di tesoreria (in cui si inserisce la proposta disciplina dell'assegno di Stato come modalità di erogazione della spesa pubblica); in quello delle procedure attinenti agli scambi con l'estero; in quello della lotta ad alcune forme di criminalità. Frequente è

la presenza nelle sedi internazionali di esponenti della Banca accanto ai rappresentanti dell'amministrazione statale.

In sede parlamentare, l'Istituto ha fornito attraverso i suoi massimi esponenti il richiesto apporto conoscitivo nelle audizioni disposte dalla quinta Commissione del Senato in relazione al bilancio dello Stato per il 1976, dalla seconda Commissione del Senato ai fini dell'esame del decreto legge relativo alla repressione degli illeciti valutari, dalla Commissione parlamentare d'inchiesta per l'indagine sulle strutture, sulle condizioni e sui livelli dei trattamenti retributivi e normativi.

In sede giudiziaria, la Banca è spesso chiamata a fornire il sussidio della sua esperienza: dalle perizie per i biglietti falsi a quelle, sempre più richieste dalla Magistratura, per fatti inerenti all'attività bancaria.

Questi molteplici rapporti si inseriscono in quel costante aggiornamento professionale che si avvale anche dell'esperienza e della ricerca in sedi esterne.

Un importante servizio verso la collettività la Banca svolge nel comunicare all'esterno, nei limiti di legge, un complesso di dati che le pervengono per lo svolgimento dei suoi compiti istituzionali.

Nello scorso agosto, Guido Carli rinunciava alla carica di Governatore che aveva coperto durante quindici anni con sommo prestigio, impegnandosi con tutto il vigore di una personalità eccezionale ai problemi sempre più gravi che all'autorità monetaria poneva il corso generale dell'evoluzione politica ed economica. Il suo impegno era reso più difficile perché i fattori di crisi, i cui effetti venivano cumulandosi negli anni, erano in parte di natura strutturale, e meno facilmente contrastabili con gli strumenti della politica monetaria, sia pure i più raffinati e modernamente intesi.

Sul piano internazionale quei fattori possono essere identificati nel progressivo affermarsi di mercati «dei venditori» per insostituibili prodotti primari; in una dinamica salariale più sostenuta, e più disuguale tra le singole economie nazionali, esposte a spinte sociali di diversa forza e natura; negli squilibri della distribuzione della liquidità internazionale, aggravati dall'emergere di un mercato finanziario incontrollato. Il mancato compimento dell'unione economica e monetaria dell'Europa – alla cui attuazione Carli ha lavorato con tenacia e profondità di pensiero ed alla quale

certamente prodigherà nuove energie – ha fatto sì che, ottenuti i vantaggi della integrazione commerciale, l'Europa soffrisse sotto aspetti importanti della vita economica nazionale, come sono i cambi, le bilance dei pagamenti, l'occupazione, lo sviluppo regionale, degli squilibri derivanti da un processo rimasto a mezza strada.

Grazie a Carli l'Italia ha potuto recare, nei consessi in cui si è cercato di introdurre nel sistema elementi di razionalità, un contributo vitale, ispirato all'obiettivo di muovere verso un ordine monetario che assegnasse allo stesso mercato internazionale del credito un ruolo di distribuzione razionale delle risorse finanziarie, in un quadro di stabilità che non escludeva lungo il cammino dell'unificazione europea un margine di flessibilità dei tassi di cambio. Alla credibilità finanziaria del nostro paese il suo prestigio personale ha concorso in larga misura, accrescendo la disposizione della comunità internazionale a sostenere lo sforzo che l'Italia ha fatto e dovrà fare per superare le sue difficoltà. Lasciata la carica di Governatore, il prestigio di Guido Carli si viene confermando ogni giorno, nell'attenzione con cui gli ambienti internazionali seguono i suoi contributi al dibattito sui grandi temi dell'economia.

Sul piano interno, dopo un decennio di sostenuto cammino e di coesistenza, anzi di mutuo impulso, tra stabilità e sviluppo, egli ha dovuto far fronte, per quanto potevano gli strumenti della banca centrale ed una personale capacità di argomentare usata con fermezza e vigore dialettico, all'emergere di squilibri sempre più seri e frequenti, che hanno messo capo alle crisi del 1963-64, del 1969-70 e del 1973-74. Crisi cicliche e di fiducia intervengono in paesi che non hanno gravi problemi strutturali, così dimostrando che non soltanto in termini di questi ne vanno ricercate le ragioni; ma da noi esse sono rese certamente più acute dal tessuto dualistico dell'economia, che lo sviluppo del reddito negli ultimi trent'anni ha solo in parte ricomposto; dalla diversità di condizioni occupazionali e di reddito che lo Stato è chiamato a ridurre con onerose spese per trasferimenti; dalla coesistenza di settori avanzati, esposti alla concorrenza esterna, con situazioni variamente protette a bassa produttività; da problemi di scarsa efficienza amministrativa. Agendo in senso limitativo dello sviluppo e della coesione sociale, queste condizioni hanno creato una incapacità del sistema a rispondere appieno alle domande della società civile e frequenti conflitti tra gli obiettivi di stabilità e quelli di crescita, ossia una incapacità di perseguire più obiettivi ad un tempo, che ha condotto la

politica economica a privilegiarne or l'uno or l'altro, in un avvicendamento reso sempre più rapido dall'ansia o dalla necessità di recuperare l'obiettivo di volta in volta negletto. L'alternare mutare degli obiettivi ha impresso all'economia italiana un andamento ciclico pronunciato, al quale si sono accompagnati un deterioramento progressivo delle strutture finanziarie delle imprese, delle gestioni pubbliche, dello Stato e, negli ultimi anni, in presenza di fattori esterni destabilizzanti, un grave disavanzo nei conti con l'estero e quindi una sempre minore possibilità di assorbire gli urti con l'uso delle riserve valutarie.

Sotto la guida di Carli, l'istituto di emissione è riuscito a moderare, tra non pochi vincoli, le ripercussioni negative di tali squilibri sulla tenuta interna ed esterna della moneta.

La manovra anticiclica delle leve monetarie si è intensificata, dapprima con l'attivazione degli strumenti classici; ma la padronanza delle tecniche finanziarie e la fertilità inventiva del Governatore guidavano la successiva applicazione di nuovi strumenti, attinenti alla posizione sull'estero e in valuta delle banche, alla composizione della riserva obbligatoria, agli interventi sul mercato dei titoli, al volume e alla struttura degli attivi bancari.

In un quadro istituzionale sostanzialmente non modificato da innovazioni legislative, questi interventi hanno assicurato nell'insieme continuità al processo di intermediazione finanziaria, le cui crescenti dimensioni erano imposte dalla maggiore dissociazione tra risparmio e investimento. La stessa propensione del risparmiatore italiano per le attività liquide è stata a lungo contrastata, negli anni Sessanta, ampliando la quota di titoli collocata presso il pubblico.

Al servizio di questa azione monetaria Guido Carli ha orientato il modo di operare dell'Istituto nei suoi vari momenti: di concorso alla definizione delle linee generali della politica monetaria, mediante il rapporto personale e il flusso delle informazioni posti in atto con gli organi di governo e gli altri poteri dello Stato; di mediazione tra la sfera degli intermediari finanziari e le sedi politiche; di condotta autonoma degli interventi quotidiani sui mercati dei cambi, dei titoli e del denaro, entro la cornice così definita.

Egli ha curato gli strumenti dell'azione garantendo un elevato livello di professionalità del personale, sia nei settori operativi sia in quelli della elaborazione e della ricerca. Alla ricerca dà la propria opera quale presidente dell'Ente Einaudi, che sotto la sua direzione ha avviato un'indagine di ampio respiro sulle strutture finanziarie dell'impresa e sul sistema creditizio italiano.

Lungo tutte queste linee, l'attuale gestione della Banca continua ad ispirarsi al suo esempio.

Se la molteplicità e la variabilità di interventi modellati in rapida successione su congiunture monetarie diverse possono avere appagato l'inclinazione di Carli a cimentare il suo ingegno in situazioni cariche di difficoltà anche analitiche, credo che qualche volta egli abbia provato nostalgia per le linee più semplici che, in un diverso contesto, avevano potuto seguire con indubbia efficacia i suoi due eminenti predecessori. Vi è, a mio avviso, qualcosa di profondamente insoddisfacente nel dovere indirizzare l'azione della banca centrale ad inviluppare un sistema che dispone di propri validi parametri e meccanismi; nel dovere costringere il volume del credito potenzialmente espresso dal flusso di base monetaria, perché non si riesce a regolare questo flusso; nel dovere orientare il credito lungo linee obbligate, perché le libere decisioni degli operatori vengono distorte da aspettative inflazionistiche o sul cambio, in assenza di politiche di bilancio e retributive che valgano esse stesse ad eliminare quelle aspettative. Insoddisfacente non solo sul piano logico, ma anche della permanenza degli effetti, che tendono ad essere labili perché la mobilità dei circuiti del credito, i giudizi di convenienza, la capacità di adattamento degli operatori riconducono alla lunga i flussi sotto l'impero delle condizioni di fondo.

Penso di esprimere il sentimento Vostro oltreché mio ringraziando Carli per avere egli elaborato queste nuove forme di ingegneria finanziaria, per averle usate in modo tempestivo e corretto: omaggio, questo, dovuto e sincero alla sua capacità creativa. Guardando all'avvenire, penso si debba anche formulare per tutti l'augurio che l'attuale grave condizione del Paese evolva in senso tale da consentire un graduale ritorno a modi di intervento meno vincolanti: perché il pluralismo dell'attività bancaria si svuota di senso a misura che schemi uniformi d'impiego delle risorse finanziarie vengono prescritti dal centro.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

La recessione e gli sforzi per uscire da essa hanno dominato la scena dell'economia mondiale nel 1975. Il commercio internazionale, che nel periodo post-bellico è stato un costante fattore di espansione con tassi di sviluppo più elevati di quelli del prodotto mondiale, ha avuto questa volta un effetto riduttivo della domanda, avendo registrato una contrazione del 6 per cento in termini reali. La recessione ha coinciso con un processo di concentrazione della liquidità internazionale presso un ristretto numero di paesi: gli esportatori di petrolio e alcuni paesi industriali. Gli andamenti di lungo periodo indicano che, quando la distribuzione delle riserve si concentra, lo sviluppo del commercio internazionale tende a rallentare: la concentrazione equivale ad una riduzione della liquidità globale. Si aggiunga che i paesi i quali dispongono di una importante scorta aurea non sono stati in grado di contare su di essa come sopra una riserva effettivamente liquida. Dal negoziato sulla riforma del sistema monetario internazionale, conclusosi alla riunione della Giamaica del gennaio scorso, è emersa una situazione che ancora non consente, in linea di fatto, di reinserire l'oro nel circuito dei pagamenti internazionali. Affinché ciò avvenga si dovrebbe poter procedere a trasferimenti di oro ad un prezzo derivato da quello di mercato nel quadro di un sistema amministrato in modo atto a salvaguardare la sua funzione di conservatore di valore. A tale scopo sarebbe auspicabile che i paesi membri della CEE intensificassero l'azione che finora si sono sforzati di perseguire nelle varie sedi internazionali, in favore dello scongelamento dell'oro in un contesto in cui i valori del commercio internazionale sono stati fortemente gonfiati dall'aumento dei prezzi dei prodotti oggetto di scambio e, in particolare, del prezzo del petrolio.

Questa azione, se accompagnata da un rafforzamento del ruolo dei diritti speciali di prelievo affinché essi possano divenire lo strumento principale di regolazione della liquidità internazionale, attenuerebbe progressivamente gli inconvenienti di un sistema monetario internazionale oggi incentrato essenzialmente sul dollaro e che affida alle banche americane la funzione di prestatrici di ultima istanza.

Il difetto di liquidità internazionale, avvertito da un numero crescente di paesi, potrebbe essere alleviato, oltre che con emissioni di diritti speciali di prelievo,

adeguando i meccanismi di finanziamento esistenti nell'ambito di istituzioni europee e internazionali allo sviluppo delle correnti dei traffici. Un arricchimento, che è divenuto attuale dato il forte dinamismo dimostrato negli ultimi anni dagli scambi Est-Ovest, potrebbe essere rappresentato dall'introduzione, a livello comunitario o internazionale, di facilitazioni di risconto per i crediti a medio e lungo termine che i paesi dell'Occidente concedono per il finanziamento delle loro esportazioni a quelli dell'Europa orientale. Meccanismi comuni per il risconto di crediti a medio e lungo termine all'esportazione eviterebbero la distorsione della concorrenza internazionale dovuta alla diversa potenzialità di credito dei paesi esportatori.

Comportamenti dettati dalla scarsità di riserve non sono stati estranei all'abbassamento, osservato nel 1974-75, della propensione ad importare da parte dei paesi industriali in disavanzo, né alla più recente caduta delle importazioni dei paesi in via di sviluppo, non produttori di petrolio.

Essendo intervenuti nella scia di una forte espansione produttiva e di una violenta inflazione, quei comportamenti si sono manifestati attraverso politiche economiche restrittive perseguite a fini di stabilizzazione, piuttosto che mediante limitazioni amministrative alle importazioni. Inoltre, la fluttuazione generalizzata dei tassi di cambio, riducendo il bisogno di riserve, ha attenuato il rischio di un crollo degli assetti multilaterali degli scambi e dei pagamenti, realizzati con paziente tenacia in questo dopoguerra.

D'altra parte, la scarsità di riserve, come quella che si è manifestata in Italia tra la fine del 1975 e l'inizio di questo anno, ha accentuato la variabilità dei tassi di cambio, in quanto ha intralciato la compensazione dei fattori stagionali e della speculazione a breve, mentre ha incoraggiato l'estendersi al periodo medio delle aspettative di tipo estrapolativo e della loro influenza destabilizzante.

All'instabilità contribuisce la reciproca influenza tra tassi di cambio e prezzi interni. Quanto maggiori sono il grado di apertura delle economie e i meccanismi di indicizzazione dei redditi al costo della vita, tanto maggiore è l'interazione tra variazioni del tasso di cambio e andamento dei prezzi. In assenza di una politica dei redditi atta a mitigare quei meccanismi automatici di determinazione dei costi e dei prezzi, che rendono rapidamente inefficaci le variazioni del tasso di cambio come

strumento di aggiustamento, vi è il rischio che il deprezzamento della moneta si trasformi da «processo finito» in processo circolare in cui ciascun deprezzamento costituisce la premessa per quello successivo. Tale rischio si allontana evitando di finanziare l'aumento dei costi e dei prezzi, ossia perseguendo una politica monetaria e creditizia restrittiva; ma l'alternarsi più frequente delle fasi restrittive a quelle espansive si ripercuote negativamente sul tasso di sviluppo di lungo periodo.

In un sistema di cambi fissi, l'eccesso di domanda in un paese tende a scaricarsi, con forte impiego di riserve, sulle bilance dei pagamenti, e quindi anche sulla domanda e sui prezzi, dei paesi concorrenti. In un sistema di cambi flessibili questa solidarietà automatica si indebolisce: per i paesi in posizione forte, si accrescono i gradi di libertà della politica monetaria, la quale può più coerentemente perseguire il sistema di obiettivi assegnatole; per quelli in posizione debole, la scarsità di riserve impone che il processo di aggiustamento si faccia entro margini più ristretti, se si vuole evitare di cadere nell'instabilità monetaria esterna e interna.

La recessione della quale hanno sofferto le principali economie industriali è stata la più grave del periodo post-bellico. Essa è stata resa più preoccupante dalla persistenza di tendenze all'inflazione nel mezzo della contrazione dell'attività economica. Nell'insieme dei principali paesi industrializzati, il prodotto nazionale lordo, già in leggera flessione nel 1974, è diminuito a prezzi costanti di quasi il 2 per cento nel 1975; i prezzi al consumo sono aumentati in media del 13 per cento nel 1974 e del 10 per cento nel 1975.

Dal lato della domanda, il forte aumento dei prezzi ha decurtato il valore reale della ricchezza finanziaria delle famiglie; di conseguenza la loro propensione al risparmio si è accresciuta senza incontrarsi con una corrispondente espansione degli investimenti. Sul rallentamento della domanda finale si è innestato un forte movimento di liquidazione delle scorte, la cui accumulazione aveva raggiunto livelli anormalmente elevati durante l'esplosione inflazionistica del 1973-74.

Dal lato dell'offerta, il processo di aggiustamento è stato ostacolato da strozzature e da rigidità, queste ultime dovute in alcuni casi all'introduzione di restrizioni concernenti l'uso degli impianti e della manodopera. L'insufficiente elasticità dell'offerta doveva poi indebolire l'efficacia sulle variabili reali della manovra

di espansione della domanda monetaria, la quale in tali condizioni agiva piuttosto nel senso di mantenere in vita le tensioni inflazionistiche, soprattutto quando era originata da disavanzi del settore pubblico dovuti ad incrementi delle spese correnti.

Il balzo all'insù del prezzo del petrolio aveva aggiunto nel 1974 una forte spinta esterna al processo di inflazione e recessione. Gli aggiustamenti che esso rese necessari non possono, tranne qualche caso, considerarsi compiuti, sebbene i paesi importatori abbiano preso provvedimenti, talvolta severi, per ridurre la quota del prodotto nazionale destinata ad usi interni; per la parte in cui il trasferimento di risorse reali agli usi esterni non si realizzi, sorgono problemi di finanziamento del disavanzo corrente delle bilance dei pagamenti, che per alcuni paesi hanno assunto una dimensione prima sconosciuta. L'attività di investimento è caduta, oltre che per cause interne, perché il riciclaggio degli avanzi finanziari sul resto del mondo da parte dei paesi produttori non ricompone i precedenti equilibri tra offerta di risparmio e formazione di capitale reale nei paesi importatori.

Mentre si affacciava il timore che si venissero costituendo le condizioni di una crisi sconvolgente dell'economia mondiale, nei principali paesi industriali si faceva strada fra le autorità la convinzione che la consueta manovra dell'espansione monetaria in funzione anti-recessiva rischiava di aggravare il male rilanciando la rincorsa fra salari e prezzi, indebolendo l'incentivo ad una riallocazione delle risorse coerente con il nuovo prezzo dell'energia e con i nuovi orientamenti della domanda mondiale, in definitiva riattizzando i focolai di una non spenta inflazione. La percezione che, per allontanare il rischio di un allargamento del moto oscillatorio dell'economia mondiale lungo una linea tendenzialmente decrescente, il rimedio non poteva trovarsi in una generale espansione della domanda monetaria, ha ispirato le politiche di rilancio dell'attività economica, specialmente nei paesi che hanno il peso maggiore nell'economia mondiale. Perciò, quelle politiche sono state applicate con cautela e flessibilità. Dapprima si è lasciato che il declino dell'attività economica e della domanda di credito esplicasse il proprio effetto distensivo automatico sui mercati monetari e creditizi; successivamente, a mano a mano che divenivano disponibili i dati sull'ampiezza della recessione, si esercitava una vera e propria azione di stimolo soprattutto mediante provvedimenti fiscali, scelti in funzione della loro attitudine a

produrre un effetto di sostegno della domanda a scadenza ravvicinata e per un periodo limitato. Si sono preferiti in generale strumenti capaci di esaurire automaticamente la loro azione di stimolo quando fosse stato eliminato il vuoto di domanda previsto durante parte del 1975. In Germania, simultaneamente all'adozione di provvedimenti che accrescevano il disavanzo pubblico nel 1975, si sono prese misure che ne assicuravano la riduzione già nel 1976.

I primi accenni di ripresa si sono avuti in Giappone e negli Stati Uniti nel corso del secondo trimestre del 1975; in Germania, essi si sono manifestati verso la fine dell'estate, con un anticipo seppur breve sugli altri paesi europei. Sebbene la ripresa americana abbia rapidamente acquistato vigore, essa non ha sviluppato apprezzabili effetti di traino sulle altre economie; infatti, gli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata e il deprezzamento del dollaro intervenuto negli anni precedenti hanno impedito che la ripresa si traducesse in maggiori importazioni nette di merci e servizi. Anzi nel 1975 gli Stati Uniti hanno conseguito un'eccedenza in conto merci e servizi di 16 miliardi di dollari, pari a oltre quattro volte quella dell'anno precedente.

L'andamento favorevole degli scambi di merci e servizi ha posto la premessa per un apprezzamento del dollaro; vi ha contribuito anche la politica monetaria ispirata a cautela, la quale, in presenza di un'attiva domanda di credito, ha fatto lievitare i tassi di interesse nei due trimestri centrali dell'anno, mentre essi continuavano a scendere negli altri paesi industriali. Il dollaro ha avuto in effetti un andamento quasi sempre sostenuto dal marzo e la tendenza all'apprezzamento si è accentuata a partire dall'estate. Quest'evoluzione del dollaro e la sostenutezza delle valute di quei paesi europei che hanno avuto maggiore successo nel 1975 sulla via del ripristino della stabilità monetaria interna hanno colto gli altri paesi in una fase in cui le politiche fiscali e monetarie venivano rivolte al rilancio dell'attività produttiva. Ciò ha generato aspettative che hanno concorso ad avviare in alcuni paesi, tra cui l'Italia, un processo di deterioramento nella posizione dei pagamenti con l'estero, con il risultato ultimo di far scattare il vincolo esterno già nello stadio iniziale della ripresa.

Per la maggioranza dei paesi europei, il punto di svolta della produzione industriale si è collocato nell'autunno. Il ritardo con cui la ripresa dell'attività economica si è generalizzata ha comportato nel volgere dei mesi successive revisioni in

peggio delle previsioni per il 1975. Quelle dell'OCSE relative all'andamento del prodotto nazionale lordo in termini reali nei paesi membri sono scese da un incremento dello 0,5 indicato nella previsione iniziale a un declino del 2 per cento. L'evoluzione in atto ha indotto le organizzazioni internazionali e le istituzioni europee a sollecitare più volte dai paesi industriali provvedimenti di rilancio della domanda. In particolare la Commissione CEE adottava nel luglio una raccomandazione «sulla lotta contro la recessione», a termini della quale alcuni paesi membri, inclusa seppure «in misura limitata» l'Italia, erano invitati a prendere «misure aggiuntive di rilancio della congiuntura». Verso la fine del mese successivo, i ministri europei dell'economia e delle finanze, riunitisi a Venezia, si dissero «preoccupati per l'ampiezza e la persistenza della recessione economica e delle sue conseguenze sull'occupazione». Essi decisero che «uno sforzo complementare di rilancio sarà fatto immediatamente dai paesi membri la cui situazione in materia di bilancia dei pagamenti correnti, dei prezzi e delle finanze pubbliche lo consenta». Ancora in dicembre il Consiglio della Comunità affermava, per quanto riguardava l'Italia, che «il Governo dovrebbe fare il possibile per accelerare l'attuazione delle misure di rilancio adottate, in quanto ritardi in questo settore potrebbero compromettere, in un prossimo futuro, le condizioni per uno sviluppo economico equilibrato».

Negli anni Settanta i disavanzi dei bilanci pubblici nei principali paesi industriali hanno mostrato una tendenza ad accrescersi. In termini di prodotto nazionale lordo, essi si erano mantenuti inizialmente entro i limiti di qualche punto percentuale; il salto è avvenuto fra il 1974 e il 1975 ed ha avuto funzione chiaramente anticiclica. Ma in alcuni paesi, in virtù del carattere di reversibilità dato ai provvedimenti, la manovra di bilancio non ha contraddetto l'orientamento teso a spostare il sistema degli obiettivi verso il contenimento dell'inflazione.

Un contesto delle finanze pubbliche strutturalmente abbastanza sano e il raggiungimento del consenso tra le parti sociali su aumenti salariali compatibili con l'obiettivo di smorzare l'inflazione stanno abbassandone il tasso, specie nei paesi a valuta forte, verso i livelli degli anni Sessanta. Poiché i moderati aumenti delle retribuzioni saranno quasi interamente compensati da guadagni di produttività, che tendono ad accentuarsi durante la fase ascendente del ciclo, si va delineando un

miglioramento delle prospettive di profitto, il quale stimola l'attività di investimento in un circolo «virtuoso» analogo a quello che sostenne il processo di espansione economica in Italia negli anni Cinquanta, allorché il beneficio della maggiore produttività veniva trasferito ai lavoratori nella forma di aumento delle retribuzioni e alla collettività nella forma di riduzione dei prezzi relativi dei manufatti.

La consapevolezza della necessità di dare priorità al contenimento dell'inflazione si è estesa anche a paesi, come il Regno Unito, dove le condizioni sia della finanza pubblica sia delle relazioni tra impresa e lavoro erano obiettivamente più difficili. È stato raggiunto l'accordo su una norma che consente di limitare al 13 per cento l'incremento medio dei salari nei dodici mesi terminanti a luglio di quest'anno, con un dimezzamento rispetto all'anno precedente; la norma stabilita recentemente permetterà di contenere entro il 5 per cento l'incremento nei dodici mesi che mettono capo al luglio 1977. La caduta del tasso di aumento nominale dei salari, che comporta nei due periodi una seppur lieve flessione dei medesimi in termini reali, sta rendendo possibile una sensibile riduzione del ritmo di aumento dei prezzi che, mentre era il più elevato fra quelli dei principali paesi industriali nella prima metà del 1975, dovrebbe scendere verso la fine del 1977 intorno al 4-5 per cento, ossia al livello che la Germania si è proposto come obiettivo per l'anno in corso.

Nei primi mesi del corrente anno si confermava la generalizzazione della ripresa; tuttavia, mentre il successo delle politiche di stabilizzazione tendeva a consolidarla nei paesi che erano usciti prima dalla recessione, gli altri risentivano delle aspettative di recrudescenza dell'inflazione e di aggravamento dei conti con l'estero, che in alcuni casi davano luogo a notevoli perdite di riserve e a flessioni nei tassi di cambio. Queste ultime, e l'incremento dei prezzi all'origine, ponevano in atto ulteriori fattori di tensione per il sistema dei costi e dei prezzi interni.

Ne sono derivati in alcuni paesi una ripresa del ritmo di aumento dei prezzi e, in generale, un peggioramento nelle prospettive di ripristino della stabilità monetaria, che ha nuovamente consigliato un atteggiamento di cautela, dopo le forzature della politica espansiva che, secondo le valutazioni congiunturali prevalenti specialmente in Europa durante l'estate e l'autunno 1975, erano apparse necessarie. Laddove il deterioramento nei pagamenti con l'estero è stato più accentuato, la tendenza dei principali aggregati

monetari è stata rovesciata in direzione restrittiva. Ne sono nate incertezze e preoccupazioni, che tendono a incidere sulla domanda e in particolare sulla propensione ad investire, in una fase in cui la ripresa è da poco iniziata e perciò non ha ancora riportato quelle economie in prossimità della linea di sviluppo potenziale.

IL QUADRO CONGIUNTURALE, LE VALUTAZIONI E GLI INTERVENTI DEL 1974-75

Anche in Italia l'azione di regolazione della congiuntura economica durante gli anni 1974-75 si è rivolta prima al ristabilimento dell'equilibrio esterno ed all'attenuazione della pressione inflazionistica, indi al rilancio. Nella fase della stabilizzazione, le politiche restrittive hanno comportato un abbassamento dei livelli produttivi e un calo delle importazioni. A quell'abbassamento si è associata una forte crescita del costo del lavoro per unità di prodotto: dietro una facciata di prezzi in minor tensione, il problema dell'inflazione, lungi dall'essere vinto, si andava così riproponendo, in una forma anche meno trattabile, dal lato dei costi.

Dopo l'autunno del 1969, le imprese industriali, in presenza di una minore flessibilità nell'impiego delle forze di lavoro e degli impianti, avevano cercato di assorbire almeno in parte gli aumenti intervenuti nel costo del lavoro mediante più ampi investimenti in macchine ed attrezzature, intesi a razionalizzare i processi produttivi e ad acquisire nuove tecnologie. Questo sforzo ha elevato il tasso di aumento della dotazione di capitale per ora lavorata, tra il 1970 e il 1973, assai oltre quello degli anni precedenti. Ma l'aumento della produttività era ugualmente sopravanzato dalla spinta salariale, che nel triennio 1971-73 faceva aumentare il costo del lavoro per unità di prodotto in ragione del 10 per cento all'anno. La concorrenza internazionale permetteva solo in parte di traslare i maggiori costi sui prezzi e imponeva alle imprese di subire una contrazione dei profitti unitari.

Mentre l'impiego del fattore di produzione più largamente disponibile, il lavoro, ristagnava, si determinava una ulteriore tensione sul mercato dei capitali. La capacità di concorrenza della nostra economia diminuiva e la nostra quota di partecipazione al commercio mondiale cessava di accrescersi.

Nel 1973, per la prima volta in un decennio, la bilancia dei pagamenti dell'Italia presentava un disavanzo di parte corrente. La pressione sulle riserve si faceva pesante, anche per effetto dei movimenti di capitali; la fissità del cambio veniva abbandonata e la fluttuazione sfociava in una svalutazione del 20 per cento in due anni, nonostante il largo ricorso al credito estero.

Era bastato un non lungo periodo di ripresa della domanda per porre in tensione il sistema, nonostante la non piena utilizzazione degli impianti in numerosi settori. Questo rapido insorgere di condizioni di crisi dava la misura della riduzione dei margini economicamente sfruttabili degli impianti causata dall'aumento dei costi, dalle rigidità nell'impiego del capitale e del lavoro e dalla direzione in cui lo sviluppo dei consumi nazionali si era orientato fin dagli inizi degli anni Sessanta. Le pressioni inflazionistiche venivano accentuate dai bassi tassi di crescita della produttività nelle aree meno esposte alla concorrenza.

Nel tentativo di correggere le distorsioni di fondo della nostra economia, i mercati monetari e finanziari venivano sottoposti a crescenti vincoli; oneri sempre maggiori erano trasferiti sul bilancio dello Stato con l'effetto ultimo di superare i limiti di compatibilità finanziaria dell'intervento pubblico.

Ad accrescere le tensioni del sistema sopravvenne nell'autunno del 1973 la crisi del petrolio, che colpì l'economia italiana più gravemente di quelle degli altri paesi industrializzati per la nostra povertà di fonti energetiche, comportando nel 1974 un aggravio nel costo dei rifornimenti pari a circa quattromila miliardi di lire, ossia al 3,8 per cento del prodotto nazionale, contro l'1,8 per la media degli altri paesi dell'OCSE.

Fu subito chiaro che l'eventuale tentativo dei paesi importatori di petrolio di ristabilire l'equilibrio esterno mediante politiche restrittive avrebbe alimentato e diffuso spinte recessive. Cosicché, quando nel febbraio-marzo del 1974 l'Italia trattò con il Fondo monetario internazionale la concessione del credito *stand-by*, al nostro paese fu chiesto di eliminare, entro la fine del 1975, esclusivamente la quota del deficit di parte corrente non causata dall'aumento del prezzo del petrolio. Ma in difetto di accordi internazionali per il finanziamento integrale del disavanzo «petrolifero», e di fronte al persistere di una bilancia passiva, già nel secondo trimestre del 1974 andò sviluppandosi, all'interno e all'estero, la convinzione che l'Italia fosse alla vigilia di una

grave crisi. Da ciò nasceva la necessità di proporsi l'assorbimento, nel corso del 1975, non solo del disavanzo «non petrolifero» ma anche di larga parte di quello petrolifero. Tuttavia, sempre nell'autunno del 1974 la Relazione previsionale e programmatica indicava come obiettivi di politica economica quelli di mantenere invariato per il 1975 il livello della domanda interna in termini reali e di destinare l'aumento del reddito, indotto dallo sviluppo delle esportazioni, alla riduzione del disavanzo delle partite correnti, che dai 5.300 miliardi di lire del 1974 si riteneva dovesse discendere nel 1975 a 2.900 miliardi, pari a una proporzione sempre assai alta del disavanzo petrolifero.

La recessione italiana si inseriva in quella internazionale. Tra il secondo semestre del 1974 e il primo semestre del 1975 il commercio mondiale subiva una imprevista diminuzione dell'11 per cento su base annua. Sempre contro le previsioni, le più importanti economie mondiali presentavano, nella primavera-estate del 1975, i più accentuati declini dell'attività industriale, pari nel giro di un anno al 13 per cento in Giappone, al 12 negli Stati Uniti, all'11 in Germania e in Francia, al 7 nel Regno Unito. Le nostre esportazioni riuscivano a stento a mantenere i livelli raggiunti in termini di valore.

Nel nostro paese la produzione industriale alla fine di giugno era diminuita del 12 per cento rispetto a quella di dodici mesi prima; il prodotto lordo interno formatosi nel primo semestre era del 6 per cento minore di quello del primo semestre del 1974. Massiccio era il ricorso alla Cassa per l'integrazione dei guadagni. Il miglioramento della bilancia dei pagamenti rifletteva l'eccezionale calo delle importazioni, diminuite nel primo semestre, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, dell'8 per cento in valore e del 19 per cento in quantità.

Nell'estate del 1975 il disavanzo di parte corrente della nostra bilancia con l'estero risultava quasi annullato; l'indice dei prezzi all'ingrosso era stabile da diversi mesi, anche per la tendenza cedente dei prezzi delle materie prime, e l'aumento dei prezzi al consumo era sceso al 12 per cento dal 24 per cento del 1974.

L'obiettivo dell'equilibrio dei conti con l'estero era stato raggiunto in tempi più brevi del previsto grazie anche alla riduzione ciclica delle scorte, ed a prezzo della forte riduzione dei livelli di attività e del grave peggioramento di fondo nel rapporto costi/prezzi, mitigato in parte portando a carico del bilancio pubblico il mantenimento

dell'occupazione ed altri costi. Nel periodo dell'aggiustamento, la remunerazione del lavoro, invece di atteggiarsi in direzione coerente col deterioramento delle ragioni di scambio dovuto al minor potere d'acquisto in termini di fonti di energia e di materie prime, cresceva più che proporzionalmente all'aumento del reddito nazionale a valori correnti, per effetto dei miglioramenti retributivi e del rafforzamento del sistema di scala mobile negoziati nel gennaio 1975. Nell'industria il costo del lavoro per unità di prodotto, già accresciutosi del 20 per cento nel 1974, subiva nel 1975 un abnorme aumento del 33 per cento, dovuto per due terzi alla crescita dei salari e per un terzo alla diminuzione della produttività.

A seguito della descritta evoluzione congiunturale all'interno e all'estero, le linee della nostra politica economica furono sottoposte a riconsiderazione nelle sedi ufficiali, negli ambienti imprenditoriali e sindacali, in quelli accademici. Il clima di opinione portò ad allargare il dibattito dai problemi congiunturali a quelli di struttura e a prefigurare interventi di ampia portata finanziaria, in presenza di equilibri di cui una più attenta osservazione avrebbe rivelato quel carattere precario che il seguito degli eventi ebbe a confermare: questi equilibri infatti si giovavano dell'incidenza dei fattori ciclici sulla bilancia corrente ed erano minati dalla sottostante evoluzione dei costi unitari. L'interesse si rivolse sia agli aspetti produttivi delle imprese industriali, sia a quelli finanziari delle imprese in genere. Da un lato, per migliorare la posizione concorrenziale del sistema, si tentò di individuare i settori produttivi con più stabili prospettive di sviluppo e le innovazioni aziendali atte ad elevare la produttività; dall'altro, si ricercarono modi per diminuire il grado dell'indebitamento e per attenuarne il costo. Per la ristrutturazione finanziaria delle imprese alcuni proposero apporti di capitale di rischio da parte di organi finanziari di nuova istituzione, o da parte degli istituti di credito speciale e delle stesse banche; altri, il concorso dello Stato che sostituisse debiti con capitale di rischio offerto a condizioni agevolate; altri ancora, la conversione dell'indebitamento a lungo termine assunto a tassi elevati nel 1974. Ai programmi di risanamento delle imprese si accompagnarono proposte di modifica degli assetti istituzionali degli stessi intermediari finanziari. Sul terreno normativo alcune delle idee dibattute in quei mesi avrebbero trovato poi collocazione nel piano per la ristrutturazione e la riconversione industriale presentato al Parlamento il 2 gennaio di quest'anno quando ormai incombevano la crisi di governo e quella valutaria.

Alla diversità di opinioni sulle modifiche di struttura faceva riscontro, sul piano congiunturale, un largo consenso a favore di una politica espansiva. Si riconosceva che il sistema produttivo italiano poteva risultare compromesso da una recessione troppo prolungata, che avrebbe comportato, oltre i costi umani, la distruzione o dispersione di capitale tecnico, di forze lavorative e imprenditoriali. Anche in sede internazionale venivano formulate, come ho già avuto occasione di ricordare, raccomandazioni a favore di una politica di reflazione.

Prese consistenza, quindi, l'iniziativa di un rilancio, affidato in prima istanza alla sollecitazione delle esportazioni, accompagnata da provvedimenti per il sostegno degli investimenti specie nei settori delle infrastrutture sociali, dell'edilizia abitativa e delle imprese interessate alle esportazioni. Dati gli scarsi margini di manovra, costituivano presupposti essenziali per il successo di siffatto tentativo l'evitare ulteriori aggravii dei costi e ulteriori dilatazioni della spesa pubblica corrente nonché la formazione di un maggiore consenso delle forze politiche e sociali sulle scelte e sui modi della loro realizzazione.

Entro queste linee fu chiesto il contributo della politica monetaria, che operò lungo le direttrici del rifinanziamento delle esportazioni e della riduzione dei tassi di interesse a breve termine.

Nel mese di agosto fu elevato da 1.400 a 2.500 miliardi il *plafond* assicurativo dell'INA per i crediti all'esportazione e fissato un *plafond* particolare di altri 1.000 miliardi per la copertura di operazioni in precedenza assicurate solo parzialmente. Parallelamente fu incrementato di 300 miliardi il fondo di dotazione del Mediocredito centrale, al quale furono assegnati anche 50 miliardi per contributo interessi alle operazioni di credito finanziario legate all'esportazione.

I provvedimenti di rilancio delle esportazioni presero, nel settore a breve termine, la forma di un rifinanziamento alle banche nella misura del 50 per cento del credito concesso da esportatori italiani ad importatori stranieri. Per le cifre da esse indicate, le aziende di credito accendevano riporti di valuta a fronte dei quali erano costituiti presso la Banca d'Italia depositi utilizzabili a misura che venisse comprovato il finanziamento delle dilazioni di pagamento concesse dalla clientela esportatrice. Il riporto doveva essere automaticamente accordato a richiesta; la sua entità era gonfiata

dalla domanda precauzionale delle aziende di credito, cosicché solo una parte dei depositi costituiti in contropartita poteva dirsi suscettibile di effettivo utilizzo e quindi riserva di liquidità.

Nel medesimo turno di tempo il disavanzo di cassa del Tesoro subiva una dilatazione non prevista. Nel mese di ottobre la previsione per il 1975 era ancora di 11.000 miliardi, ma a fine anno il disavanzo si collocava sui 14.200. Il fabbisogno era di 5.400 miliardi nel quarto trimestre, superiore di 3.200 a quello del quarto trimestre 1974 e alle previsioni. Nello stesso trimestre dovevano essere effettuati rimborsi di titoli precedentemente emessi per le occorrenze del Tesoro nella misura di 8.122 miliardi; confrontato con quello dei corrispondenti periodi degli anni precedenti, tale importo è pari a due volte e mezzo quello del 1974, oltre nove volte quello del 1973. I crescenti disavanzi hanno fatto dei titoli pubblici in scadenza una massa imponente che riesce sempre più difficile spostare in avanti. I ragionamenti condotti sul fabbisogno netto spesso ignorano questa difficoltà.

Parallelamente all'azione sulla liquidità, un'altra ne veniva decisa e condotta in sede politica, perché l'effetto sui tassi di interesse si sviluppasse con rapidità: in settembre le principali aziende di credito venivano invitate a diminuire di due punti i tassi attivi. Nello stesso mese si riduceva di un punto il tasso di sconto; in ottobre veniva diminuito il tasso base dell'asta sui buoni ordinari del Tesoro; in novembre venivano ridotti a beneficio delle imprese i tassi base riconosciuti per le diverse forme di credito agevolato.

Il provvedimento sulle esportazioni entrò in vigore il 15 settembre; alla fine di quel mese i riporti ammontavano a 1.198 miliardi, 1.063 dei quali ancora giacenti inutilizzati nei depositi costituiti a fronte di essi. Nei mesi successivi l'apertura di credito crebbe fino a 1.776 miliardi e i depositi scesero a 1.026.

L'ampiezza del ricorso alle emissioni di titoli a breve termine per il finanziamento del Tesoro, d'altra parte, se ha permesso che la creazione di base monetaria per la copertura del disavanzo pubblico venisse contenuta in una misura che la sola emissione di titoli a lunga non avrebbe certamente consentito, ha assicurato al sistema bancario una disponibilità aggiuntiva alla liquidità in senso stretto. Anche limitando la considerazione all'importo dei BOT in scadenza in ciascun mese, queste

vere e proprie riserve di liquidità secondaria ammontavano a 3.000 miliardi in settembre, a 1.300 in ottobre e a 2.600 in novembre; dicembre non presentava buoni in scadenza.

L'ammontare dei BOT per investimenti liberi in circolazione è salito da 2.300 miliardi a fine 1973 a 19.400 a fine 1975; nello stesso arco di tempo quelli di proprietà delle aziende di credito e del pubblico sono passati da 900 a 7.500 miliardi.

Nell'ambito delle direttive della politica economica intrapresa, e nel vincolo di non far mancare allo Stato i mezzi per il finanziamento del suo disavanzo di cassa, l'istituto di emissione ha usato gli strumenti di propria diretta pertinenza al fine di assicurare un ordinato svolgimento delle operazioni sui mercati monetari e finanziari. Tali strumenti sono le operazioni di finanziamento alle banche, gli acquisti e le vendite di titoli di Stato ed obbligazionari sul mercato secondario, le domande alle aste dei BOT.

In agosto il sistema bancario azzerava il suo debito con l'istituto di emissione nelle forme del risconto e dell'anticipazione a scadenza fissa; da quel momento e anche nel mese di dicembre, nel quale il ricorso delle banche è normalmente elevato, non avevano luogo operazioni di questo tipo.

Per quanto riguarda i titoli, tra il settembre e il dicembre la Banca ne assorbiva per 7.873 miliardi all'emissione ed effettuava collocamenti netti sul mercato per 3.882 miliardi. Confrontato con quelli di corrispondenti periodi, l'importo degli acquisti all'emissione era pari a due volte e mezzo quello del 1974, a cinque volte quello del 1973. Nonostante questa progressione, l'importo dei collocamenti rappresentava una quota degli acquisti solo di poco inferiore a quella del 1974, e di gran lunga superiore a quelle degli anni precedenti.

Parallelamente, la Banca orientava i propri interventi nelle borse valori al fine di mantenere il tasso a lunga ad un livello abbastanza elevato per incoraggiare l'investimento obbligazionario da parte del pubblico. A partire dall'ultima settimana di ottobre la Banca diveniva venditrice netta e tale rimaneva fino al mese di gennaio. Questa condotta non ha precedenti nell'ultimo quinquennio.

Sul fronte dei tassi a breve, l'indirizzo alla diminuzione era perseguito con energia in settembre ed in ottobre; successivamente diveniva prudente, con larghi collocamenti di buoni subito dopo l'asta di ottobre e con l'aumento del tasso offerto all'asta di novembre per i buoni a sei mesi. Nel trimestre settembre-novembre l'Istituto vendeva sul mercato buoni ordinari del Tesoro per 2.546 miliardi.

Quale effetto combinato dei provvedimenti e delle operazioni sopra descritti la liquidità bancaria, comprensiva dei depositi precauzionali intesi al finanziamento delle esportazioni, salì a circa 3.000 miliardi in settembre, e si mantenne intorno a tale livello sino alla fine dell'anno.

In particolare, nel dicembre, mese nel quale a causa dell'andamento stagionale della liquidità si evita normalmente di porre BOT all'asta, l'istituto di emissione continuava le vendite in borsa e acquisiva al proprio portafoglio ingenti emissioni di titoli del Tesoro. Le banche effettuavano acquisti di obbligazioni per 728 miliardi; presso il pubblico non bancario, che in dicembre è usualmente assente dal mercato obbligazionario, venivano collocati 260 miliardi di titoli.

In gennaio venivano collocati presso il pubblico e le aziende di credito titoli di Stato a medio e lungo termine per un ammontare netto di 1.000 miliardi e 580 miliardi di BOT, di cui 370 all'asta del mese.

Confrontando la vicenda del 1975 con la corrispondente congiuntura del precedente ciclo di politica monetaria, la quale ebbe inizio allorché, verso la metà del 1970, si uscì dalla fase di restrizione, si osserva che tra il secondo trimestre del 1970 ed il secondo trimestre del 1971 il rapporto della liquidità rispetto ai depositi salì dal 2,7 al 5,3 per cento. Tra il quarto trimestre del 1974 ed il quarto trimestre del 1975 esso è salito dal 2,1 al 3,1 per cento; nello stesso periodo la liquidità calcolata al netto dei rifinanziamenti a breve termine concessi dalla banca centrale (risconti, anticipazioni a scadenza fissa e depositi precostituiti a fronte di crediti all'esportazione) è passata dallo 0,9 al 2,1 per cento dei depositi, mentre tra il secondo trimestre del 1970 e il secondo trimestre del 1971 era salita dallo 0,4 al 5,4 per cento.

Nell'ultimo trimestre del 1975 il rapporto tra liquidità netta e depositi è stato superiore a quello del quarto trimestre del 1974, periodo di severa restrizione monetaria,

ma al di sotto dei livelli osservati nei corrispondenti periodi degli anni 1971, 1972 e 1973.

IL CAMBIO

Per comporre il quadro delle cause vicine della grave crisi valutaria insorta al principio del 1976 occorre a questo punto ripercorrere la vicenda dei mercati valutari lungo l'intero 1975.

Nei primi mesi dello scorso anno il dollaro aveva manifestato sui mercati internazionali una tendenza cedente, cui fecero seguito una maggiore fermezza e, da metà anno, la forte ripresa di cui si è detto prima. Questi movimenti, insieme con la ripresa del franco francese e con l'indebolimento della sterlina, producevano tensioni dalle quali la nostra moneta rimaneva al riparo. L'orientamento della politica monetaria, ancora ispirato a cautela, invogliava gli operatori nazionali all'acquisizione di finanziamenti in dollari e in altre valute; questo comportamento, e la caduta delle importazioni, conferivano al cambio della lira una intonazione forte, che consentiva alle autorità di procedere ad acquisti di valuta sul mercato. Il rafforzamento delle riserve che ne seguiva, anche per effetto dell'incasso di 400 milioni di dollari sul prestito del Fondo monetario internazionale, consigliava il rimborso anticipato di 500 milioni sul deposito della Bundesbank.

Nei mesi di aprile e maggio, nonostante i violenti movimenti che scuotevano i mercati esteri e l'avvio di una politica monetaria più permissiva, che si manifestava in maggio nella riduzione del tasso di sconto e nella revoca dell'obbligo del finanziamento in valuta dei pagamenti anticipati delle importazioni, la lira si consolidava ancora, consentendo alle autorità nuovi acquisti di valuta, che veniva destinata all'estinzione di debiti in scadenza. L'andamento del cambio e quello delle transazioni ufficiali in valuta rispecchiavano il miglioramento delle partite correnti, i cui effetti erano rafforzati dall'afflusso di capitali e dall'indebitamento delle banche all'estero conseguenti alla propensione dei residenti ad assumere debiti in valuta.

Nella prima metà di giugno le operazioni sul mercato si saldavano ancora con rilevanti acquisizioni di valuta alle disponibilità ufficiali. Una improvvisa svolta interveniva alla metà del mese in un mutato contesto di aspettative.

Nel luglio-agosto l'apprezzamento del dollaro accentuava i motivi di apprensione per le monete più deboli, soprattutto la sterlina e la lira. Gli operatori residenti erano indotti ad estinguere finanziamenti in valuta e ad acquistare anticipatamente divisa da utilizzare per pagamenti futuri, in ciò favoriti dal nuovo indirizzo della politica di liquidità, intesa al rilancio dell'economia. In questa fase si colloca l'adozione, avvenuta il 13 agosto, dei provvedimenti anticongiunturali. La stabilità del tasso di cambio ponderato, che non escludeva una flessione rispetto al dollaro, veniva assicurata mediante interventi di sostegno.

La situazione si appesantiva dopo la metà di settembre, per il concorso di cause esterne ed interne: all'estero, il delinarsi di un nuovo regime dell'oro che ne deprimeva il prezzo e sospingeva ulteriormente il dollaro al rialzo; in Italia, l'accelerazione della domanda, alimentata da una ripresa di accumulazione di scorte, e l'introduzione del meccanismo di finanziamento agevolato a breve all'esportazione, i cui effetti di liquidità facevano scendere i tassi a breve. Questa riduzione sollecitava la richiesta di valuta da parte della clientela residente e, in un secondo tempo, induceva il sistema bancario ad investire all'estero liquidità in lire, nei limiti consentiti dal massimale «pronto contro termine».

Tuttavia a partire dal luglio e fino all'ottobre il livello delle riserve risentiva negativamente soltanto della riduzione della posizione debitoria delle banche e dell'inversione di tendenza nei movimenti di capitale «autonomi», specie nei crediti commerciali, il cui andamento appariva strettamente legato alla riduzione in atto nella consistenza dei depositi obbligatori all'importazione. Nei primi dieci mesi dell'anno, anzi, il saldo «autonomo» della bilancia dei pagamenti risultava in attivo di circa 200 milioni di dollari. Sembravano così confermate le più recenti previsioni, secondo le quali la parte corrente avrebbe potuto, nel 1975, chiudersi in pareggio. Dalla già ricordata stima di un disavanzo di 2.900 miliardi di lire, formulata nell'autunno del 1974, si era scesi per successive revisioni migliorative fino all'ipotesi del pareggio, avanzata nella tarda estate del 1975 in presenza di un andamento spiccatamente

recessivo dell'economia. Alcuni organismi internazionali giunsero in quell'epoca ad ipotizzare un avanzo. Esistevano quindi un clima di opinione non favorevole al deprezzamento della lira e un andamento della bilancia dei pagamenti che non offriva giustificazioni a un tale indirizzo.

Nella condotta della politica valutaria, inoltre, si facevano valere le considerazioni che il deprezzamento avrebbe alimentato l'inflazione e che una ripresa produttiva avrebbe potuto innalzare la produttività e far recuperare ai costi unitari una linea compatibile con il vigente livello del cambio.

In tutto questo arco di tempo e mentre la ripresa tardava a concretarsi, più insistenti e giustificate si facevano le pressioni degli esportatori per essere sostenuti con azioni collaterali, diverse dal deprezzamento del cambio. In tale contesto si inseriscono la direttiva del Comitato del credito per un accesso privilegiato alle facilitazioni a tasso normale della Banca d'Italia a favore delle aziende che allargassero il credito all'esportazione, adottata fin dal marzo; i provvedimenti già menzionati dell'agosto, tra cui il finanziamento agevolato; la riconduzione dei termini di regolamento posticipato delle esportazioni da 3 a 4 mesi, concessa in dicembre; l'accelerazione nei rimborsi dell'IVA sulle merci esportate; l'idea, autorevolmente proposta, di un'imposta sostitutiva di oneri sociali rimborsabile all'esportazione.

Salvo la decisione del marzo, che non trovò pratica applicazione, queste varie facilitazioni, se potevano giustificarsi con la stabilità del cambio in presenza di costi in aumento, avevano però l'effetto di ridurre il controllo delle autorità sui flussi della liquidità interna e sul movimento valutario, cioè creavano condizioni che rendevano più vulnerabile la difesa del cambio.

La bilancia valutaria peggiorava decisamente nella seconda metà di novembre; soltanto a gennaio la disponibilità dei dati analitici rivelò che il deterioramento riguardava la parte corrente. Essa ritornò in pareggio nella prima metà di dicembre, facendo apparire il dato di novembre come un movimento che, dopo l'avanzo dei primi dieci mesi, avrebbe riportato gli andamenti per l'intero anno entro le previsioni. Nella seconda metà di dicembre sopravvenne invece un forte peggioramento, per cui nei dati analitici complessivi, conosciuti a febbraio, il mese, preso nel suo insieme, segnò un cospicuo disavanzo di parte corrente; il peggioramento riguardò anche le voci degli

invisibili, nelle quali possono nascondersi deflussi di capitali, e il cui andamento manifestava che la pressione in atto sulla lira non era soltanto addebitabile alle importazioni, bensì anche ad una grave crisi di fiducia.

Nonostante il peggioramento in fine d'anno, la bilancia economica si è chiusa, per l'intera annata, con un disavanzo di parte corrente di appena mezzo miliardo di dollari, che si confronta con gli 8 miliardi del 1974; la flessione delle riserve di 1,7 miliardi derivando per due terzi dal saldo passivo del movimento di capitali, dal miglioramento della posizione estera delle banche e dai rimborsi netti di prestiti.

Nelle settimane a cavallo tra il 1975 e il 1976, la crisi di governo, l'attenzione posta con accenti polemici al livello delle nostre riserve, la diffusione di notizie circa una riconsiderazione critica dei crediti bancari verso l'Italia da parte di una delle autorità di controllo americane, sviluppavano le pressioni sulla lira; la difesa richiedeva interventi che se non potevano dirsi grandi alla stregua di quelli che si osservano nelle crisi valutarie, lo erano per rapporto alle nostre stremate riserve, e mettevano capo il 20 gennaio alla sospensione delle quotazioni ufficiali e degli interventi stessi. Il volume degli interventi in vendita nei mesi di dicembre e gennaio è stato uguale ad appena un quinto di quelli con cui la Francia ha difeso la sua moneta dalla fine di gennaio al marzo di quest'anno.

La crisi di gennaio sul mercato dei cambi non ha quindi tratto origine da un persistente disavanzo di bilancia dei pagamenti, bensì trova le sue cause remote negli squilibri di fondo che si sono venuti aggravando nel corso degli anni, e quelle immediate nella povertà delle riserve e nella nostra ridotta affidabilità di credito per il carico dei debiti accumulati nel triennio 1972-74.

Una economia ad alto sviluppo di intermediazione finanziaria, come la nostra, trova sempre nel suo interno i margini di liquidità per movimenti speculativi sulla valuta, e ciò non solo nella liquidità del sistema bancario preso nel suo insieme, costituita da depositi e linee di credito sull'istituto di emissione, ma nei cuscinetti di liquidità del sistema, costituiti dai depositi interbancari, e nei sucedanei della liquidità, tra cui i buoni del Tesoro a breve termine. Quando queste liquidità interne e questi crediti quasi monetari vengono attivati, l'istituto di emissione non può, senza gravi conseguenze, negare il suo concorso agli istituti centrali e alle aziende che subiscono i

ritiri di depositi interbancari, o allo stesso Tesoro. E ancora, a monte della liquidità esterna e interna del sistema bancario, esiste la liquidità dell'economia, che può trarre sulle linee di credito inutilizzate pari da noi a 30 mila miliardi di lire (contro 2-3 mila di liquidità bancaria), e sulla stessa consistenza di depositi e di titoli a breve in suo possesso.

La povertà delle riserve che stavano a fronte dell'ampia domanda potenziale di valuta è stata resa più acuta dalle limitazioni frapposte al ruolo dell'oro come mezzo di pagamento internazionale. Il ricorso possibile al credito di autorità ufficiali, inoltre, si è palesato di fatto meno ampio del previsto per la difficoltà incontrata in gennaio ad attivare, se non per una modesta frazione, la linea di credito reciproca con la Banca di Riserva Federale di New York, che in ogni caso rappresenta un sollievo solo nel breve termine.

La sospensione delle quotazioni ufficiali si produceva in corrispondenza con una fase di negoziati per il rinnovo di grandi contratti nazionali di lavoro impostati su piattaforme nettamente inflazionistiche, e tali da distruggere ogni prospettiva di compatibilità tra il vecchio livello del cambio e gli incombenti nuovi livelli del costo del lavoro.

Essa costituiva al tempo stesso un richiamo alla gravità della situazione e la condizione per una prima verifica di mercato del valore esterno della lira. Se, anche in virtù di quel richiamo, si fosse addivenuti alla formazione di un governo dotato di sufficiente forza politica e all'adozione di un programma adeguato di azione economica, la verifica avrebbe potuto mettere capo a un tasso di cambio capace di reggersi su un qualche livello di stabilità. Ma in assenza di quelle condizioni e in periodo stagionalmente avverso, il cambio si riportava prima sulla linea di tendenza flettente del 1973-74, e nella terza decade di febbraio accelerava la caduta a un ritmo tale da rendere indispensabile la ripresa immediata degli interventi. L'annuncio stesso della riapertura del mercato dal primo marzo invertiva per qualche giorno la tendenza.

Durante i quaranta giorni di chiusura del mercato, intanto, pur nel difetto di un programma globale di risanamento, erano state prese varie misure in senso restrittivo: la revoca dei finanziamenti agevolati alle esportazioni, con conseguente distruzione di liquidità potenziale per oltre 800 miliardi di lire; l'aumento della riserva obbligatoria sui

depositi, che assorbiva altri 800 miliardi di base monetaria; la riduzione a 15 giorni dei termini di validità dei conti valutari; l'aumento di due punti nel tasso di sconto. Sul piano esterno, era stato provveduto alla ricostituzione delle riserve in valuta da 600 a 1.900 milioni di dollari, mediante la parziale attivazione della linea di credito con la Federal e il ripristino all'importo iniziale del deposito della Bundesbank. Erano anche stati condotti innanzi negoziati per prestiti con la Comunità e con il Fondo monetario.

Riaperto il mercato, gli ordini che si erano venuti accumulando durante la chiusura, forse anche per effetto dell'attesa di un intervento calmieratore della Banca d'Italia, si traducevano in una forte domanda di valuta sollecitata anche dalla crisi della sterlina e del franco francese. La caduta del cambio e la perdita di riserve che ne seguirono portavano a metà marzo ad un nuovo giro di vite sul piano fiscale, monetario e valutario. Il tasso di sconto veniva elevato dall'8 al 12 per cento; veniva ripristinato l'obbligo di finanziamento bancario in valuta per i regolamenti anticipati di importazioni.

Ma ad ogni restrizione sono seguiti nuovi motivi di tensione. Così, dopo di allora, la crisi politica e lo scioglimento delle Camere si sono riflesse in aspettative che hanno reso necessario ripristinare il deposito obbligatorio all'importazione, estendendolo ad ogni acquisto di valuta, sancire l'obbligo di parziale finanziamento in valuta dei crediti all'esportazione, negoziare nuovi crediti esteri ad integrazione delle riserve, portare i tassi del mercato monetario su livelli molto elevati.

La Banca d'Italia e l'Ufficio italiano dei cambi assolvono l'amaro compito di gestire un processo che, nel governo dei flussi monetari e valutari, ci assimila all'economia di stato d'assedio.

OLTRE LA CRISI

L'inversione di questo processo richiede che la società italiana, in una riscossa di volontà, affronti il problema dell'espansione dell'offerta reale con mezzi meno facili e illusori della mera sollecitazione dalla domanda monetaria.

Nella misura in cui la Banca centrale non disponga di riserve valutarie atte a contrastare i possibili utilizzi della liquidità per scopi improduttivi che si innestano su politiche monetarie espansive, l'economia è esposta a crisi di cambio per fatti imprevedibili, alcuni dei quali altrimenti irrilevanti, che si aggiungono agli squilibri latenti.

Questi squilibri sono stati esaltati dal gravame che la moltiplicazione per quattro del prezzo del petrolio e gli aumenti delle materie prime hanno imposto ad un sistema economico sul quale nel corso degli anni si erano venuti cumulando gli effetti di indebolimento delle strutture e di abbassamento dei rendimenti.

Anche quando saranno raggiunti gli obiettivi del programma energetico nazionale, la cui realizzazione è prevista in un decennio e che è ancora nella fase di discussione, il risparmio valutario per le importazioni di fonti di energia, calcolato ai prezzi correnti, non sarà molto superiore alla terza parte dell'attuale disavanzo petrolifero. È necessario quindi trovare compenso alla parte non eliminabile, attraverso l'espansione delle esportazioni e il contenimento delle importazioni di altri beni.

L'intervenuto deprezzamento del cambio fornisce margini di manovra per procedere lungo questa linea. Ma i suoi effetti saranno presto riassorbiti se lo slittamento inflazionistico non verrà frenato con altre azioni di politica economica; in un sistema in cui i redditi di lavoro sono altamente indicizzati, potrebbero anzi diventare perversi.

In passato il bilancio pubblico è stato chiamato a compensare gli squilibri nei conti economici delle imprese nascenti sia da una crescita salariale eccedente la produttività, sia da un aumento difforme di quest'ultima per settori e territorialmente. I margini dell'azione pubblica di intervento furono considerati ampi dal lato della domanda, dati i livelli insoddisfacenti nell'utilizzo dei fattori produttivi e in particolare del lavoro. Ma un'azione di stimolo della domanda monetaria avrebbe dovuto tener conto di una duplice esigenza: la transitorietà dell'intervento e la flessibilità della sua misura. Ciò non è avvenuto; ne sono derivate una più rapida vulnerabilità ciclica della bilancia dei pagamenti ed una dipendenza cronica dal bilancio pubblico di ampie zone dell'occupazione, con alterazioni permanenti delle forme di mercato e, in ultima istanza, dell'efficienza del sistema economico, per la presenza di imprese sussidiate.

Osservando l'esperienza inglese è stato affermato che l'occupazione può essere sostenuta solo creando le condizioni per l'«autofinanziamento» dei posti di lavoro, cioè facendo in modo che il loro costo sia almeno coperto dal valore di mercato del prodotto ottenuto. Ogni volta che il principio è violato, il posto di lavoro viene economicamente distrutto. Se interviene lo Stato, ne deriverà prima o poi una maggiore imposizione fiscale o l'inflazione; se interviene l'impresa, ne conseguirà un suo indebolimento patrimoniale o il trasferimento dell'onere sui finanziatori o, ancora, una spinta all'inflazione.

La ripartizione dei posti di lavoro tra quelli che si autofinanziano e quelli che sollecitano imposte per essere mantenuti mostra l'insufficienza interpretativa delle posizioni di coloro che spiegano la crisi in chiave di squilibrio salariale e di quelli che ritengono dominanti gli effetti inflazionistici e di «spiazzamento» della spesa privata prodotti dall'eccessivo disavanzo pubblico. L'interpretazione della crisi viene ricondotta ad un denominatore comune: i modi di impiego della forza lavoro. La spesa pubblica e il salario sono quindi reinterpretati in funzione degli effetti reciproci, cioè degli stimoli che l'una variabile invia all'altra, e che entrambe irradiano sulla solidità della base di impiego del lavoro.

Astraendo dai pur rilevanti problemi della dimensione e della composizione della spesa pubblica, per ricondurci sul terreno della definizione di comportamenti i quali, in un contesto di stabilità monetaria, rimuovano gli ostacoli allo sviluppo e ricreino le condizioni per l'accumulazione e per la valorizzazione delle capacità produttive, riteniamo di dover enunciare due regole: che la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto non ecceda quella dei paesi concorrenti sui mercati internazionali e che la creazione di base monetaria a fronte della spesa della pubblica amministrazione proceda secondo linee di sviluppo non dissimili da quelle seguite dagli stessi paesi.

Nel più recente passato l'economia italiana si è troppo discostata dal rispetto di queste norme. Infatti, nei sei anni che vanno dal 1970 al 1975 i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria sono aumentati del 137 per cento, misura che eccede quella di tutti gli altri maggiori paesi: 107 per cento nel Regno Unito, 84 in Giappone, 75 in Francia, 51 in Belgio, 43 nella Germania federale, 40 nei Paesi Bassi, fino a un minimo del 29 per cento negli Stati Uniti. Nello stesso periodo il contributo del settore statale

alla crescita della base monetaria complessiva è ammontato al 238 per cento, contro l'87 del Giappone, il 48 degli Stati Uniti e il 6 della Germania federale; una misura dell'eccesso monetario che si è venuto a determinare sul nostro mercato per effetto del comportamento del settore statale è data dalla crescita complessiva di base monetaria: in Italia essa è stata del 194 per cento, in Giappone del 167, negli Stati Uniti del 48 e in Germania dell'86.

I modi in cui il sistema attuale può riavvicinarsi al rispetto di queste regole, sulle quali converge ormai un largo consenso, possono essere vari e sono stati oggetto di esame in diverse sedi.

In materia di crescita delle retribuzioni si è dibattuto recentemente sulla compatibilità degli effetti congiunti della scala mobile e dei rinnovi contrattuali. La scala mobile è sorta come strumento di attenuazione della conflittualità salariale, in quanto dovrebbe garantire al lavoratore il potere di acquisto e all'imprenditore più stabili prospettive di programmazione aziendale. Questa finalità è in larga parte vanificata da forme di contrattazione permanente; inoltre è contraddittoria l'indicizzazione di eventi inflazionistici di origine esterna, quali quelli determinati dall'aumento del prezzo del petrolio e delle materie prime, o voluti dalla politica economica, quali l'aumento dell'imposizione indiretta, il cui effetto nel breve periodo è necessariamente quello di ridurre il potere di acquisto dei redditi del paese. Il mantenere immutato, in situazioni come la presente, il modo di operare della scala mobile determina sul rapporto di cambio della lira uno stato permanente di squilibrio per i nessi tra deprezzamento e inflazione e richiede, per annullare il disavanzo dei conti con l'estero o attenuare il tasso d'inflazione, una contrazione del prodotto interno maggiore di quella che si avrebbe in assenza del meccanismo stesso; in ultima istanza, un peggioramento delle condizioni dei lavoratori ancor più grave di quello che gli eventi impongono.

Uno studio effettuato in Inghilterra, a supporto del «patto sociale» là concordato, dimostra che, sotto le ipotesi di costanza della spesa pubblica e di flessibilità del cambio, una crescita salariale modesta (6 per cento) conduce a un tenore di vita più elevato di quello che si avrebbe nel caso di un aumento sostenuto (20 per cento). Diminuirebbero in particolare, nel secondo caso rispetto al primo, l'occupazione e il

reddito reale disponibile: l'economia si muoverebbe «verso una situazione decisamente peggiore da qualsiasi punto di vista».

Sul piano pratico, per una correzione delle distorsioni che la scala mobile provoca in situazioni di grave squilibrio, si potrebbe ipotizzare che una volta effettuate da parte degli organi tecnici le previsioni annuali sull'andamento, comparato internazionalmente, delle principali grandezze ed una volta definite le scelte di politica economica, venisse concordato con le confederazioni sindacali il tasso di inflazione di riferimento compatibile con il rispetto della regola di crescita salariale. Qualora nel corso dell'anno il tasso dell'inflazione assumesse un ritmo superiore a quello di riferimento, il punto di scala mobile dovrebbe essere alleggerito o differito, tutelando peraltro le classi di reddito più basse.

Già questo meccanismo allenterebbe la pressione che gli eccessi retributivi scaricano, attraverso i bilanci dissestati delle imprese, sull'erario. Tuttavia, presupposto di una efficace applicazione della regola salariale è una azione diretta sul disavanzo pubblico per ridurre gli effetti inflazionistici. Di questa azione occorre distinguere gli aspetti aventi un'incidenza diretta sull'economia reale, come in particolare la preminenza da dare agli investimenti sociali a scapito di altre spese pubbliche, da quelli che riguardano i mercati monetari e finanziari. Limitando l'analisi a questi ultimi, occorre procedere ad una periodica verifica di tendenza della creazione monetaria per conto del settore pubblico, con una programmazione dei flussi che non si limiti al fabbisogno finanziario netto ma si estenda alla considerazione del rinnovo del debito pubblico, specialmente di quello fluttuante, e della alimentazione della liquidità che ne può derivare.

Qualora la spesa pubblica in disavanzo o il mancato rinnovo del debito a breve determinino situazioni di eccesso monetario rispetto alle linee di tendenza prevalenti nel resto del mondo interessato al nostro commercio, il controllo del rapporto di cambio richiede che il settore direttamente produttivo venga razionato, cioè che il suo fabbisogno finanziario sia solo parzialmente soddisfatto. La riduzione del volume del credito che resta disponibile per il settore produttivo e l'innalzamento del suo costo registreranno l'incidenza negativa sull'investimento privato derivante dall'indebitamento pubblico. Al fine di limitare tali effetti negativi occorre dare una

maggior elasticità congiunturale al bilancio pubblico dal lato delle spese e, ove ciò non sia possibile o sufficiente, da quello delle entrate. L'aliquota delle imposte dirette dovrebbe essere manovrata in funzione del realizzarsi degli obiettivi fissati in materia di prezzi e di bilancia dei pagamenti nell'ambito delle concertazioni riguardanti la crescita salariale.

Il disavanzo corrente della pubblica amministrazione è attualmente pari a circa il 6 per cento del reddito nazionale netto; esso assorbe circa un terzo del risparmio delle famiglie. La parziale distruzione del risparmio delle famiglie operata dal disavanzo corrente della pubblica amministrazione e, in misura minore, la caduta del risparmio d'impresa fino a livelli ormai anch'essi negativi, sono alla radice della paurosa contrazione del risparmio nazionale netto: dal 22 per cento del reddito nazionale netto nel 1960, al 19 dieci anni dopo, al 16 nel 1973, al 12 nel 1975.

In siffatte condizioni non può ipotizzarsi un'azione sufficientemente rapida di contenimento del disavanzo senza passare attraverso un riesame in Parlamento di spese deliberate allorché il quadro di riferimento era ben diverso da quello critico in cui attualmente si trova l'economia italiana. È parte essenziale di questo riesame la riconsiderazione dei disavanzi nelle gestioni e nei servizi pubblici, distinguendo, tra i servizi, quelli a carattere sociale, il cui costo deve essere coperto prevalentemente con l'imposizione fiscale, e gli altri, per i quali l'adeguamento delle tariffe al costo deve valere come regola. La società, attraverso i suoi rappresentanti, deve, coerentemente con i suoi obiettivi, far cessare la distruzione, che avviene per questo canale, di risparmio altrimenti applicabile al miglioramento delle infrastrutture sociali e delle attrezzature produttive.

UN SISTEMA CREDITIZIO IMBRIGLIATO

Dall'inosservanza, nella politica di bilancio e in quella retributiva, di regole compatibili con la stabilità monetaria, derivano due conseguenze. La prima, che la capacità del sistema creditizio di operare come meccanismo di allocazione delle risorse è menomata; la seconda, che l'autorità è indotta a tentare di ristabilire quella compatibilità mediante interventi di carattere amministrativo. Il sistema creditizio viene

investito da un processo che lo stringe in vincoli sempre più stretti e al tempo stesso lo sottopone a censura per l'altezza dei tassi e per l'orientamento degli impieghi.

L'esperienza ormai prolungata della inflazione ha distrutto l'illusione monetaria, e fatto sì che i tassi seguano meno lentamente il deprezzamento della moneta. Tuttavia l'adeguamento non è completo; i tassi reali degli ultimi tre anni sono stati da noi, salvo che per breve tratto di tempo, vicini a zero o negativi. In questa condizione, il sistema bancario agisce in effetti come un gigantesco meccanismo di redistribuzione della ricchezza finanziaria accumulata dalle famiglie a favore degli utilizzatori del credito, principalmente il settore pubblico e le imprese.

L'instabilità del mercato obbligazionario induce rischi di perdite per i possessori di titoli così come perdite possono insorgere negli impieghi a favore di imprese in precarie condizioni patrimoniali e di redditività; i prestiti a favore di enti e amministrazioni del settore pubblico, sebbene non diano tecnicamente luogo a casi di sofferenza, celano l'insidia non minore dell'immobilizzo. Gli elevati margini tra i tassi attivi e passivi delle aziende di credito riflettono anche il maggior rischio nel quale l'attività bancaria si svolge, e l'azione cautelativa che le aziende compiono, spesso di concerto, nella fissazione dei tassi. L'autorità di vigilanza ha peraltro, negli anni recenti, introdotto nuovi elementi di competitività intesi a sollecitare l'economicità delle gestioni bancarie, allargando la sfera di operatività delle aziende in senso sia spaziale sia temporale, attraverso le norme sulla competenza territoriale e sugli impieghi oltre il breve termine.

Circa l'orientamento del credito, è indubbio che in presenza d'inflazione e di deprezzamento del cambio nasce negli utilizzatori una più frequente convenienza a ricorrere al credito per usi speculativi come l'accumulazione di scorte o di altri beni reali, l'anticipo dei pagamenti o il ritardo degli incassi in valuta. Tuttavia è estremamente difficile con gli interventi sceverare e colpire la componente speculativa delle gestioni industriali e commerciali senza recar pregiudizio agli aspetti propriamente produttivi.

Più grave è la distorsione che viene imposta dal settore pubblico. Esso chiama la Banca centrale e le altre banche a finanziarlo, in un processo che crea base monetaria e la moltiplica nella creazione dei depositi. L'istituto di emissione e il sistema gonfiano i

propri passivi, e dunque la liquidità dell'economia, acquisendo attività sulle quali non hanno esercitato scelta, e sacrificando il compito di distribuzione del risparmio tra impieghi alternativi.

Uno strumento nato per il temporaneo sostegno del finanziamento degli investimenti produttivi, quale il vincolo di portafoglio, sta consolidandosi in realtà acquisita. Auspichiamo che esso non venga allontanato dall'iniziale obiettivo per essere chiamato in soccorso di altri prenditori di fondi ai quali, a differenza degli istituti di credito speciale, non è impedito il ricorso diretto al mercato con l'emissione di titoli a breve. Restringendo l'area nella quale possono esplicarsi il comportamento spontaneo delle banche e l'azione della concorrenza, l'obbligo d'investimento in titoli entra in conflitto con l'intento delle autorità monetarie di promuovere lo sviluppo di un efficiente mercato monetario; questo infatti, mentre intensificherebbe la concorrenza sul mercato degli impieghi e della raccolta bancaria, potrebbe dar luogo a un più rapido aggiramento dei controlli amministrativi.

Ancora, l'esperienza sofferta di controlli amministrativi, nelle forme del vincolo di portafoglio e dei massimali di credito, destabilizza le aspettative. Se ne è avuta la prova nello scorso gennaio, quando essa, in una sorta di riflesso condizionato, ha indotto nel mercato anticipate reazioni a misure amministrative di cui solo si paventava l'introduzione.

E infine, l'accrescimento negli attivi bancari della quota costituita da titoli a lunga scadenza, soprattutto ove concorra una esasperazione nella frequenza e nell'ampiezza di movimento dei tassi a breve, crea un'alterazione ciclica nel rapporto che in una ordinata gestione bancaria dovrebbe esistere tra il rendimento medio degli impieghi e quello della raccolta. Da ciò derivano seri problemi in termini di instabilità sia dei risultati del conto economico sia delle valutazioni patrimoniali. Questi problemi si farebbero più gravi quando una parte dei rapporti di credito con la clientela venisse definita a condizioni tali da irrigidire la struttura dei rendimenti dell'attivo oltre limiti compatibili con la variabilità del costo della raccolta a breve. Ad evitare questa conseguenza, in alcuni casi importanti di conversione nel tempo di debiti verso banche l'organo di vigilanza ha subordinato il suo assenso alla condizione che venisse concordato un tasso attivo variabile con riferimento ai tassi del mercato monetario. Il

corso successivo dei saggi di interesse ha confermato che si trattava di un criterio di elementare prudenza.

L'esercizio dell'azione di controllo offre costante motivo di riflessione circa gli assetti che devono porsi a base di una corretta gestione del credito.

Uno dei problemi che si presentano riguarda il volume dell'intermediazione bancaria. La dissociazione tra i centri di formazione del risparmio e quelli dell'investimento o della spesa, la preferenza per attività immuni dalle variazioni dei corsi, la protezione contro il rischio dell'insolvenza bancaria offerta ai depositanti, la concorrenza per l'acquisizione dei depositi, le condizioni fiscali e generali che limitano l'apporto di capitale di rischio, sono da annoverare fra i fattori che in Italia hanno dilatato l'intermediazione bancaria in una misura che non trova riscontro in altri paesi. Un eccesso di attività liquide e un difetto di riserve valutarie formano lo scenario più probabile di crisi del cambio. E poiché il sistema bancario è chiamato a subire gli interventi di crisi, esso non dovrebbe vedere con sfavore lo svilupparsi di circuiti alternativi di finanziamento, ma attivamente promuoverli facilitando, con la sua capacità di contatto coi risparmiatori, un collegamento diretto tra questi ed i prenditori di fondi. Il nuovo modo di emissione dei buoni ordinari del Tesoro, contribuendo a rendere molte aziende di credito più sensibili alla esigenza di una razionale gestione della tesoreria, stimola la concorrenza bancaria. Che questa oggi cominci a manifestarsi attraverso cessioni di buoni al pubblico è fatto positivo, come è positivo l'altro, che la politica dei tassi passivi abbia ricondotto la composizione della raccolta verso una minor quota della sua componente più direttamente monetaria.

Su un piano più largo, poiché il vincolo della bilancia dei pagamenti condiziona anche nei prossimi anni le possibilità di crescita della domanda interna, l'attuazione dei programmi di ristrutturazione (piano energetico, riconversione industriale, ammodernamento agricolo) potrà richiedere un aumento del tasso di risparmio, realizzabile sia attraverso l'incremento del risparmio pubblico e dell'autofinanziamento delle imprese, sia mediante una più elevata propensione al risparmio delle famiglie. Fra gli strumenti atti a favorire la formazione del risparmio ed una sua efficiente allocazione, un importante ruolo potrà essere svolto, soprattutto in

presenza di elevate aspettative inflazionistiche, dal perfezionamento e dall'arricchimento della gamma degli strumenti finanziari.

Oggetto di riesame in varie sedi è stato lo scorso anno il problema dei regimi di proprietà delle aziende di credito. La varietà degli assetti, che, a somiglianza di quello di altri paesi, il nostro sistema creditizio presenta, salvaguarda la funzione allocativa. Che, in questa varietà, le aziende di credito siano soggette ad un'autorità di controllo unica è, d'altra parte, una garanzia di coerenza offerta dall'attuale ordinamento istituzionale, alla quale proposte legislative tendono a pervenire anche in altri paesi. Se le direttive e gli impulsi trasmessi alle istituzioni creditizie dalle autorità di controllo venissero differenziati in funzione del regime della proprietà, facendo dipendere le diverse categorie di aziende da diverse autorità di controllo, o differenziando i principi ispiratori dei controlli, l'unicità di indirizzo della politica creditizia verrebbe perduta.

Questo criterio vale in particolar modo per le aziende di credito che, in varie forme giuridiche, rientrano nella sfera pubblica, cioè quella stessa nella quale si esercita la funzione di indirizzo e di controllo. In linea generale, la coesistenza di imprese pubbliche e private in un medesimo settore di attività economica non implica né che l'interesse pubblico alla disciplina di quel settore debba limitarsi al segmento di esso che è in mano pubblica, né che l'azione di controllo debba identificarsi con l'esercizio del diritto di proprietà. Soprattutto quando si desidera mantenere la coesistenza fra diversi assetti, l'esercizio unitario della funzione di controllo e di indirizzo potrà assicurare la distinzione tra un momento politico-economico ed un momento economico-tecnico, senza la quale verrebbe meno la parità delle condizioni operative.

Di più delicata determinazione sono i criteri e gli obiettivi che dovrebbero informare l'esercizio del credito da parte degli istituti e delle aziende di credito di proprietà pubblica. Alla domanda se questi debbano privilegiare, nella concessione del credito, imprese del medesimo gruppo cui appartengono, non può essere data altro che risposta negativa. Se in una gara di appalto di un'opera di pubblica utilità risultasse assegnataria non l'impresa che presenta il progetto migliore od il piano di attuazione più economico, ma quella che è di proprietà dello Stato, si farebbe indebitamente prevalere una logica di gruppo in una materia di pubblico interesse.

Problemi analoghi si pongono anche per le aziende di credito che, rientrando nella sfera della proprietà privata, sono controllate da gruppi finanziari e industriali. Il fenomeno delle banche di gruppo, tipico degli ordinamenti creditizi di altri paesi, si è andato accentuando in Italia negli anni recenti. Proprio perché nasce in un sistema nel quale si sono ridotte le capacità di autofinanziamento delle imprese, esso presenta anche i pericoli che abbiamo sopra delineato per le aziende di credito che rientrano in gruppi di proprietà pubblica. Nell'esaminare le domande di autorizzazione a concedere fidi eccedenti i limiti consentiti, la Banca d'Italia presta una particolare attenzione a questi pericoli.

Il frequente ripetersi di fasi di stretta monetaria ha sottoposto gli istituti di credito speciale, ed in particolare quelli non collegati con aziende che raccolgono risparmio a breve, a ricorrenti difficoltà di provvista non sanabili con la più accorta delle politiche di tesoreria, e che incidono quindi dannosamente sulla continuità del flusso di finanziamento degli investimenti. Il vincolo di portafoglio è stato inteso a gettare un ponte tra l'impiego a lunga e la raccolta a breve mediante una duplice intermediazione. Occorre riflettere ai modi e ai limiti in cui sia opportuno porre in atto legami organici tra istituzioni creditizie di diverse categorie che rendano l'operatività del sistema meno dipendente da vincoli amministrativi.

Problemi si pongono anche per le aziende di credito caratterizzate da un assetto proprietario frazionato: tra queste, le cooperative di credito sono state interessate, nel 1975, da progetti di riforme riguardanti la più generale disciplina della cooperazione. In proposito, e proprio per le considerazioni che abbiamo svolto sopra, il nostro Istituto non ha mancato di far presente nelle sedi competenti l'unità della funzione creditizia, la quale, pur nel rispetto delle diversità strutturali delle singole banche e categorie di banche, postula il mantenimento dei vigenti assetti di controllo e di indirizzo da parte dell'autorità monetaria.

La revisione delle leggi speciali riguardanti le due categorie di cooperative di credito potrebbe realizzare il contemperamento delle esigenze di sviluppare la mutualità e di ridefinire gli ambiti operativi delle aziende bancarie di minori dimensioni con quelle di mantenere strutture patrimoniali adeguate e di sviluppare l'accumulazione del

risparmio nella forma di capitale di rischio di imprese bancarie a larga partecipazione popolare.

Quando la cornice operativa non sia profondamente alterata dall'inflazione, l'avviare il risparmio verso quegli impieghi a breve termine che le prospettive di profitto delle imprese e le garanzie offerte dal cliente facciano apparire come più raccomandabili è opera nella quale non riteniamo che alcuna norma o indirizzo possa sostituire utilmente l'apprezzamento di chi amministra gli istituti di credito. Non possiamo quindi associarci alle richieste che, fuor di ogni riferimento alla ripresa inflazionistica in atto, si rinnovano da varie parti perché, oltre i vincoli già operanti, siano impartite norme di selezione anche nell'area del credito a breve. Nell'affrontare il problema, la Relazione sull'anno 1963 osservava che l'azione di orientamento dell'attività economica da parte dei pubblici poteri trova la sua collocazione più appropriata nel momento delle decisioni di investimento. Per questa azione lo Stato dispone di numerosi strumenti, finanziari e non finanziari; se essa è efficace, verrà poi naturalmente assecondata anche da una distribuzione del credito di esercizio ispirata ai normali principi operativi delle banche. Ulteriori criteri di selettività applicati alla sfera del credito bancario potrebbero, anziché rafforzare il sistema degli interventi, renderlo contraddittorio. Concludeva dunque che «nella strategia economica di uno Stato moderno, il controllo qualitativo del credito bancario debba classificarsi tra i dispositivi di riserva e che esso debba essere usato moderatamente in talune situazioni congiunturali, piuttosto che costituire una componente permanente della politica del credito». Non ci sembra che in questi anni siano state proposte idee che invalidino la logica di quelle argomentazioni, mentre anzi conforta constatare che esse sono state autonomamente riprese da altri. Il ricorso a misure selettive del credito a breve, fatto nella emergenza del 1973-74, ha messo in luce difficoltà di applicazione anche superiori a quelle previste allora.

Tra i mezzi dei quali le autorità dispongono per indirizzare gli investimenti, vi è il controllo selettivo attuato attraverso le autorizzazioni amministrative all'emissione dei titoli a reddito fisso. La recente estensione di questa disciplina alle cartelle fondiarie è un importante contributo di completezza e di coerenza agli strumenti della politica selettiva.

LA BANCA E LA COLLETTIVITÀ

I compiti attribuiti alla nostra Banca si pongono come strumenti per realizzare fini che interessano la collettività.

Si compiono in questi giorni cinquant'anni da quando il ruolo di interesse pubblico della Banca d'Italia trovò la sua consacrazione sul piano formale dell'ordinamento giuridico. Infatti, nel 1926 la Banca d'Italia venne riconosciuta come unico istituto regolatore della circolazione monetaria sotto la vigilanza degli organi governativi e parlamentari, ed insieme a questa funzione di banca centrale le si attribuirono compiti di controllo sulle aziende di credito in appoggio ai poteri di intervento riconosciuti ai dicasteri già competenti in materia.

Furono con ciò conferiti alla Banca d'Italia, che aveva struttura giuridica di società per azioni, poteri intesi a soddisfare finalità pubblicistiche sia per quanto concerne la liquidità del sistema sia per quanto concerne la correttezza della gestione delle banche.

Questo modello organizzativo di ente a struttura bancaria, dotato di autonomia negoziale, chiamato a svolgere funzioni pubbliche in ausilio ad organi tipici dell'apparato burocratico dello Stato, venne solo parzialmente utilizzato dieci anni dopo nella legislazione del 1936 che portò all'attribuzione a due enti separati delle funzioni di banca centrale e di vigilanza bancaria ma che prevede per l'Ispettorato una struttura organizzativa agile e non burocratica. Ponendo il Governatore a capo dell'Ispettorato, il legislatore mantenne nondimeno un collegamento tra l'esercizio delle funzioni di banca centrale e di vigilanza e cercò di evitare che prevalesse un controllo amministrativo sull'attività bancaria orientato lungo linee meramente formali e repressive.

Trascorso un altro decennio, la legislazione del 1936 fu oggetto di approfondito dibattito in sede di Commissione economica presso il Ministero per la Costituente. In quella sede si espresse un giudizio positivo sulla legge bancaria e sugli effetti da essa prodotti, ma si avvertì per la vigilanza l'esigenza di un maggior «controllo sostanziale» da parte di un organo posto in condizioni di esercitare la propria funzione con la massima obiettività mediante il necessario riconoscimento ad esso di uno spazio di autonomia decisionale che consentisse di realizzare l'azione di controllo con criteri

essenzialmente tecnici. Si ritenne che dovesse essere chiamato ad esercitare la funzione diretta di controllo del credito l'istituto di emissione per «le esigenze di prontezza di decisione volute dall'attività creditizia». Si affermò infatti, in quella sede, che «per attività, ordinamento e funzionamento» la Banca d'Italia si dovesse riconoscere più vicina di altri organismi alle aziende e agli istituti di credito, in relazione ai suoi quotidiani contatti con essi e alla sensibilità ai loro bisogni, e pertanto si ritenne che, ove le si fosse mantenuta una sufficiente autonomia, essa avrebbe potuto provvedere ad ogni occorrenza di vigilanza.

A tal fine si reputò che dovessero essere «devolute all'Istituto di emissione tutte le facoltà già demandate dalla legge del 1936 all'Ispettorato del credito», e si ritenne altresì che dovesse rimanere, per la Banca, la struttura organizzativa conferitale con la riforma del 1936, la quale le lasciava un'operatività che garantiva la sua capacità di interpretare i bisogni del mercato. Si riconosceva, infatti, che la sua struttura organizzativa dovesse essere difesa «per il suo carattere di medietà tra il pubblico e il privato, che la rende sensibile alle direttive del Tesoro, ma le conserva una relativa autonomia, che la pone in grado di svolgere con continuità la sua funzione di organo regolatore del mercato monetario».

Si riaffermava in tal modo per la Banca la necessità che essa salvaguardasse il modello organizzativo ricevuto nel 1936: il modello di un ente collegato alla volontà degli organi statali, e perciò pubblico, che, agendo con poteri negoziali, è in grado di garantire la propria autonomia e, attraverso questa, la sua funzione.

Si intendeva attribuire la vigilanza sul settore creditizio ad un ente così organizzato poiché si riteneva che «nel presupposto del mantenimento dell'attuale ordinamento economico della società, lo Stato non dovrebbe proporsi di esercitare con organi propri un'attiva e diretta ingerenza nel funzionamento delle aziende di credito» e che, pertanto, l'intervento dello Stato per la manovra del credito e degli investimenti si giustifica «come azione generale di difesa della base obiettiva della moneta».

Seguendo queste linee, si giunse nel 1947 alla definitiva soppressione dell'Ispettorato e all'attribuzione dei relativi poteri ad un ente pubblico, quale la Banca d'Italia, che fosse istituzionalmente in grado di filtrare nel sistema creditizio le concrete finalità pubbliche di tutela del risparmio e di esercizio del credito provenienti dalle

autorità di governo e di svolgere un'azione regolatrice del mercato monetario e dei flussi creditizi secondo linee di produttività; essa, mantenendo la propria autonomia di gestione, avrebbe posto l'azione di vigilanza al riparo da pressioni esterne, sia politiche sia provenienti dallo stesso settore bancario. Con la legge del 1947 si affermava definitivamente quella impostazione che fu l'essenza della legge del 1936, e che si era manifestata fin dalla legislazione del 1926, in una linea di sviluppo che va da Stringher a Menichella.

L'autonomia negoziale così conferita dall'ordinamento alla Banca d'Italia attraverso l'attribuzione di poteri per lo svolgimento della funzione di banca centrale ha immediato riflesso sull'ambito e sul contenuto dei poteri amministrativi attribuiti all'Istituto in materia di vigilanza bancaria, e viceversa questi ultimi poteri accrescono i primi e li definiscono su un piano più propriamente pubblicistico. Di qui l'avvertito dovere di elaborare, con un costante impegno di riflessione e di analisi, generali parametri di riferimento che esplicitino gli indirizzi perseguiti per lo svolgimento di ambedue le funzioni.

Per quanto concerne l'attività di vigilanza questa, nel vigente quadro istituzionale, deve essere coerente con l'impostazione generale che si dà all'attività di politica monetaria, in quanto si è voluto che esse fossero tra loro collegate attraverso un unico soggetto giuridico, la Banca d'Italia, attributario della loro gestione. Il ricorso a strumenti amministrativi di controllo come i vincoli di portafoglio e i massimali di credito ha dato la misura, di recente, del legame tra politica monetaria e assetti di bilancio delle aziende di credito.

L'azione di vigilanza richiede alla Banca d'Italia uno stretto contatto con le aziende e una capacità di immedesimarsi nella vita e nelle prospettive delle stesse per apprestare efficaci interventi nel rispetto delle regole di un dovuto procedimento amministrativo.

L'elaborazione di indirizzi e criteri, in riferimento ai poteri autorizzatori dell'Istituto, è un processo aperto che si applica a materie come quella della istituzione di nuovi sportelli bancari, degli investimenti immobiliari, delle assunzioni di partecipazioni da parte delle banche al capitale di altre aziende, che vengono autorizzate solo se rientranti tra quelle indicate nelle direttive del Comitato interministeriale.

Anche per l'erogazione del credito di ultima istanza è opportuno che, nell'esercizio della propria autonomia, l'istituto di emissione si uniformi a parametri che assicurino la razionalità e la trasparenza del suo comportamento. L'azione di governo della liquidità si diffonde attraverso i cerchi concentrici di un sistema di relazioni, nel quale i conti interbancari rappresentano lo strumento tecnico di collegamento: le aziende minori usano depositare le proprie eccedenze di liquidità presso gli istituti di categoria e le aziende maggiori, che a loro volta intrattengono analoghi rapporti con la banca centrale. Questa, considerando tale realtà, svolge le proprie operazioni di impiego soprattutto verso gli istituti che sono gestori della liquidità del sistema.

Della struttura del sistema, e di come essa si è andata evolvendo negli ultimi anni, dovrebbe tenersi conto anche nella fissazione del costo del credito di ultima istanza. Per molti anni il passaggio di fondi tra aziende di credito avveniva secondo rapporti bilaterali, spesso consolidatisi al riparo da stimoli concorrenziali; i tassi di mercato monetario erano scarsamente significativi ed il costo del rifinanziamento rimase stabile. Stimolata anche dall'ingresso sul mercato di nuovi intermediari finanziari, la ricerca di una più efficiente gestione di tesoreria ha in seguito sviluppato una concorrenza che tende a fare del tasso interbancario un indicatore delle condizioni di liquidità. In questa nuova condizione è opportuno che i tassi di intervento della banca centrale, compresi quelli ufficiali, acquistino a loro volta maggiore mobilità così da non perdere il collegamento con i tassi del mercato monetario.

* * *

A monte di questi aspetti distributivi, si pone il problema maggiore della nostra stessa partecipazione al processo della creazione di moneta.

Negli ultimi anni, il disavanzo pubblico e la spinta delle retribuzioni, insieme presi, hanno assunto in questo processo un ruolo dominante, relegando l'Istituto di emissione in una situazione che si caratterizza sia per la quasi estraneità operativa ai flussi di alimentazione della massa monetaria sia per lo scarso inserimento nel processo decisionale che mette capo alla definizione del disavanzo e della dinamica salariale.

Già nella relazione sul 1946 Luigi Einaudi aveva evocato, con l'immagine del fato, il ricorrere di condizioni che costringevano l'istituto di emissione a «crescere la circolazione o creare il caos economico. Mali amendue, ma di gran lunga peggiore il secondo». E Guido Carli, nella relazione sul 1973, ponendosi l'interrogativo se la Banca avrebbe potuto rifiutare il finanziamento del disavanzo, rispondeva che al rifiuto sarebbero seguiti la paralisi delle istituzioni, il caos amministrativo.

Ma se in presenza di dissesto finanziario e di inflazione salariale il controllo della massa monetaria deve essere abbandonato per evitare, almeno nell'immediato, mali maggiori, da ciò si evince che l'istituto di emissione dovrà battersi per la stabilità monetaria su fronti più lontani. Dovrà cioè documentare, argomentare, ammonire prima di tutto perché le condizioni che determinano gli stati di necessità descritti da Einaudi e da Carli non abbiano a prodursi. Rivolgendosi all'opinione, alle forze politiche e sociali, avverrà che esso riesca molesto ai destinatari e procuri a se stesso l'amarezza di risposte evasive od insofferenti; ma il cercare di convincere quelle forze a non abusare del loro dominio ultimo sulla moneta è un modo di essere cui la banca centrale non può rinunciare senza tradire il suo ruolo.

In taluni paesi, la legislazione le offre una adeguata base giuridica assegnandole espressamente il compito di tutelare la stabilità monetaria. Così in Germania la legge assegna alla Bundesbank lo scopo di difendere la moneta, *die Währung zu sichern*; in Olanda la legge chiama la banca centrale a stabilizzare la moneta; in Svezia, la banca risponde direttamente al Parlamento.

Un interessante accenno in ugual senso si è avuto da noi lo scorso febbraio con la formulazione di un programma economico di governo nel quale si affermava che «una volta definito il volume di creazione di liquidità, l'istituto di emissione possa attuare i suoi programmi senza la preoccupazione di assicurare in ogni momento i mezzi necessari alla gestione di Tesoreria».

Tuttavia i brillanti risultati conseguiti dalla Germania e dall'Olanda in termini di stabilità e di sviluppo, piuttosto che alle formulazioni legislative, debbono ascrivere a un clima di opinione che al maturarsi dell'analisi e dell'esperienza ha cessato di assegnare al disavanzo durevoli effetti espansivi, o agli aumenti nominali delle retribuzioni effetti migliorativi della condizione della classe operaia in termini di

reddito reale e di occupazione. Una visione ugualmente disincantata sta facendosi luce in Inghilterra e negli Stati Uniti.

Il nostro paese soffre invece, oggi specialmente, di una obiettiva alleanza che promuove e sostiene l'inflazione, stretta tra le forze politiche e sociali: quelle che definiscono il contenuto del bilancio e quelle che definiscono il contenuto dei contratti di lavoro.

Il disavanzo dello Stato genera, pur in presenza di altissimi tassi d'interesse, un volume di liquidità che tende ad eccedere le dimensioni corrispondenti al fabbisogno totale dell'economia in una situazione che non sia accesa inflazionistica. Esso esercita l'effetto diretto di espandere il flusso dei redditi monetari nelle aree dell'impiego pubblico e dei trasferimenti, e quello indiretto di immettere nel circuito monetario una liquidità sufficiente a finanziare una crescita inflazionistica nei redditi da lavoro e di riflesso negli altri.

Nell'ipotesi di equilibrio del bilancio, la compatibilità tra l'espansione del flusso dei redditi monetari e la liquidità del sistema dovrebbe realizzarsi o con avanzi della bilancia dei pagamenti o con il ricorso delle banche all'istituto di emissione. Questo si troverebbe a trattare con una molteplicità di banche sollecitanti il suo credito, anziché come ora avviene con un solo richiedente che è investito delle funzioni fondamentali del vivere civile e portatore della legittimità democratica. Le resistenze opposte dall'istituto di emissione alle banche verrebbero da queste trasferite alle imprese, e si farebbero valere nel processo di formazione dei prezzi e dei redditi.

In un contesto nel quale l'estensione nazionale dei contratti di lavoro protegge la singola impresa dagli impatti specifici delle concessioni salariali; nel quale l'industria presa nel suo insieme si sente in qualche modo protetta dalla concorrenza estera per la flessibilità del cambio; nel quale l'inflazione riduce il peso del largo indebitamento delle imprese; nel quale opera un vasto ed arrendevole settore pubblico, il disavanzo dello Stato crea in termini di liquidità la condizione permissiva di fondo dell'inflazione dei redditi.

Se questa analisi è valida, il primo passo in un processo che restituisca all'istituto di emissione un maggiore spazio di manovra deve essere compiuto nella

direzione del contenimento del disavanzo dello Stato; e deve trattarsi di un passo sufficientemente lungo per ricondurre la creazione di liquidità per conto dello Stato sensibilmente al disotto del flusso complessivo di liquidità compatibile con il controllo dell'inflazione. L'istituto di emissione ritroverà allora un ambito nel quale far valere in sede operativa una visione che ricollochi la stabilità monetaria nella rosa degli obiettivi.

In questo anno in cui ricorre il bicentenario di due storici messaggi di libertà, vale ricordare un principio che è parte del nostro retaggio democratico. Esso si compendia nella massima: *No taxation without representation*. Il principio è violato dall'inflazione, che pone in atto nella nostra società un meccanismo redistributivo gigantesco e interamente arbitrario. In una visione di legittimità democratica, quel principio investe l'istituto di emissione del diritto-dovere di farsi assertore delle ragioni della difesa monetaria, soprattutto in una congiuntura inversa a quella dello scorso anno, ossia caratterizzata, com'è l'attuale, da ripresa produttiva con instabilità monetaria.

Signori Partecipanti,

dalla sua costituzione la Banca ha attraversato vicende alterne, strettamente legate a quelle del Paese, sotto il duplice profilo delle strutture patrimoniali e del controllo della massa monetaria. Sotto entrambi gli aspetti, l'anno trascorso, al pari di quelli che lo hanno immediatamente preceduto, non è stato felice.

Nel bilancio consolidato Banca d'Italia-Ufficio italiano dei cambi, la struttura dell'attivo si è venuta modificando a scapito delle attività in valuta, mentre al passivo ha preso corpo un grosso indebitamento verso l'estero. Il bene pregiato, la valuta, è dunque più scarso, od appare col segno sbagliato.

Nel controllo della massa monetaria, altre forze hanno preso il sopravvento rispetto all'influenza che possono esercitare le nostre normali operazioni d'impiego a favore delle banche, o gli avanzi, ormai lontani nel tempo, della bilancia dei pagamenti.

Di fronte a questi risultati deludenti, possiamo solo trarre conforto dalla coscienza della tensione di energie e del fervore con cui la compagine della Banca ha svolto e svolge i propri compiti nelle difficoltà dell'ora presente.

Una nuova, agguerrita generazione, attenta alle esperienze ed alle correnti di pensiero della comunità nazionale e internazionale, devota all'Istituto, e già ora largamente partecipe del processo decisionale, è pronta a svolgere con leale impegno il suo ruolo nel lungo ed aspro cammino che attende l'Italia sulla via del risanamento finanziario.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1976

Signori Partecipanti,

nell'anno decorso hanno lasciato l'Istituto il Vice Direttore Generale Antonino Occhiuto a fine giugno e il Direttore Generale Rinaldo Ossola a fine luglio. Entrambi provenivano da un gruppo di giovani assunti con selezione severa, intesa specificamente a rafforzare le strutture degli studi e della vigilanza, dopo la promulgazione della Legge bancaria e la costituzione dell'Ispettorato del credito. Di quel gruppo, alcuni hanno poi, in tempi vari, lasciato la Banca, cogliendo brillanti affermazioni nell'insegnamento universitario e nelle attività del credito.

Rinaldo Ossola ha diviso il suo servizio tra le delegazioni all'estero e gli studi, sino alla chiamata nel Direttorio avvenuta simultaneamente a quella di Occhiuto nel 1969. Questi vari momenti della sua carriera hanno come elemento unificante il contributo da lui dato al rinnovamento del sistema monetario internazionale, grazie ad una forte capacità di elaborazione concettuale e di realizzazione. Idee, che spesso da lui hanno tratto origine, sono state dibattute nelle sedi internazionali e fissate in documenti che hanno costituito tappe importanti del progresso verso la conclusione di accordi internazionali. L'espressione maggiore di questa capacità di azione al servizio della cooperazione monetaria internazionale è la stesura del rapporto del 1965, che reca il suo nome, sulla creazione dei diritti speciali di prelievo.

Antonino Occhiuto ha trascorso i primi ventun anni della sua carriera nella funzione degli studi economici, in stretta, affettuosa colleganza di lavoro con chi in questo momento ha l'onore di ricordarne l'opera. Chiaro studioso di scienze sociali, ha coltivato nelle ricerche di demografia e statistica la sua rara capacità di allargare ad orizzonti temporali lontani lo sforzo di previsione e programmazione, applicandola sul piano operativo nel seguito del suo corso in Banca, prima in funzioni di organizzazione interna (segretariato, personale, ispettorato) poi in seno al Direttorio. Attento alla rilevanza formale dei problemi ed agli aspetti giuridici, entro la cornice così definita egli sapeva ricercare e situare, con fervore d'ingegno e di impegno morale, il luogo delle soluzioni giuste, rispettose al tempo stesso dei criteri di pubblico servizio e di

imprenditorialità, e nelle quali la severità amministrativa non è disgiunta dalla partecipe comprensione dei lati umani. La sua nomina a Direttore generale onorario premia un'opera generosa, che non solo è rimasta fedele ai valori dell'Istituto ma li ha arricchiti.

Rivolgiamo il nostro cordiale augurio a questi due uomini egregi, negli alti uffici ai quali sono stati chiamati.

I vuoti apertisi nel Direttorio sono stati chiusi mediante designazioni e deliberazioni sollecite ma ponderate ad ogni appropriato livello decisionale, concluse con la nomina a Direttore generale di Mario Ercolani, e con quelle a Vice direttori generali di Carlo Ciampi e Mario Sarcinelli. Nel giro di appena un anno, ossia tra l'agosto del 1975 e quello del 1976, il Direttorio della Banca si è rinnovato per tre quarti, esclusivamente con nomine interne, ed anche nella nuova formazione è composto da persone legate tra di loro da un vincolo di reciproca fiducia e lealtà cementato da molti anni di lavoro comune.

LA BANCA

Il compito di direzione della Banca si è venuto in questi ultimi anni modificando lungo linee che lo rendono al tempo stesso più impegnativo e meno gratificante.

Questo cambiamento attiene in primo luogo ad una mutata importanza relativa delle funzioni affidate alla Banca e degli strumenti con cui essa le assolve.

Per la funzione propria di banca centrale, ciò è posto in chiara luce, nelle situazioni patrimoniali della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi, dal dilatarsi dei crediti verso lo Stato, dal restringersi di quelli verso il sistema bancario e dall'instaurarsi, nei rapporti con l'estero, di una posizione netta debitrice in valuta la quale dà luogo a perdite patrimoniali di cui dirò in seguito. L'azione di governo della moneta da parte della Banca è in tal modo venuta decadendo, nel senso che si è ridotto il suo inserimento effettivo nel processo decisionale che mette capo alla creazione di base monetaria. Nello schema che ho proposto lo scorso anno in questa sede, e che è ancora attuale, la creazione di moneta è sollecitata dal disavanzo del settore pubblico e

la sua fissazione nel sistema avviene ad opera della scala mobile e dei contratti di lavoro: la manovra elastica della massa monetaria, in particolare attraverso gli sconti e le anticipazioni, è quasi cessata, e attende che una più severa politica di bilancio e dei redditi le ridia spazio. Per contro, si è venuta accrescendo l'azione che la Banca svolge come organo di polizia del credito, perché la nostra società, all'assottigliarsi della formazione del capitale, ha reagito intensificando gli interventi sul sistema degli intermediari finanziari piuttosto che migliorando le condizioni di formazione e di investimento del risparmio.

Il cambiamento attiene, in secondo luogo, alla Banca come comunità di lavoro. L'accentuarsi, nelle relazioni con l'ambiente economico, del momento della costrizione e il concentrarsi della creazione monetaria in poche decisioni, inevitabile quando questa avviene in contropartita di un unico debitore pubblico piuttosto che di una moltitudine di debitori privati, diradano il legame con i punti vivi della produzione e dell'investimento.

Il compito di amministrare e dirigere l'Istituto è reso più impegnativo anche dalle discontinuità e dalle tensioni che si creano nella gestione della nostra non meno che delle altre aziende per effetto della rapidità con cui mutano i valori sociali e si susseguono interventi legislativi a volte orientati in direzioni opposte, ed atti a creare in chiunque sia chiamato a prendere decisioni il senso di una indeterminatezza delle regole del gioco; ne derivano comportamenti cui mancano sufficiente spazio di riflessione e un quadro certo di riferimento. Per fare due esempi, la diffusione di titoli di studio sovente concessi con facilità mal si concilia con le esigenze di una appropriata selezione dei candidati all'impiego. Così ancora gli interventi legislativi, avvenuti o temuti, che hanno sollecitato in modo abnorme il ricambio del personale, specie nei gradi superiori, creano la necessità di adattamenti interni che, quando siano spinti oltre il ritmo compatibile con un'ordinata evoluzione, causano la distruzione di beni immateriali.

L'azione amministrativa poggia sulle strutture e l'Istituto non si dissimula la necessità di affinamenti nella propria organizzazione. Nel periodo più recente l'opera di revisione di norme e di prassi si è tra l'altro realizzata nella formale istituzione di un coordinamento tra le aree variamente competenti al perseguimento delle finalità della Banca e, all'interno dei Servizi, nell'attribuzione ai dirigenti intermedi di compiti

collegiali consultivi e di specifiche funzioni per il coordinamento degli uffici. Nella stessa linea si opera per la politica degli organici e dell'addestramento, nel difficile momento di quasi totale ricambio di generazioni.

Intenta a mantenere i valori di professionalità del suo personale, la Banca ha introdotto ulteriori modifiche nel proprio ordinamento per consentire a tutti i meritevoli, quale che sia la carriera di appartenenza iniziale, di competere per il raggiungimento di posizioni migliori; ma non ritiene di potere, senza ledere gli interessi del Paese e quelli dello stesso personale, rinunciare al principio della distinzione nell'attribuire ai più idonei determinati compiti e connesse responsabilità, in una linea evolutiva che non deve portare alla lacerazione delle strutture.

Il richiamo a queste esigenze appare più essenziale in una fase in cui il moto veloce e disordinato col quale si viene chiudendo il ventaglio dei redditi di lavoro dipendente, il malessere sociale, l'attenuato rilievo di alcune qualificanti funzioni d'istituto possono incidere sensibilmente sullo slancio di coloro che sono chiamati a compiti più ingrati e più onerosi in termini di carico di lavoro e di esercizio di responsabilità. L'apprezzamento verso il personale che con noi collabora costituisce anche invito a non abdicare agli oneri di un sensibile impegno civile.

La Banca affronta i problemi che la realtà le propone con una apertura ed un impegno conoscitivo dei quali offrono testimonianza il costante rapporto con interlocutori del mondo politico, amministrativo e scientifico, e l'ampio dibattito che precede anche all'interno l'adozione delle decisioni. Questa stessa adunanza è ormai una soltanto delle occasioni in cui la direzione dell'Istituto è chiamata a dar conto della sua azione globalmente o per singoli aspetti: e ciò nelle sedi governative, parlamentari e internazionali. È però quella in cui essa può contare su una maggiore comunanza di esperienze, e quindi forse di sentire, con chi deve giudicarla.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

Nell'ambito dei principali paesi industriali, l'evoluzione economica è stata caratterizzata nel corso del 1976 dalla prosecuzione della ripresa produttiva e dal rallentamento dell'inflazione che erano già in atto al suo inizio.

Nella media dell'anno, i tassi d'incremento del prodotto nazionale lordo in termini reali si sono addensati intorno al 5-6 per cento; ha fatto eccezione il Regno Unito, dove l'aumento è stato inferiore all'1 per cento. L'occupazione è generalmente salita, senza peraltro comportare un sostanziale riassorbimento della disoccupazione.

Gli aumenti della domanda per consumi privati si sono collocati fra il 3 e il 6 per cento e la ripresa della domanda per investimenti fissi è proseguita generalmente a ritmo contenuto. Premute dalla spinta ascendente dei costi, le imprese hanno effettuato investimenti di razionalizzazione, in cui è predominato il processo di sostituzione di macchinari alla manodopera.

Pur in presenza di un rafforzamento delle strutture finanziarie delle imprese, conseguente ad un ricupero dei margini di profitto e all'aumento delle emissioni azionarie, l'attività d'investimento non ha avuto slancio sufficiente a promuovere nella misura necessaria la riallocazione delle risorse imposta ai paesi industriali dal mutamento dei prezzi relativi fra le materie prime e i prodotti finiti. I motivi di questo torpore degli investimenti sembrano doversi ricercare nei livelli di capacità non occupata e nell'incertezza sull'evoluzione della domanda e dei prezzi assoluti e relativi, dovuta all'accresciuta instabilità dell'economia mondiale; per gli investimenti all'estero, nella fluttuazione dei cambi. Dove i disavanzi ingenti dei bilanci pubblici hanno ostacolato una lotta efficace all'inflazione, l'attività d'investimento è stata anche trattenuta dall'instabilità del quadro monetario, talora dello stesso quadro politico, e dall'assorbimento di risorse finanziarie nella copertura di quei disavanzi. Nei paesi in cui le politiche di restrizione monetaria e di bilancio sono riuscite ad ottenere un sensibile rallentamento dell'inflazione e a mantenere o accentuare la posizione di forza nei pagamenti esteri, hanno concorso a frenare la domanda d'investimento l'aumento del costo reale dei finanziamenti e il contenimento della domanda interna. Gli oneri elevati che questi paesi hanno sopportato nella fase di transizione verso condizioni di

sviluppo non inflazionistico sono posti in evidenza dal fatto che tra il 1973 e il 1976 l'occupazione nell'industria manifatturiera è diminuita di quasi il 6 per cento negli Stati Uniti, dell'8 per cento in Giappone e dell'11 per cento nella Germania federale. La carenza, che dura da almeno un triennio, dell'attività d'investimento intesa ad ampliare le capacità produttive, spiega in parte le difficoltà che si incontrano nell'assorbire la disoccupazione. Nell'area OCSE questa sfiora i 16 milioni di unità, costituite per più del 40 per cento da persone al di sotto dei 25 anni.

La diffusa esperienza recente, di coesistenza fra l'inflazione e il ristagno, ha ridato dovunque spicco alla lotta contro l'inflazione tra gli obiettivi di politica economica; ma la diversità nell'energia usata e nelle resistenze incontrate ha reso il successo assai ineguale da paese a paese. Per quelli industriali, il tasso medio d'aumento dei prezzi al consumo è diminuito per il secondo anno di seguito, essendosi ragguagliato all'8 per cento, a fronte dell'11 e del 13 per cento nel 1975 e nel 1974, rispettivamente. Ma attorno al dato medio si è avuta una forte dispersione, con la Svizzera e la Germania federale al limite inferiore (1,7 e 4,6 per cento) e l'Italia e il Regno Unito nella posizione opposta (17 per cento). D'altra parte, disuguale è la misura nella quale le singole economie, variamente caratterizzate sul piano della dotazione dei fattori e delle strutture produttive, sono state colpite dalla crisi di compatibilità fra le risorse prodotte e le richieste di reddito provenienti dall'interno ad opera dei gruppi sociali organizzati e, dall'estero, come effetto del peggioramento delle ragioni di scambio.

Nei paesi che hanno privilegiato il conseguimento della stabilità, il profilo congiunturale mostra un rallentamento graduale del ritmo di aumento dei prezzi e suggerisce l'esistenza di condizioni di fondo grazie alle quali le politiche di restrizione dell'espansione degli aggregati monetari hanno condotto ad una revisione verso il basso delle aspettative inflazionistiche e a comportamenti coerenti con la loro realizzazione.

Negli altri paesi, tra cui l'Italia, il profilo dei prezzi in corso d'anno mostra, invece, un rovesciamento di tendenza rispetto al rallentamento che si era delineato nel 1975. La politica di restrizione degli aggregati monetari tende a scontrarsi con rigidità le quali impediscono nel settore pubblico ed in quello privato la riallocazione delle

risorse fra i vari usi, e quindi ritardano il processo che attraverso l'investimento produttivo mette capo all'aggiustamento esterno.

In alcuni paesi l'aggiustamento si è rivelato particolarmente faticoso anche perché non è stato possibile controllare la dinamica salariale in guisa coerente con un rapporto tra costi unitari e prezzi che, tenuto conto del peggioramento delle ragioni di scambio seguito alla crisi del petrolio, fosse in grado di approssimare il sistema economico alla sua linea di sviluppo potenziale. Allorché sono operanti meccanismi di indicizzazione formale o di fatto delle retribuzioni e fattori di rigidità nell'impiego, le politiche di restrizione degli aggregati monetari non riescono a conseguire effetti incisivi sul processo inflazionistico, scaricando invece il loro peso sul reddito reale e, in particolare, sugli investimenti.

Il quadro monetario ha influenzato nei singoli paesi il ciclo delle scorte, che è venuto accrescendo il suo peso nelle fluttuazioni dell'attività economica. Mentre nei paesi industriali più decisamente avviati verso il ripristino della stabilità monetaria l'influenza dominante su questa componente della domanda è rimasta quella esercitata dalle variazioni nell'attività produttiva, negli altri paesi una componente speculativa importante ne ha accentuato l'instabilità. In Italia, la domanda di scorte ha contribuito per oltre la metà all'aumento del prodotto nazionale lordo nel primo semestre del 1976; nel secondo, la partecipazione è stata nulla.

In economie di trasformazione fortemente integrate nella rete dei rapporti commerciali e finanziari mondiali, le impennate della domanda di scorte producono un subitaneo gonfiamento delle importazioni; per un sia pur breve lasso di tempo, il livello delle importazioni può spingersi molto al di là di quanto occorre ad alimentare con ritmo regolare il processo produttivo. La successiva correzione serve a ristabilire il quadro generale delle variabili reali dell'economia, ma non a cancellare le deformazioni apportate al quadro monetario: nel caso frequente in cui non intervengano movimenti stabilizzanti di capitali o nell'altro in cui vi sia difetto di riserve valutarie e quindi di interventi sul mercato dei cambi, il gonfiamento patologico delle importazioni si tradurrà nel deprezzamento del tasso di cambio.

Le persistenti difficoltà di bilancia dei pagamenti e le influenze destabilizzanti sugli scambi esteri non hanno impedito nello scorso anno una forte ripresa del

commercio internazionale: con un incremento dell'11 per cento, esso ha più che recuperato il declino subito nell'anno precedente ed ha di nuovo conferito alla domanda estera una funzione propulsiva dell'attività economica sia nei paesi industriali, sia in quelli produttori primari.

Le variazioni nei saldi delle partite correnti delle principali aree mondiali nello scorso triennio manifestano l'azione di una forte componente ciclica. Il disavanzo corrente dei paesi dell'OCSE, che si era ridotto da 33 a 6 miliardi di dollari fra il 1974 e il 1975, è risalito, in concomitanza con la ripresa dell'attività economica, a 24 miliardi nel 1976. Contemporaneamente, l'avanzo dei paesi dell'OPEC, che si era dimezzato nella recessione del 1975, scendendo da 60 miliardi a 32, è risalito a 46 miliardi. La caduta dell'attività produttiva del 1975 aveva allargato il disavanzo dei paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio da 21 a 32 miliardi; la successiva espansione nei paesi industriali, insieme con misure specifiche volte a contenere le importazioni, lo ha ricondotto a 24 nel 1976.

L'evoluzione recente delle bilance dei pagamenti mostra che il riassorbimento del disavanzo petrolifero procede con lentezza maggiore del previsto. Le stime originariamente effettuate sulla sua durata ed ampiezza sono state recentemente rivedute in aumento a seguito del più lento progresso registrato dai paesi importatori nello sviluppare fonti alternative e risparmi di energia, e da quelli esportatori nell'assorbire l'avanzo corrente. Se l'eccedenza dell'area OPEC non potrà essere riassorbita che verso la metà degli anni ottanta, il problema del suo regolamento e quello dell'indebitamento dei paesi importatori, che ne costituisce l'altra faccia, possono assumere una dimensione critica specie se non si riuscirà ad ottenere, fra questi ultimi, una più soddisfacente distribuzione dei saldi delle partite correnti. A questo fine occorre che i paesi industriali eccedentari – quali il Giappone, la Germania federale, i Paesi Bassi e la Svizzera, che nel triennio hanno accumulato avanzi di partite correnti pari a 28 miliardi di dollari – pongano in atto politiche economiche volte a ridurre i loro avanzi. Questa riduzione deve essere ricercata ad un livello elevato di scambi che consenta ai paesi in via di sviluppo e ai paesi industriali con posizione di pagamenti debole di mantenere ampio il volume delle proprie esportazioni e quindi di alimentare lo sviluppo del reddito con un adeguato flusso di importazioni.

Nei tre anni seguiti al rincaro del petrolio, il finanziamento dei saldi delle partite correnti è avvenuto principalmente nelle forme a breve termine, con l'intermediazione del sistema bancario internazionale e, in particolare, delle banche americane, favorita dalla preferenza spiccata che i paesi esportatori di petrolio hanno mostrato verso investimenti a breve e a medio termine. Ne è seguito uno sviluppo senza precedenti del volume dei crediti bancari internazionali: nell'ultimo trimestre dello scorso anno il volume lordo dei prestiti effettuati a non residenti dalle banche operanti nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera è aumentato di 40 miliardi di dollari, dai 433 in essere a fine settembre; nei primi mesi del corrente anno la tendenza espansiva si è ulteriormente accentuata.

La nuova prospettiva di disavanzi strutturali che potrebbero persistere per ancora un decennio sottolinea l'urgenza di riesaminare l'impostazione finora prevalsa nel processo di finanziamento. Il debito estero dei paesi in via di sviluppo non petroliferi ammontava a 180 miliardi di dollari a fine 1976; quello di molti paesi industriali ha toccato, o si avvia a toccare, punte senza precedenti.

Il disavanzo petrolifero viene finanziato principalmente con il ricorso al credito internazionale da parte del settore pubblico e delle imprese dei paesi deficitari. Sensibili al pericolo di un eccessivo sviluppo della massa dei crediti internazionali concessi dalle banche, e delle crisi di fiducia che potrebbero derivarne, le autorità monetarie dei paesi cui appartengono le banche creditrici hanno in recenti occasioni sottolineato a queste l'opportunità di applicare maggiore cautela nei rapporti con i paesi in disavanzo strutturale.

Occorre, quindi, che nei flussi internazionali di credito venga ribaltato il rapporto ora esistente fra le componenti private e quelle ufficiali e fra gli strumenti a breve termine e quelli a lungo: i due aspetti essendo complementari.

Nel corso dell'intenso negoziato internazionale, che si è aperto negli ultimi mesi del 1976, si è gradualmente sviluppato un consenso sull'opportunità di far partecipare maggiormente il Fondo monetario internazionale al finanziamento dei disavanzi. A tale scopo è necessario regolare la misura del ricorso alle risorse amministrato dal Fondo in guisa più flessibile di quanto sia consentito dalle regole basate sulle quote e, inoltre, accrescere le risorse alle quali il Fondo stesso può avere accesso.

Il consenso è stato raggiunto anche sul punto che la liquidità somministrata per il tramite del Fondo debba essere principalmente del tipo condizionale, cioè subordinata alla formulazione e alla realizzazione di programmi di riaggiustamento interno, che conducano al graduale riassorbimento del disavanzo petrolifero, eliminino le altre cause dei disavanzi correnti e rendano in tal modo superfluo il ricorso a provvedimenti amministrativi restrittivi degli scambi e dei pagamenti. L'accrescimento delle risorse è parte di un programma inteso ad assegnare al Fondo posizione preminente nel giudizio sull'affidabilità di credito dei paesi deficitari. Questo potenziamento del ruolo del Fondo avviene in una situazione in cui accanto al pericolo dell'eccessivo indebitamento sussiste il rischio opposto, non valutabile secondo i tradizionali canoni del mercato, che un tentativo generalizzato di assorbire rapidamente il disavanzo petrolifero causi un'implosione dell'attività economica mondiale.

Su questi punti si è raggiunto un accordo di principio alla riunione del Comitato interinale svoltasi un mese fa: essi fanno parte di una concezione d'insieme, alla quale si è associata la Comunità economica europea che dovrà sviluppare, al proprio interno, schemi d'intermediazione finanziaria a lungo termine.

Nella riunione del Comitato interinale sono state anche raggiunte intese circa i principi e le procedure che il Fondo osserverà nel vigilare sulle politiche dei tassi di cambio seguite dai paesi membri. Anche se dai recenti dibattiti la presunzione favorevole a realizzare l'equilibrio della bilancia dei pagamenti mediante aggiustamenti di cambio è uscita indebolita, ad essa si deve se non si è provveduto finora a compensare, con congrui flussi di liquidità internazionale ufficiale, la concentrazione di quella esistente presso pochi paesi strutturalmente eccedentari e la minore liquidità dell'oro, il quale figura nei bilanci delle banche centrali anche di molti paesi deficitari.

Le esperienze vissute di recente in vari paesi, e più specialmente nel nostro, portano a concludere che il ruolo importante assegnato nell'attuale contesto internazionale alla flessibilità dei tassi di cambio dovrà evitare la conseguenza aberrante di consolidare nel sistema dei prezzi le oscillazioni di breve periodo, dovute a fattori speculativi e stagionali. In assenza di interventi stabilizzatori il tasso di breve periodo non esprimerebbe necessariamente il cambio compatibile con il desiderato assetto della bilancia dei pagamenti nel medio periodo. Le discrepanze fra i due valori sono dovute

alla velocità con cui reagiscono i movimenti internazionali di fondi, a confronto della relativa lentezza del processo di aggiustamento delle partite correnti, cioè dei mercati dei beni e dei servizi; negli stessi movimenti di fondi hanno spesso il sopravvento quelli di natura destabilizzante, sollecitati dal gioco delle aspettative: quando la scarsità di riserve non permette di neutralizzarli, le oscillazioni del tasso di cambio ne risultano ulteriormente amplificate.

Ai cicli delle scorte e ai movimenti destabilizzanti di fondi occorre aggiungere, per alcuni paesi, la elevata indicizzazione dei redditi da lavoro come fattore che, interagendo con i precedenti, limita l'efficacia di un'impostazione del problema dell'aggiustamento esterno fondata essenzialmente sulle variazioni del cambio. I prezzi interni reagiscono al deprezzamento del cambio con rapidità tanto maggiore quanto più alto è il rapporto delle importazioni al reddito e, facendo salire l'indice al quale sono agganciate le retribuzioni, innescano la spirale prezzi-salari; il mantenimento del potere d'acquisto interno che ne risulta blocca il trasferimento di risorse all'esportazione. Nel periodo lungo, la regola che l'evoluzione del tasso di cambio rispecchia le variazioni nella parità di potere d'acquisto rispetto alle altre monete risulterà confermata, ma per il fatto che l'eccessivo deprezzamento avrà deviato, con la linea di tendenza del tasso di cambio, anche quella dei prezzi e dei costi.

Una gestione del tasso di cambio che eviti questa concatenazione di effetti presuppone una disponibilità di riserve adeguata a renderla praticabile e credibile. Quando questa condizione non sussiste, le autorità monetarie si trovano di fronte al duro dilemma di dover accettare una più alta misura di instabilità o di dovere ricorrere a provvedimenti restrittivi dei rapporti monetari e commerciali con l'estero; dilemma che esse spesso hanno risolto accettando sacrifici nell'una e nell'altra direzione, nel rapporto ritenuto più atto a ridurre il danno per l'economia e le reazioni della comunità internazionale.

IL CAMBIO

Nel tempo, il risultato delle azioni e degli indirizzi che si vengono concretando nelle sedi internazionali potrà addurre alla costituzione di un sistema più articolato e

stabile di finanziamenti, atto ad offrire migliore copertura degli squilibri che insorgono nei pagamenti internazionali, sicché il compito di mantenere liberi gli scambi con l'estero si distribuisca meglio tra finanziamento e aggiustamento. Nel tempo, talune cause che attivano la spirale svalutazione-inflazione potranno essere rimosse, ed è sommamente auspicabile che questo avvenga. Ma nelle condizioni attuali il vincolo della bilancia dei pagamenti serra duramente la nostra economia e costringe a frenare, sin quasi a spegnerlo, qualsiasi slancio espansivo della domanda interna.

Di ciò ha offerto nuova esperienza lo scorso anno durante il quale si sono susseguite tre crisi valutarie.

Della prima, che prese corpo, in modo tanto improvviso quanto virulento, nel gennaio, e che condusse alla sospensione di ogni intervento sul mercato dei cambi per 40 giorni, si riferì ampiamente nella scorsa Relazione, nell'intento di ritrovarne le cause antiche e recenti e di illustrare i provvedimenti che vennero presi per fronteggiarla. In assenza di un valido programma di risanamento, quei provvedimenti si rivelarono ben presto semplici misure di tamponamento cosicché, nel perdurare delle incertezze politiche culminate con lo scioglimento delle Camere, le sottostanti tensioni, aggravate dai processi di autoalimentazione tipici di queste situazioni, presero a riemergere, portando, nei primi giorni di maggio, le quotazioni della lira ai livelli più bassi dell'anno.

Fu giocoforza introdurre nuove restrizioni valutarie, atte a ridurre i margini di manovre speculative ed istituire un deposito infruttifero in lire, di durata trimestrale, pari al 50 per cento degli acquisti di valuta, il quale, oltre a comportare un costo aggiuntivo, richiedeva anche uno sforzo addizionale di finanziamento, particolarmente gravoso in periodi di politica monetaria restrittiva. Lo sbarramento protettivo così eretto, seguito anche dal rinnovo del vincolo di portafoglio delle banche, insieme con il favore della mutata stagionalità e con il superamento della fase più acuta di incertezza politica, contribuì a modificare il clima del mercato e a riportare, alla fine dello stesso maggio, la lira sui livelli di due mesi prima.

Il periodo di distensione del cambio si prolungava fin verso la metà di agosto; dopo di allora il rovesciamento della stagionalità, i riflessi di eventi valutari esterni, quali la debolezza della sterlina e il rafforzamento delle monete del «serpente»,

l'assenza di coordinate misure di risanamento provocarono una nuova crisi che impose, a fine settembre, restrizioni valutarie e monetarie ancora più severe, a protezione del cambio. Le riserve si rivelarono ancora una volta di misura troppo modesta per sopportare i riflessi di una persistente situazione di squilibrio nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti e le improvvise accensioni del mercato dei cambi causate anche da fattori extra-economici.

Mentre si metteva a punto un importante programma di contenimento della domanda interna, si ponevano in atto nuove difese con l'aumento di tre punti nel tasso ufficiale di sconto e con l'istituzione, per due settimane, di un «diritto speciale» del 10 per cento sugli acquisti di valuta e sui pagamenti verso l'estero. Contemporaneamente si prorogava per breve tempo il «deposito previo», programmandone la graduale smobilitazione secondo tempi correlati alla presumibile progressiva incidenza delle misure dirette alla riduzione della domanda interna.

Il diritto speciale riusciva nell'intento di far cadere bruscamente la richiesta di valuta, ponendo il mercato in una sorta di stato di ibernazione; durante la pausa concessa dalla presenza del diritto veniva adottata un'altra serie di misure restrittive d'ordine valutario e soprattutto si introduceva un massimale all'espansione degli impieghi bancari.

La domanda di valuta, temporaneamente compressa, riappariva con violenza al termine di validità del diritto speciale, assorbendo la scorta accumulata nel frattempo, e il diritto veniva ripristinato, con aliquota ridotta al 7 per cento ma esteso ad un periodo di quattro mesi. La misura dava luogo ad un'inversione di tendenza del tasso di cambio, che si stabilizzava intorno a 865 lire per dollaro e poneva altresì il mercato italiano al riparo dalle perturbazioni nascenti dalle difficoltà incontrate dal franco francese e dalla sterlina, e da un generale aggiustamento delle parità all'interno del serpente.

Positivi effetti continuavano a manifestarsi nei mesi di novembre e di dicembre, nel corso dei quali la stabilità della lira era anche assicurata da altri fattori. Tra questi sono da annoverare i rientri di capitali provocati dalla legge sugli illeciti valutarî, la quale produceva anche l'effetto di frenare nuove esportazioni illegali di capitali, in tutte le loro forme; i crediti commerciali esteri concessi agli importatori italiani, i quali, evidentemente, giudicavano il vantaggio certo del minor costo del credito superiore al

probabile deprezzamento del cambio; il crescente indebitamento netto delle banche italiane, sollecitato dai maggiori finanziamenti in valuta richiesti sia dagli esportatori, costretti a versare il 50 per cento dei pagamenti posticipati concessi, sia dagli importatori, tenuti a finanziare in divisa i loro pagamenti anticipati, e in generale da operatori con l'estero costretti a ripiegare sui debiti in valuta dalla limitata offerta di credito in lire consentita dal massimale. Questi fattori neutralizzavano ampiamente la conseguenza sul movimento valutario del disavanzo delle partite correnti.

Le migliorate condizioni del cambio e le sollecitazioni provenienti dalle istituzioni internazionali inducevano ad approntare un piano di eliminazione del diritto speciale del 7 per cento che, dopo l'esperienza dell'ottobre, si decideva di attuare con gradualità, e che si affiancava a quello già operante per il deposito previo.

Fino a tutto lo scorso gennaio, le tappe previste dallo schema di abbattimento dei due vincoli si susseguivano senza creare particolari turbamenti al mercato, tranne qualche sussulto in occasione dei mutamenti quantitativamente più importanti; così, il costo effettivo del dollaro, inclusi gli oneri provenienti dal deposito e dal diritto speciale, che aveva raggiunto un massimo di 947 lire nella prima settimana di novembre, scendeva a fine gennaio a 902. Solo la scadenza del 18 febbraio, con la quale giungeva a termine l'applicazione del diritto speciale, recava con sé un'accensione notevole della domanda di valuta, la quale indicava che gli operatori avevano fatto largo riferimento a quella data nel determinare il periodo di validità dei crediti commerciali, specie prima di aver conosciuto lo schema di abbattimento graduale del diritto speciale. Ma le analisi compiute sui dati del movimento valutario e commerciale e le informazioni raccolte ci avevano resi persuasi, ancor prima di questa conferma data dal mercato, che le larghe acquisizioni nette di valuta avutesi dall'ultima settimana di ottobre alla metà di gennaio dovevano ascrivere a un massiccio spostamento a nostro vantaggio dei termini di pagamento, favorito dal deposito previo e dal diritto speciale, e che al venir meno di queste cause si sarebbe necessariamente prodotto un movimento di opposto senso. Coerente con questa analisi è stato il rilevante intervento in vendita di valuta attuato dopo il 18 febbraio; esso è valso a mantenere stabile il corso del dollaro intorno a 885 lire e quindi a ridurre ulteriormente il costo effettivo per l'importatore anche in questa fase che, pur avendo seguito un corso accidentato per l'influenza

negativa di gravi turbamenti dell'ordine pubblico intervenuti verso la metà di marzo, si è ugualmente esaurita nel giro di alcune settimane.

Nella terza decade di marzo, la situazione del mercato riprendeva a migliorare; neppure la definitiva abolizione del deposito previo a metà aprile, che riunificava prezzo e costo del cambio per l'acquirente di valuta, provocava turbamenti di rilievo nel movimento valutario, che ha continuato sino ad oggi a chiudersi con ampi afflussi di divisa. Al tempo stesso, lo sconto della lira a termine si è ridotto a proporzioni più coerenti col differenziale dei tassi d'interesse, e quello sul mercato parallelo è scomparso.

L'impatto esercitato sulle riserve dal disavanzo corrente e dall'inversione nei termini di pagamento è stato smorzato dal continuo accrescimento del debito bancario verso l'estero che in parte è andato a sostituirsi ai debiti commerciali venuti a scadenza. Nel suo importo netto, questo equivaleva a fine 1976 alle riserve liquide in valuta disponibili, pari a circa 3 miliardi di dollari; alla fine dello scorso aprile esso eccedeva di 2,2 miliardi di dollari la consistenza delle riserve. Il senso di precarietà che il confronto tra i due dati sembra suggerire si attenua quando si rifletta che il fabbisogno di finanziamenti in valuta degli operatori residenti è reso rigido dal permanere degli obblighi imposti agli importatori e agli esportatori, nonché dalla politica monetaria restrittiva seguita all'interno; tuttavia, affinché la posizione debitoria delle banche verso l'estero non subisca improvvise riduzioni, con negative conseguenze sulle riserve, occorre che le politiche interne siano tali da mantenere al nostro Paese un sufficiente grado di credibilità internazionale.

Nel corso del 1976 è stata anche seguita un'elastica politica di prestiti esteri, diretta, nel primo semestre, a proteggere il livello delle riserve ufficiali e, nel secondo, a rispettare gli obblighi di rimborso assunti nell'anno e in precedenza. Così, al prestito della CEE di circa un miliardo di dollari di marzo e di aprile, il cui parziale prefinanziamento era stato assicurato da tiraggi sulla linea di credito reciproco con la Riserva Federale, e al ricupero in marzo di 500 milioni di dollari dalla Bundesbank sul deposito incrociato oro-dollari, sono seguite nella seconda parte dell'anno le restituzioni degli importi ricevuti dalla Riserva Federale e dalla Bundesbank nonché il rimborso al Regno Unito dell'importo di 486 milioni di dollari da esso sottoscritto, a breve, nel

quadro del sostegno a medio termine della CEE. Tale rimborso è stato seguito nell'aprile scorso dalla concessione di un prestito di pari importo da parte della CEE; nello stesso mese si è anche conclusa favorevolmente la trattativa con il Fondo monetario internazionale per una linea di credito di 450 milioni di DSP.

Un confine alle nostre possibilità di ricorso a prestiti esteri è posto anche dall'aggravarsi, ad ogni svalutazione, del peso con il quale i prestiti contratti in passato incidono sul bilancio delle istituzioni monetarie, e dalla volatilità dell'indebitamento bancario a breve termine. Le perdite di cambio sulle passività verso l'estero a medio e a lungo termine accertate nell'esercizio 1976 e quelle che matureranno sui prestiti da rimborsare dal 1977 al 1985, stimate ai cambi di fine 1976, si approssimano a tremila miliardi di lire. Per il 1976 la Banca ha fatto luogo ad aumenti del fondo di dotazione dell'UIC da 100 milioni a 500 miliardi di lire, resi necessari per equilibrare le perdite già maturate. Per fronteggiare quelle ulteriori è essenziale che la Banca possa valersi dei profitti della rivalutazione dell'oro, la quale ha consentito di iscrivere, nel bilancio dello scorso anno, un fondo di duemila miliardi per la copertura di perdite di cambio derivanti dalla gestione valutaria.

L'interazione esistente tra tasso di cambio e tasso d'inflazione si manifesta nel nostro Paese secondo tempi molto rapidi, a causa dell'elevato volume di rapporti con l'estero e dell'alto grado di indicizzazione dei redditi monetari; in queste condizioni è da ritenere che, sotto la spinta di aspettative orientate in senso eccessivamente negativo, la correzione del cambio abbia in qualche momento oltrepassato il segno, e solo successivamente, nel processo di continua rincorsa tra i due termini, il rapido adeguamento dei prezzi abbia pienamente reso valido il nuovo livello del cambio.

Contro il gioco delle aspettative, l'infittimento dei controlli ha offerto uno stretto spazio di riparo; ma esso, oltre a ridurre la possibilità di scelte aperte agli operatori anche per legittimi fini commerciali, comporta un oneroso accrescimento degli adempimenti ai tre livelli: degli operatori stessi, della gestione cambi delle banche, dell'attività di autorizzazione e controllo demandata all'Ufficio italiano dei cambi. Lo strumentario di questi interventi sembra ormai esaurito; il ripristino di quelli cessati è inibito dalla comunità internazionale; la persistenza di quelli in atto è onerosa.

Sul finire dello scorso anno, il problema dell'aggiustamento esterno è stato nuovamente affrontato dal lato della regolazione della domanda interna. Anche questa azione, se non è accompagnata dal controllo della dinamica dei redditi e da una più efficiente allocazione delle risorse, si compie a prezzo di un maggior sacrificio della capacità di produzione del Paese e delle possibilità di occupazione nel presente e nel futuro; e se l'occupazione viene mantenuta al di sopra delle necessità della produzione, la caduta della produttività vanifica in parte gli effetti della regolazione della domanda. Le terapie atte ad impedire il riprodursi di situazioni di emergenza devono quindi volgersi alla radice dei mali.

Gli interventi sul mercato delle valute, che hanno evitato brusche oscillazioni del cambio pur in presenza di numerosi fattori destabilizzanti, sono stati ampi in entrambi i sensi, offrendo la riprova della necessità, per un paese altamente integrato negli scambi internazionali, di un volume di riserve valutarie atto ad evitare accensioni del cambio di natura non reversibile. Essi sono stati limitati al mercato a pronti. Il mercato a termine è in Italia di dimensione ridotta rispetto al pronti e il processo di formazione delle aspettative che su di esso si determina è di diretta derivazione dal mercato del contante. Allo scopo di regolare il mercato a termine è stato manovrato in senso riduttivo il massimale entro il quale le banche devono contenere gli impegni a ricevere o consegnare lire future, rendendo in tal modo più costoso l'acquisto di valuta a termine; è stato altresì disposto che l'utilizzo del massimale dovesse avvenire solo in contropartita con residenti. In tale situazione l'assorbimento di domanda di valuta a termine da parte della Banca d'Italia avrebbe ricreato spazio operativo all'interno del massimale imposto alle banche, l'utilizzo del quale avrebbe prodotto un indebolimento del cambio a pronti, dovendo le banche, al fine di pareggiare la posizione in valuta, procedere a corrispondenti acquisti sul pronti.

LA CONGIUNTURA

Sulla spinta di uno sviluppo del commercio mondiale superiore alle previsioni e delle politiche di rilancio attuate nella seconda parte del 1975, la nostra economia ha

presentato lo scorso anno un andamento espansivo in un clima inflazionistico che ha favorito la diffusione della crescita ma ne ha messo in evidenza la precarietà e i limiti.

L'inversione del ciclo era avvenuta nell'autunno del 1975, ma con l'avvio della ripresa erano subito riemersi gli squilibri di fondo; la bilancia dei pagamenti correnti tornava in disavanzo. I prezzi, non più frenati dalla depressione della domanda e dalla stabilità del cambio, salivano rapidamente ad un tasso che nel quadrimestre febbraio-maggio è stato pari, in ragione annua, al 56 per cento all'ingrosso e al 30 per cento al consumo.

Nel primo semestre le esportazioni in quantità segnavano modesti incrementi. Le misure prese per far fronte alla crisi valutaria, le aspettative pessimistiche da essa provocate e il drenaggio operato sul reddito disponibile dal nuovo regime di pagamento delle imposte dirette frenavano la domanda interna per consumi e per investimenti fissi. La produzione industriale continuava a crescere sostenuta dall'accumulazione di scorte di prodotti finiti. Le importazioni in quantità rallentavano il ritmo di incremento nel primo trimestre e diminuivano nel secondo. Tuttavia il peggioramento delle ragioni di scambio, connesso con la svalutazione della lira e con l'aumento sui mercati internazionali dei prezzi delle materie prime rispetto a quelli dei manufatti, dava luogo ad un crescente aggravamento del disavanzo commerciale che nel secondo trimestre, escludendo la componente stagionale, raggiungeva i 1.200 miliardi di lire.

Il riaccendersi della spirale cambio-prezzi, in un momento in cui la ripresa era da poco iniziata ed era ancora incombente il pericolo di un aumento della disoccupazione, rendeva arduo il compito della politica di stabilizzazione. Nella prima parte dell'anno questo compito è stato svolto prevalentemente dalla politica monetaria. Adeguando il costo del credito alle aspettative inflazionistiche si scoraggiavano gli impieghi speculativi all'interno e all'estero.

Sul finire del primo semestre le previsioni erano dominate dalle misure restrittive. A giugno la produzione industriale aveva preso a diminuire in un contesto di generale rallentamento della congiuntura mondiale. Molti avanzavano timori per una «gelata di autunno» con gravi riflessi sull'occupazione. La battuta d'arresto era legata soprattutto all'incertezza, provocata dalla situazione del mercato dei cambi, e al repentino aumento dei tassi d'interesse. Dopo la crisi di settembre, il ricorso agli

strumenti creditizi e valutari assunse un più preciso carattere di temporaneità, nell'ambito del nuovo indirizzo che il Governo era in procinto di imprimere alla politica economica, finalizzandola con maggiore impegno ad eliminare gli squilibri reali anziché ad arginare le loro conseguenze monetarie.

Superate le incertezze della pausa estiva, il ciclo riprendeva vigore. Le esportazioni, traendo vantaggio dalla svalutazione della primavera, si accrescevano nel secondo semestre di circa il 10 per cento. Anche i consumi privati segnavano nuovi aumenti per effetto dei miglioramenti salariali della primavera-estate e, in via indotta, dell'aumento dell'attività produttiva. Gli investimenti in impianti, dato il maggior utilizzo delle capacità esistenti, manifestavano un sensibile risveglio.

La produzione industriale, in lieve diminuzione nel terzo trimestre, aumentava nel quarto del 7 per cento, portandosi a un livello superiore del 16 per cento a quello di dodici mesi prima. Ma insieme con l'evidenza di una maggiore intensità della ripresa appariva di nuovo l'impossibilità di continuare a sostenerla. Le importazioni aumentavano dell'11 per cento e il disavanzo delle partite correnti, scomparso nel terzo trimestre, ricompariva con un importo, sempre esclusa la componente stagionale, di 700 miliardi di lire. Ancora una volta il sistema confermava l'incapacità, rilevata lo scorso anno in questa sede, di perseguire ad un tempo l'obiettivo della stabilità e quello dello sviluppo e, di conseguenza, la necessità di trascurare or l'uno or l'altro in una dannosa alternanza di oscillazioni sempre più ampie e frequenti.

Nel frattempo prendeva corpo il programma di stabilizzazione. Dopo un acceso dibattito, le misure di politica fiscale e in parte quelle tariffarie venivano decise nell'autunno: subivano aumenti le aliquote di varie imposte, le tariffe postali, telefoniche, elettriche e ferroviarie, nonché alcuni prezzi amministrati.

Il problema del costo del lavoro invece veniva affrontato solo nel febbraio di quest'anno dopo che la conclusione delle trattative fra le organizzazioni sindacali e quelle imprenditoriali non aveva fornito una risposta adeguata alla gravità della crisi e alla situazione congiunturale. Gli impegni sottoscritti in tema di festività, mobilità del lavoro, flessibilità degli orari e assenteismo, pur potenzialmente idonei a permettere incrementi di produzione e di produttività in una situazione espansiva, sono infatti scarsamente efficaci in presenza di modesti incrementi produttivi, quali quelli previsti

per l'anno in corso. Anche lo svincolo della indennità di quiescenza dalla scala mobile potrà produrre risultati di una certa entità solo a lunga scadenza, mentre il controllo della spirale inflazionistica richiede un'azione rapida e incisiva.

Per integrare questa insufficiente risposta ad un problema che coinvolge gli interessi dell'intero Paese è stata attuata la fiscalizzazione di una parte dei contributi sociali, finanziandola con l'aumento dell'IVA e di altre imposte indirette. Il decreto-legge prevedeva l'esclusione degli aumenti delle imposte indirette dal calcolo della contingenza e penalizzazioni fiscali per scoraggiare la contrattazione integrativa; la caduta di quella norma ha fatto mancare l'obiettivo del ripristino della sovranità dello Stato sulle zone di reddito attualmente affrancate dagli effetti della manovra dell'imposizione indiretta.

La vicenda congiunturale dell'annata ha messo capo a un aumento del reddito maggiore del previsto, cioè del 5,6 per cento, ma ad esso si sono accompagnate risultanze negative nell'andamento sia dei prezzi sia della bilancia dei pagamenti; il deflatore del prodotto lordo interno è aumentato del 18 per cento, il disavanzo dei pagamenti correnti è salito a 2.300 miliardi.

Nel corso del 1975, a causa della diversa efficacia con la quale l'azione del mercato e quella amministrativa avevano inciso sull'evoluzione dei salari e dei prezzi si era venuta determinando una serie di squilibri. Alla fine dell'anno erano troppo bassi rispetto ai costi non soltanto i prezzi industriali e il tasso di cambio, ma anche i prezzi amministrati e le tariffe dei servizi pubblici; similmente erano troppo basse, rispetto alla spesa pubblica, le aliquote effettive delle imposte e, rispetto al tasso d'inflazione, i saggi d'interesse. Questi scompensi rappresentavano una pesante carica inflazionistica, poiché l'impossibilità di contenere l'aumento dei costi costringeva a ricercare il riequilibrio dei conti economici delle imprese, dei bilanci delle pubbliche amministrazioni e dei mercati finanziari attraverso un generale adeguamento dei prezzi.

Nel 1976 il costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera è aumentato del 10 per cento dopo l'aumento del 35 per cento nel 1975. Il buon recupero della produttività, favorito dalla ripresa della produzione, è valso a compensare oltre la metà dell'aumento delle retribuzioni, cresciute del 24 per cento contro il 22 dell'anno precedente. Ciò nonostante, si è ripetuto il divario rispetto all'andamento dei costi

unitari negli altri principali paesi industriali, fatta eccezione per il Regno Unito: infatti nel Giappone e nella Germania federale i costi unitari sono diminuiti; negli Stati Uniti e in Francia l'aumento è stato dell'1-2 per cento.

Il rialzo dei prezzi praticato dall'industria manifatturiera è stato maggiore di quello dei costi, essendosi ragguagliato al 22 per cento; in tal modo è stato compensato in parte lo squilibrio del 1975, allorché i prezzi dei prodotti manifatturieri erano cresciuti in una misura, l'11 per cento, molto inferiore ai costi unitari.

Se i conti economici delle imprese e il tasso di cambio apparivano alla fine del 1976 meglio equilibrati, l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti era ancora in buona parte da compiere. Le dimensioni del disavanzo derivante dall'aumento del prezzo del petrolio sono di entità che, in rapporto al reddito, non ha l'eguale negli altri paesi industriali. Nel 1976 il costo del petrolio importato per soddisfare la domanda interna ha superato di oltre 4.500 miliardi, nonostante una diminuzione del 7 per cento rispetto al 1973 delle quantità consumate, il livello che avrebbe raggiunto se il prezzo in lire del greggio fosse aumentato negli ultimi quattro anni come quello medio delle esportazioni italiane.

Tra il 1973 e il 1976 le esportazioni e le importazioni di beni e servizi, incluso il turismo, sono aumentate a prezzi costanti rispettivamente del 26 e del 2 per cento. Ne è conseguito nel 1976, rispetto a tre anni prima, un maggior trasferimento all'estero di risorse reali pari al 4,4 per cento del prodotto lordo interno: se viene tutto idealmente imputato alla copertura del fabbisogno di petrolio, tale spostamento copre per intero l'aggravio del maggior prezzo: esso ci ha infatti riportati ad un disavanzo corrente uguale, al netto dei maggiori interessi sui debiti esteri, a quello del 1973.

Il trasferimento reale è stato quindi notevole, avendo assorbito i quattro quinti delle maggiori risorse prodotte; ma esso è stato realizzato essenzialmente a prezzo di una brusca caduta nello sviluppo: infatti, nel giro di tre anni, il reddito e la domanda interna sono aumentati soltanto del 5,9 e dell'1,2 per cento rispettivamente. Ne hanno sofferto in particolare gli investimenti fissi, passati dal 20 al 18 per cento del totale degli impieghi interni.

Poiché l'aggiustamento richiede di migliorare la posizione competitiva sui mercati internazionali, esso è legato ad un adeguato flusso di innovazione e di investimento nell'apparato produttivo e ad una politica attiva del lavoro. Nel 1976, invece, l'espansione realizzata grazie alla favorevole congiuntura internazionale è stata scarsamente utilizzata per il rilancio degli investimenti fissi. Questi hanno presentato nell'anno un aumento del 2 per cento, dopo la caduta del 13 nel 1975; nell'industria, ove la flessione era stata del 22, si è avuta anzi una nuova diminuzione del 2 per cento.

Nelle fasi cicliche la produttività si muove in sintonia con la produzione a causa della rigidità dell'occupazione; gli ultimi due anni ne sono conferma nei due sensi. Incrementi della produttività non puramente ciclici richiedono un alto coefficiente di accumulazione, non facilmente compatibile con l'equilibrio esterno dato l'elevato contenuto di importazione degli investimenti. Ci si trova quindi in un circolo vizioso: la bassa produttività media del sistema rende stringente il vincolo della bilancia dei pagamenti ed obbliga al contenimento della domanda interna; questo, rallentando l'accumulazione, impedisce di modificare la struttura produttiva, di espandere settori che consentano di aumentare la produzione per addetto e di migliorare le correnti di scambio con l'estero.

Per rompere questo circolo occorre essere capaci di realizzare una politica di sostituzione degli investimenti ai consumi, privati e pubblici.

Strumentali a questa politica sono il contenimento degli aumenti salariali, la riduzione del disavanzo pubblico, congiunta con la qualificazione della spesa, e la destinazione al risparmio di una maggiore quota del reddito del settore privato.

La finalizzazione del contenimento salariale ad espliciti obiettivi di sviluppo rende un disegno di politica economica concepito secondo queste linee socialmente qualificante per i positivi effetti sull'occupazione nascenti dal rafforzamento dell'apparato produttivo.

Nel periodo 1973-76, dando priorità all'obiettivo dell'occupazione si è impedito, a differenza di quanto è avvenuto nelle economie più forti quali gli Stati Uniti, la Germania federale e il Giappone, che al rallentamento della crescita si accompagnasse una flessione dell'occupazione. Questa, nell'industria manifatturiera, è rimasta stabile

sui livelli raggiunti nel 1974; contemporaneamente le retribuzioni orarie di fatto in termini reali sono cresciute del 18 per cento contro una lieve riduzione negli Stati Uniti e aumenti del 10 e del 7 per cento, rispettivamente in Giappone e nella Germania federale.

Il risultato relativamente migliore ottenuto dal nostro Paese in termini di occupazione e di salario reale ha carattere effimero essendo stato conseguito a prezzo di un tasso d'inflazione, di una caduta degli investimenti e di un disavanzo esterno non sostenibili.

La riduzione del disavanzo del settore pubblico e la qualificazione della spesa sono obiettivi sui quali convergono, in linea di principio, consensi generali e rispetto ai quali, pur nella difficoltà di imprimere continuità di sviluppo alle politiche che essi richiedono, lo scorso anno potrebbe avere segnato un punto di svolta. L'indebitamento netto, che nel 1975 si era quasi raddoppiato, portandosi a 13.900 miliardi, è rimasto pressoché stazionario; conseguentemente il suo rapporto rispetto al prodotto interno lordo è sceso dal 12,2 al 9,8 per cento.

Si tratta pur sempre di valori molto elevati e incompatibili con l'equilibrato sviluppo del sistema; non solo, infatti, tutti gli investimenti pubblici e i trasferimenti in conto capitale sono finanziati con il ricorso all'indebitamento, ma dal 1971 ormai il totale delle entrate è insufficiente a coprire le spese correnti, cosicché si ha da parte del settore pubblico un assorbimento di risparmio che è stato di 7.900 miliardi nel 1975 e di 5.800 nel 1976. In media, nel biennio, oltre un quarto del risparmio nazionale lordo è stato utilizzato per coprire il disavanzo corrente dell'operatore pubblico.

La riduzione dell'indebitamento netto nel 1976 è stata ottenuta principalmente attraverso l'espansione delle entrate tributarie, aumentate del 32 per cento. La loro incidenza sul prodotto interno lordo è salita dal 31 al 33 per cento. Una pressione fiscale maggiore di questa esiste in altri paesi, ma a più alto livello di reddito.

Occorre che l'azione di contenimento del disavanzo operi anche dal lato della spesa, che nel 1976 ha superato i 67.500 miliardi, circa la metà del prodotto lordo interno. La sua espansione si è fortemente accelerata dalla seconda metà degli anni sessanta; sempre rispetto al prodotto lordo interno essa è passata dal 33 per cento nel

1954 al 36 nel 1964 e al 42 nel 1974, per balzare poi al 48 per cento nel 1975 e nel 1976.

La spinta più rilevante all'aumento della spesa pubblica è venuta dalle prestazioni sociali, che nel 1976 hanno rappresentato quasi la metà della spesa corrente complessiva a fronte del 42 per cento agli inizi degli anni sessanta.

L'estensione dei benefici della sicurezza sociale, quale è stata praticata negli ultimi anni senza una rigorosa commisurazione di mezzi e di fini, sta creando oneri insopportabili per l'Erario e per le unità produttive, al di là delle finalità sociali che si intendono perseguire. Il cumulo dei trattamenti, l'acquiescenza nell'accedere alla richiesta di prestazioni, senza un rigoroso accertamento dello stato di bisogno, non hanno permesso un adeguato soddisfacimento delle reali esigenze delle categorie assistite, dando luogo invece ad un indiscriminato aumento dei redditi delle famiglie e a dispendio di risorse. Di conseguenza, è stato aggravato il disavanzo pubblico; sono stati accresciuti i consumi; è stato favorito l'impiego irregolare di lavoro presso piccole unità con forme precapitalistiche di produzione, a danno del corretto funzionamento dei mercati dei prodotti e dei fattori.

Il peso della previdenza nei prossimi anni è destinato ad aumentare ulteriormente soprattutto a causa dei meccanismi automatici di adeguamento delle pensioni ai prezzi e alle retribuzioni; ciò accresce l'esigenza di disciplinare organicamente il cumulo dei trattamenti, di introdurre correttivi alla domanda di prestazioni sanitarie, di contenere altre forme di politiche distributive inerenti al basso livello delle tariffe dei servizi di pubblica utilità.

I PROBLEMI FINANZIARI DELLE IMPRESE

Nel quadro dell'evoluzione economica degli scorsi anni, i risultati d'esercizio delle imprese si sono venuti deteriorando, e le loro occorrenze finanziarie sono state fronteggiate in misura crescente con l'indebitamento. Riteniamo che al sistema creditizio vada confermato il ruolo di aiutare le imprese a superare le difficoltà e le incertezze presenti, e a tradurre i programmi in concrete realizzazioni.

La distinzione fra gestione delle imprese e gestione delle banche, posta a cardine del nostro ordinamento sulla base di esperienze dolorose, deve tener conto, nell'applicazione, del mutare delle realtà storiche. Senza confondere i ruoli, i rapporti tra banca e industria possono conoscere nuove modalità quando si tratti di studiare ed attuare interventi che valgano a ricondurre quei rapporti a una normalità che di fatto è stata alterata con pregiudizio grave per lo stesso sistema creditizio.

Non si intende proporre politiche di salvataggio indiscriminato, che si risolverebbero nel naufragio di tutti, ma il ricorso a interventi nei quali dovrà esercitarsi la dote del discernimento, fondamentale nella professione del banchiere. Siffatti interventi, inoltre, hanno senso solo entro la cornice della rigorosa attuazione di un programma di stabilizzazione dell'economia, quale è stato sopra richiamato.

L'ampio dibattito che si è acceso sulla ristrutturazione finanziaria delle imprese ha individuato i principali problemi nella insufficienza del capitale di rischio, nell'eccessivo grado dell'indebitamento, nel suo costo e nella sua composizione.

Il maggior peso che l'indebitamento a breve ha assunto negli ultimi anni e l'elevatezza del suo costo in termini monetari hanno contribuito a peggiorare l'andamento economico e finanziario delle imprese. Si tratta peraltro di condizioni legate alla situazione congiunturale e che con essa si modificheranno: il successo nella lotta contro l'inflazione porterà con sé la riduzione dei tassi d'interesse e la ricomposizione della loro struttura secondo una curva per scadenze che consentirà la riattivazione del mercato obbligazionario.

D'altra parte, operazioni di consolidamento forzoso di crediti a breve verso le imprese avrebbero gravi ripercussioni sulla gestione delle aziende di credito. L'attivo di queste ultime già è reso rigido per il 45 per cento dei depositi dagli obblighi di riserva e dal vincolo di portafoglio. A questi si è aggiunto, di recente, il consolidamento per legge dei crediti verso gli enti locali; per alcune aziende di credito, tradizionalmente finanziatrici di detti enti, ciò ha portato l'insieme dei vincoli sull'attivo ad oltre il 50 per cento. La variabilità del costo della provvista, quasi tutta a breve, si scontra con la rigidità del rendimento della parte dell'attivo che è vincolata, e tende perciò a scaricare i suoi effetti in parte sui tassi pagati dalla clientela per i prestiti ricevuti e in altra parte sui conti economici delle banche.

Quando si accompagni ad innovazioni normative nella stessa materia, come di recente è avvenuto con l'inibizione agli enti territoriali di ulteriore accesso al credito bancario, il consolidamento forzoso, pur rappresentando un provvedimento grave perché modifica un rapporto contrattuale in corso, può trovare giustificazione. Ma applicato ad imprese che debbono continuare a ricorrere al credito bancario, esso ne deteriorerebbe i rapporti con le banche e ridurrebbe il senso di responsabilità negli amministratori delle une e delle altre; ne conseguirebbe, inoltre, l'indebolimento delle banche stesse nel momento in cui ad esse, come all'intero sistema creditizio, si intende richiedere un intervento per la soluzione del problema finanziario di fondo delle imprese, la loro ricapitalizzazione.

Le imprese, infatti, hanno bisogno soprattutto di nuovi mezzi e di riceverli in larga parte sotto forma di capitali di rischio, che nelle attuali condizioni il mercato non fornisce nella misura necessaria. Questa difficoltà è principalmente il riflesso dei problemi reali delle imprese, resi più gravi da vincoli che il potere pubblico è in grado di rimuovere manovrando gli strumenti di cui già attualmente dispone, e da altri derivanti da accordi tra le parti sociali, che tuttora limitano la flessibilità di impiego dei fattori della produzione.

Tra i primi, hanno particolare importanza la discriminazione fiscale a danno del capitale di rischio ed a favore di quello di indebitamento, quest'ultimo agevolato altresì nel costo dall'intervento pubblico, e l'inesistenza di un'adeguata struttura di investitori istituzionali che valga a mediare i rischi e ad assicurare la professionalità delle scelte d'investimento. Occorrono quindi, in primo luogo, misure di carattere fiscale a favore sia degli emittenti sia dei sottoscrittori di azioni. Appare rispondere a queste esigenze il disegno di legge, recentemente predisposto dal Ministro delle Finanze, che modifica il regime tributario delle società, attenuando la vigente plurimposizione sugli utili distribuiti.

Quando i più importanti tra quei vincoli fossero stati rimossi, una larga maggioranza delle imprese, grazie anche agli interventi che le istituzioni creditizie già usano effettuare nell'ambito delle norme esistenti, potrebbe superare le attuali difficoltà nel reperimento dei capitali di rischio. Ma queste difficoltà si presentano con particolare urgenza e rilevanza per un circoscritto numero di grosse imprese, il risanamento delle

quali propagherebbe a sua volta effetti benefici verso le medie e le piccole attraverso il miglioramento dei termini di pagamento e l'aumento delle commesse.

In questi casi, condizioni pregiudiziali per interventi a carattere straordinario da parte di istituzioni creditizie ci sembra che debbano essere l'esistenza sia di un piano di risanamento produttivo reso credibile anche dal contenuto degli accordi stipulati tra le parti sociali operanti nell'impresa, sia di un gruppo di controllo, anche se minoritario, che riscuota stima di capacità imprenditoriale e si assuma la responsabilità della gestione.

In presenza delle condizioni suddette il sistema creditizio può agevolare l'ampliamento del capitale di rischio delle imprese alle quali si riconosca capacità di ricupero; questo riconoscimento predisporrebbe i risparmiatori a un più favorevole atteggiamento. L'intervento degli istituti di credito speciale e delle aziende di credito dovrebbe avvenire in forme che pongano comunque un diaframma fra la gestione degli intermediari creditizi e quella delle imprese produttive, evitando rapporti diretti tra singole imprese e singoli istituti; per questi ultimi, dovranno valere il limite già oggi esistente dei mezzi propri nell'acquisizione complessiva di capitali azionari e limiti alla concentrazione dei rischi.

Potrebbe essere facilitata la costituzione di consorzi anche sotto forma societaria, i quali provvedano temporaneamente alla sottoscrizione delle azioni delle imprese destinatarie del capitale di rischio. Altra via possibile è quella di consentire agli intermediari del credito la costituzione di società finanziarie, fissando, nelle norme statutarie di queste, precisi criteri da seguire negli investimenti. In particolare dovrebbero essere prestabiliti i limiti di acquisizione delle azioni con riferimento sia al patrimonio della finanziaria, sia al capitale sociale dell'impresa sovvenuta. Questa soluzione permetterebbe di far concorrere le medie e piccole aziende di credito alla ricapitalizzazione delle imprese e favorirebbe queste ultime anche in via indiretta, ricostituendo un retroterra finanziario utile al sostegno del mercato azionario.

L'intervento delle istituzioni creditizie può assumere modalità diverse da quelle ora delineate, che il senso pragmatico e la capacità innovativa degli stessi operatori contribuirebbero a definire anche sulla base di esperienze già acquisite: queste possono essere di guida nell'individuare le più efficaci forme di associazione e al tempo stesso di

divisione di ruoli, tra aziende di credito ed istituti di credito speciale, nello studio del piano di risanamento e nell'appoggio finanziario. Ma per la stabilità del sistema creditizio che è necessaria alla stabilità finanziaria del sistema delle imprese, è indispensabile che, qualunque ne sia la forma, gli interventi speciali siano temporanei, volontari e condizionati. La condizionalità è anche il presupposto di una corretta individuazione delle imprese nei confronti delle quali gli interventi avverrebbero: una garanzia che questi siano limitati ai casi nei quali a un tempo sussista l'effettivo stato di bisogno e siano assicurati i presupposti per vigilare sull'attuazione del piano di risanamento produttivo, dovrebbe trovarsi nel temporaneo obbligo dell'impresa a specifici adempimenti.

Possono, altresì, essere introdotte innovazioni negli strumenti finanziari atte ad agevolare la temporaneità dell'intervento, quali ad esempio emissioni, accanto alle obbligazioni convertibili, di obbligazioni da rimborsare con azioni dell'impresa sovvenuta. La scadenza delle obbligazioni dovrebbe coincidere con l'epoca prevista per il completamento del programma di risanamento dell'impresa. Nel caso di minusvalenza dell'azione, sulla base di quotazioni medie, rispetto al valore nominale dell'obbligazione, al sottoscrittore potrebbe essere garantito un conguaglio in contanti.

Per favorire gli interventi di ricapitalizzazione sopra delineati può essere sufficiente l'adozione di misure di ordine fiscale. In primo luogo, il principio della trasparenza, che incontra un ostacolo nella imposizione multipla degli utili distribuiti, dovrebbe trovare applicazione integrale per coloro che effettuino interventi di ricapitalizzazione. In secondo luogo, le istituzioni creditizie potrebbero essere autorizzate, secondo modalità e limiti da definire, ad utilizzare i fondi rischi e a ricostituirli in tempi più brevi di quelli previsti dalle disposizioni oggi esistenti.

La realtà odierna avverte il peso dei costi sociali impliciti nella dissoluzione delle imprese e cerca quindi di limitarli ai casi veramente insanabili. Ma anche nei riguardi della sopravvivenza dell'impresa, si pone un problema di neutralità degli ordinamenti, questa volta tra impresa pubblica e impresa privata. Pur respingendo la tesi che l'appartenenza del capitale al settore pubblico induca sistematicamente le istituzioni creditizie a privilegiare nella concessione del credito le aziende di quel settore, non si può non riconoscere che la valutazione del rischio è fortemente influenzata dalla

consapevolezza che il debitore ultimo dispone del potere di imporre tributi e di battere moneta. Il più facile accesso al credito che ne deriva e la maggiore stabilità dell'impiego in presenza di risultati economici negativi rendono il processo di pubblicizzazione delle imprese difficilmente reversibile, quella collocazione garantendo ad amministratori e dipendenti una condizione più sicura il cui costo viene in vari modi riversato sulla collettività. Nell'attesa che la neutralità venga realizzata, o almeno approssimata, ad esempio ponendo un limite alle garanzie fideiussorie che gli enti di gestione possono concedere alle proprie aziende, ci sia consentito auspicare che il sistema degli intermediari finanziari procuri di correggere per la sua parte le presenti distorsioni, evitando di determinarsi prevalentemente sulla base della garanzia implicita nell'assetto proprietario.

I TASSI DI INTERESSE

Nel dibattito sugli orientamenti della politica monetaria, si trae spesso argomento dal carico dell'indebitamento che grava sulle imprese e dal basso livello dell'investimento per sollecitare azioni intese ad abbassare la struttura dei tassi, e più specialmente di quelli bancari. Ma alla validità degli obiettivi perseguiti non corrisponde quella del mezzo proposto, ove esso venga posto in atto con anticipo rispetto alla caduta del tasso d'inflazione. Senza che occorra richiamarsi ad analisi o esperienze lontane, quella nostra della seconda metà del 1975 e dell'inizio del 1976 ha offerto nuovamente l'evidenza che ove la politica dei tassi non rispetti le condizioni di compatibilità con l'equilibrio monetario interno ed esterno essa, anche in presenza di flessibilità del cambio, genera rapidamente effetti che la vanificano.

In senso opposto, dalla primavera del 1976, pur in presenza di aspettative di forte inflazione, l'aumento dei tassi d'interesse ha consentito di richiamare fondi dall'estero, di contenere le componenti speculative della domanda e di scoraggiare l'impiego del risparmio in beni-rifugio. L'innalzamento dei saggi d'interesse ha determinato un ridimensionamento delle disponibilità liquide delle imprese rafforzando l'efficacia della manovra monetaria.

L'incertezza sulla durata degli elevati tassi di crescita dei prezzi e sul corso della politica economica prima degli impegni biennali assunti con la «lettera d'intenti» indirizzata al Fondo monetario internazionale ha contribuito a spostare verso le scadenze più brevi la domanda di fondi, che il mercato ha conciliato con l'offerta, sin dai primi mesi del 1976, mediante un rapido innalzamento dei tassi e in particolare di quelli a breve termine. Nonostante che i rendimenti obbligazionari siano saliti nel corso dell'anno di circa tre punti, il mercato delle emissioni di titoli a medio e a lungo termine ha quasi completamente perso la propria vitalità, animato solo dai sussulti che gli imprimevano le periodiche scadenze del vincolo di portafoglio.

Ci si può chiedere se sarebbe stato desiderabile lasciar salire o sospingere i tassi a lungo termine verso livelli più elevati di quelli a breve e se la relazione tra i primi e i secondi che si è avuta dall'inizio del 1976 possa e debba essere mantenuta.

La diversa entità del movimento ascensionale dei tassi praticati per differenti scadenze riflette sia il fatto che i tassi a breve termine sono più rapidi nell'adeguarsi a mutate condizioni di mercato, sia la circostanza che essi dipendono dal saggio di inflazione che ci si attende per il prossimo futuro; una spinta inflazionistica si ripercuote invece sui tassi a lungo termine solo in quanto modifichi le aspettative degli operatori circa l'andamento dell'inflazione nel lungo periodo. Oltre che fisiologica, una mobilità dei tassi a breve maggiore di quella dei tassi a lungo termine è desiderabile. È infatti preferibile conseguire un dato effetto sulla domanda interna e sulla bilancia dei pagamenti agendo sulla componente delle scorte e sui crediti commerciali con l'estero piuttosto che sugli impianti e sulle attrezzature. Il limite al finanziamento a lunga scadenza, oggi rappresentato dall'insufficiente offerta di fondi, finirebbe con l'essere posto dalla scarsità della domanda, qualora si permettesse che il rialzo dei saggi a lungo termine fosse cospicuo.

La probabilità di una flessione, graduale o rapida, dell'inflazione aumenta eccessivamente il rischio degli operatori che debbono indebitarsi a tassi nominali molto elevati per il finanziamento di investimenti di lunga durata come quelli nelle abitazioni, nelle opere pubbliche e nei servizi di pubblica utilità. Dall'altro lato, chi risparmia non desidera assumere senza un proporzionato compenso il rischio che permangano nel tempo saggi d'inflazione notevolmente maggiori dei tassi nominali a lungo termine.

Da qui discende l'utilità di strumenti finanziari diversi da quelli tradizionali che, rendendo più flessibile nel tempo il tasso nominale di interesse a lungo termine al mutare del saggio di crescita dei prezzi e delle condizioni di mercato del credito, riducano l'incertezza dell'onere reale del debitore e del rendimento per il creditore; l'indicizzazione nelle varie forme sembra più adatta per il mercato dei mutui fondiari, mentre di più ampia applicazione appaiono i finanziamenti a tassi variabili.

Il talento e la sensibilità di mercato degli emittenti sono in grado di dare ai titoli offerti caratteristiche che incontrino il favore del pubblico; di ciò si ha già qualche cospicuo esempio o anticipazione.

La struttura dei tassi di interesse secondo scadenza è resa anomala, nel nostro Paese, dalla giustapposizione di un segmento del mercato finanziario irrigidito da interventi amministrativi di varia natura ad un segmento mobile e libero. In condizioni di forte ascesa dei prezzi la congiunzione tra i due bracci della curva dei rendimenti diviene un punto di crisi che tende a spostarsi. Sarebbe ragione di grave danno se il movimento avvenisse nel senso di estendere la zona rigida verso il breve termine. Qualche passo verso un adeguamento graduale nella direzione opposta è stato compiuto di recente, non solo consentendo un certo rialzo dei tassi a lungo termine e qualche flessione di quelli a breve, ma altresì rendendo più rispondenti agli andamenti di mercato i tassi di riferimento per la concessione del credito agevolato.

Non possono trovarci favorevoli, quindi, le idee ed i suggerimenti intesi a ridurre il costo nominale del credito a breve mediante una regolamentazione dei tassi passivi corrisposti dalle banche. Solo se il tasso di interesse sui depositi si adegua rapidamente al mutare delle condizioni dei mercati monetari e del credito può essere ridotta la potenziale instabilità di un'ingente massa monetaria.

Anche a prescindere dai possibili spostamenti della domanda dalla moneta alle attività sull'estero, l'allocatione del risparmio subirebbe nuove distorsioni se la concorrenza bancaria venisse mortificata nell'unico campo nel quale ancora si esplica in forme relativamente libere e se, per i servizi offerti dalle aziende di credito alla clientela, si favorisse una fissazione di prezzi non corrispondenti ai costi di produzione: l'esplicito pagamento di interessi verrebbe infatti sostituito sia da una più ampia offerta di servizi gratuiti sia, per le imprese che sono anche indebitate col sistema bancario, da

più favorevoli condizioni di erogazione del credito. Ne soffrirebbero in particolare quei clienti che attingono in misura minore, rispetto all'entità dei loro depositi, ai servizi e al credito offerti dalle banche: trattandosi in prevalenza dei detentori di modesti depositi, si avrebbe una nuova forma di penalizzazione del piccolo risparmio.

Oltre a queste ragioni economiche, altre di natura tecnica e amministrativa rendono una simile misura assai difficile da praticare. Una remunerazione dei conti correnti troppo inferiore a quella dei depositi a risparmio causerebbe un largo abbandono di un tipo di deposito, qual è il conto corrente, più moderno, meno costoso a gestire per la banca, più comodo da utilizzare per il cliente. La proposta di colpire i correntisti si fonda inoltre sul presupposto di una separazione tra questa ed altre forme di detenzione del risparmio presso le banche che l'estensione della tecnica di trasferimento elettronico di fondi è destinata a far progressivamente scomparire: a misura che diviene possibile per il cliente prelevare a distanza dal deposito a risparmio, l'assegno, che è l'elemento distintivo del conto corrente, perde il proprio carattere esclusivo di mezzo di pagamento bancario e si vanifica la discriminazione amministrativa tra la disciplina del conto corrente e quella del deposito a risparmio.

La richiesta di abbassare i tassi d'interesse senza vincoli rispetto al tasso d'inflazione e ai tassi di rendimento negli altri paesi contraddice anche l'obiettivo di medio periodo di rendere più elevata e più stabile la domanda di attività finanziarie e di richiamare un'offerta di capitali esteri che dal lato della domanda dovrebbe essere facilitata mediante il ritorno a condizioni di più alta redditività delle imprese.

IL FINANZIAMENTO DEL TESORO

La riconduzione dei tassi verso livelli nominali più bassi presuppone un allentamento delle tensioni inflazionistiche, il quale a sua volta non è raggiungibile senza la riduzione del finanziamento monetario del Tesoro. Si pone quindi, anche sotto questo riguardo, il problema se qualche regola debba essere imposta a questa forma di finanziamento.

Nella media degli ultimi cinque anni il 162 per cento della creazione di base monetaria ha trovato la propria contropartita nei confronti del Tesoro: i finanziamenti all'Economia e l'Estero hanno quindi agito nel senso di assorbire una parte della base monetaria creata dal Tesoro. La frazione di fabbisogno non coperta dalla banca centrale è stata reperita, in una proporzione crescente, con debito a breve termine: i BOT, che costituivano il 6 per cento dei titoli di Stato detenuti dalle aziende di credito e dal pubblico alla fine del 1973, ne rappresentavano il 38 per cento al termine del 1976.

La legge disciplina le tre forme nelle quali l'Istituto di emissione può alimentare l'espansione monetaria mediante l'acquisto di crediti verso lo Stato. A prescindere dall'anticipazione ordinaria, prevista in una somma fissa divenuta assai modesta e da anni inutilizzata, la Banca d'Italia è tenuta al finanziamento monetario attraverso il conto corrente per il servizio di tesoreria provinciale entro il limite del «14 per cento dell'ammontare delle spese correnti e di quelle in conto capitale risultanti dalle previsioni iniziali e dalle successive variazioni». Non vi sono invece obblighi né limiti per la terza forma, l'acquisto di buoni ordinari del Tesoro e di altri titoli di Stato: lo statuto della Banca d'Italia stabilisce soltanto che l'«Istituto di emissione può impiegare somme in titoli emessi o garantiti dallo Stato». Esso lo fa nell'esercizio di un'autonoma valutazione delle condizioni dei mercati finanziari e degli strumenti idonei a perseguire gli indirizzi della politica monetaria e creditizia. Le stesse assunzioni a fermo di titoli sono espressione di autonomia contrattuale, anche quando, come per l'emissione di buoni ordinari del Tesoro, le disposizioni della contabilità di Stato impongono la forma del decreto ministeriale. Ugualmente discrezionale nella quantità così come nel prezzo è la compravendita di buoni e titoli di Stato sul mercato secondario.

Non è dunque in forza di un obbligo di legge che il portafoglio di titoli del debito pubblico si è andato gonfiando nell'attivo dell'Istituto di emissione, ma perché l'Istituto ha creduto di accettare la validità di una ragione economica e storica più cogente della pur profonda convinzione di quanto sia effimero e distorsivo il sostegno dell'occupazione e del reddito affidato all'inflazione. Le operazioni della nostra Banca che hanno effetto sulla creazione della base monetaria subiscono i condizionamenti delle scelte fondamentali della società: in particolare quelle originate dai rapporti con il Tesoro si ricollegano a decisioni sovrane del Parlamento e dei Governi che esso

esprime. In una catena di relazioni sociali e politiche in istato di tensione, la moneta rappresenta l'anello debole ed il finanziamento monetario del Tesoro il punto di rottura di questo anello.

Il ricorso all'Istituto di emissione è dunque l'estrema manifestazione della sproporzione tra le dimensioni del bilancio del settore pubblico e l'apporto che esso dà all'efficienza e alla capacità di crescita dell'economia. L'azione del Governo e del Parlamento si è già indirizzata a precludere agli enti territoriali l'accesso alle aziende di credito per il finanziamento a breve termine, accentrandolo presso la Cassa Depositi e Prestiti, nell'intento di creare le premesse per un maggior controllo sui loro disavanzi. Gli organismi internazionali che prestano all'Italia un sostegno finanziario, d'altro canto, hanno ricevuto assicurazioni dalle Autorità politiche che in altri punti del sistema saranno compiute azioni di risanamento. Nei confronti del Fondo monetario internazionale è stato assunto l'impegno di ridurre notevolmente l'incidenza sul reddito nazionale non solo del disavanzo del Tesoro, ma anche di quello del settore pubblico in senso più ampio, contenendo l'espansione nominale degli stanziamenti di spesa e riducendoli in termini reali.

Al fine di evitare che ai danni derivanti dalle dimensioni e dalla struttura dei bilanci del settore pubblico altri se ne aggiungano per un eccesso di finanziamento monetario, occorre agire innanzi tutto nelle sedi in cui si compie il processo di decisione, esecuzione e controllo della spesa. Quando il contenuto di troppe leggi di spesa è tale da non offrire, né per l'immediato né per il futuro lontano, la speranza che esso stimoli la produttività e l'efficienza nella misura necessaria ad autofinanziarsi, sono poste già le premesse della futura instabilità monetaria.

Ad una più ordinata politica del debito pubblico gioverebbero poi una più chiara amministrazione e previsione dei flussi di cassa dello Stato e degli altri enti ed istituzioni che gli si ricollegano, o perché ne ricevono assegnazioni di entrate o perché i loro disavanzi vengono in ultima istanza da esso coperti. Un impegno dell'autorità di governo a contenere la sollecitazione all'espansione monetaria derivante dal disavanzo dovrebbe essere riferito ad un quadro di previsione e controllo dei flussi di cassa, per i quali una legge del 1976 prescrive l'invio di relazioni trimestrali al Parlamento. Tale impegno non lascerebbe intatta la discrezionalità che, nell'acquisto di titoli del debito

pubblico, la legge assegna all'Istituto di emissione qualora quest'ultimo non avesse, come un qualsiasi componente del mercato, il diritto di indicare il prezzo al quale è disposto ad effettuare il finanziamento richiesto.

È proprio sul fronte dei tassi d'interesse che la copertura del disavanzo si presenta nel suo aspetto più delicato. È necessario, a questo proposito, che l'adoperarsi per rendere minimo il costo dell'indebitamento, che risponde ad un criterio di efficienza valido nella sfera pubblica non meno che in quella privata, non traligni nel collocamento forzoso. Il rispetto non solo formale del principio che ispira l'articolo 81 della Costituzione vuole che quella parte della copertura della spesa che non è assicurata dall'imposizione di tributi approvati dai rappresentanti eletti al Parlamento avvenga a condizioni che la collettività stessa direttamente approva, il che accade solo se i titoli del debito pubblico sono offerti a rendimenti che ne consentano una sottoscrizione libera; ciò vale per qualunque prenditore. Un criterio di allocazione delle risorse che eviti distorsioni impone alla Banca d'Italia la condizione minima di non sottoscrivere all'emissione titoli a tassi inferiori a quelli ai quali contemporaneamente avvengono liberi acquisti del pubblico in misura sufficiente a mantenere l'espansione monetaria entro i limiti desiderati.

Nel corso del 1976 il collocamento dei buoni ordinari del Tesoro è quasi sempre avvenuto a tassi inferiori a quelli base; il pronto adeguamento delle condizioni monetarie interne al variare delle pressioni sul cambio è la riprova da un lato dell'efficacia degli strumenti di mercato rispetto a quelli coercitivi, e dall'altro della buona intesa tra le Autorità monetarie. A due riprese, tuttavia, in marzo e in ottobre, in momenti in cui il controllo della liquidità interna era particolarmente difficile, l'offerta di BOT avvenne a rendimenti insufficienti a garantire almeno il rinnovo di quelli in scadenza: la Banca d'Italia sottoscrisse al prezzo base; non essendo prevista la possibilità di indicare uno sconto, sua unica alternativa sarebbe stata la grave decisione di non sottoscrivere. Ma ci è caro rendere grazie al Ministro del Tesoro dello spirito al quale, nell'operare le proprie difficili scelte tra obiettivi in conflitto, ha informato i rapporti con la Banca centrale, e dell'attenzione prestata alle nostre ragioni nelle ricorrenti, congiunte analisi della situazione monetaria.

Sotto altro cielo, il Cancelliere tedesco ha affermato in una recente solenne occasione: «la buona collaborazione tra il governo e la Bundesbank poggia sull'autonomia della banca centrale; essa è buona non malgrado, ma in ragione di questa autonomia» (Bad Godesberg, 11 maggio).

Anche per lo Stato, come per tutti i debitori, l'entità e il costo nominale dell'indebitamento a breve termine sono aumentati notevolmente; considerato su un più lungo arco di tempo, l'onere sarebbe stato però probabilmente maggiore se si fossero offerti buoni poliennali ai tassi necessari al loro collocamento tra il pubblico: l'inflazione di questi anni, radicatasi nelle aspettative come un male endemico della nostra economia, tende oggi a ritorcersi contro chi intende indebitarsi, anziché colpire, come più spesso è avvenuto, il creditore. Di fatto, il buono ordinario del Tesoro si è rivelato uno strumento altamente flessibile in un periodo di ampie fluttuazioni dei tassi, presentando molti dei vantaggi di un titolo a rendimento variabile.

Se l'entità dell'investimento in buoni ordinari del Tesoro ha superato ormai largamente le esigenze di una normale gestione di tesoreria bancaria ciò è avvenuto per un complesso di fattori che vogliamo considerare non permanenti: in primo luogo, l'instabilità dei mercati, la maggiore ampiezza delle oscillazioni cicliche e lo stesso susseguirsi di interventi coercitivi, effettivamente presi o solo temuti, hanno determinato un'elevata preferenza per la liquidità; in secondo luogo, il massimale sugli impieghi ha chiuso in parte alle banche lo sbocco più naturale dei fondi disponibili; infine, i titoli a lungo termine offrono rendimenti minori e trovano meno agevole mercato.

L'esigenza del Tesoro di riequilibrare la struttura del debito pubblico, quella della Banca centrale di non aggravare le condizioni del controllo dell'offerta di moneta e la convenienza per gli investitori stessi di distribuire su un più completo ventaglio di scadenze i propri investimenti in fondi pubblici, convergono nella direzione di spostare il finanziamento del Tesoro verso titoli a più lungo termine. I modi e i tempi di emissioni con scadenze più lunghe devono essere definiti in relazione a due fattori tra loro strettamente collegati: il rendimento offerto e le aspettative sui tassi d'interesse e sul corso dell'inflazione.

LA SCELTA DEGLI STRUMENTI DI REGOLAZIONE E I FLUSSI DI CREDITO

Limiti al finanziamento monetario del Tesoro e una maggiore diversificazione delle scadenze del debito pubblico vanno considerati anche come parte di un'azione volta a rendere più efficaci gli strumenti del controllo monetario. L'uso intenso e vario che, in difetto di riserve valutarie, è stato fatto di questi strumenti in tutto il 1976 ha posto in luce contrasti e difficoltà maturati nel corso degli ultimi anni.

Tra i provvedimenti presi a seguito delle crisi valutarie del gennaio e del settembre, vi sono stati prelievi straordinari di riserva obbligatoria per circa 800 e 550 miliardi rispettivamente. In entrambe queste circostanze, come ho già ricordato, le aziende di credito, astenendosi dal rinnovare parte dei buoni ordinari del Tesoro in scadenza a marzo e ad ottobre, hanno accresciuto la propria liquidità di importi superiori a quelli delle riserve prelevate. Analoghi disinvestimenti di buoni hanno consentito alle banche, in maggio, di riacquistare la disponibilità di parte della base monetaria sterilizzata nello stesso mese dal deposito previo.

Disponendo sui tassi delle operazioni di rifinanziamento aumenti di sei punti all'inizio dell'anno e di tre in settembre, si è reso effettivamente penalizzatore il costo del ricorso all'Istituto di emissione, mentre si sono scoraggiate le aziende di credito dall'utilizzare la liquidità detenuta nella forma del conto corrente di anticipazione ordinaria. Questi aumenti hanno altresì corrisposto alla necessità di contrastare l'uscita di valuta con un rapido rialzo dei tassi a breve termine.

Nel mese di ottobre, la difficoltà di contenere attraverso il controllo della base monetaria lo sviluppo del credito nel breve periodo ha indotto alla reintroduzione di limiti all'accrescimento degli impieghi bancari.

Dal punto di vista delle tecniche del governo monetario, il significato principale della vicenda dell'anno passato è che il ricorso a strumenti coercitivi accanto a quelli di mercato, che ha caratterizzato l'azione di questi ultimi anni, ha raggiunto un punto critico oltre il quale è spesso controproducente. Il mantenimento di un accettabile grado di controllo impone di privilegiare l'una o l'altra delle due categorie di strumenti: e per il raggiungimento in tempi molto brevi di obiettivi sulla base monetaria o sui tassi

d'interesse l'impiego di strumenti coercitivi è spesso scarsamente efficace, oltre a provocare effetti nocivi sulla struttura finanziaria.

All'ampliarsi della quota del disavanzo del Tesoro coperta con i titoli a breve, si è venuta allargando sul fronte dei tassi una zona che, per propria natura, è soggetta ad ampie oscillazioni, mentre gli operatori bancari e non bancari si sono dotati di riserve di liquidità secondaria che facilmente trasformano in base monetaria quando ne ravvisino la convenienza. Sotto la spinta dell'inflazione degli anni settanta, d'altra parte, gli uffici operativi degli intermediari finanziari e i tesorieri delle grandi imprese si sono organizzati per trarre vantaggio da frequenti mutamenti dei tassi.

In un contesto siffatto, nel quale i mercati monetari e valutari offrono redditizie occasioni d'investimento di brevissimo termine, sarebbe imprudente pensare che disposizioni amministrative sul credito possano rendere superfluo il controllo della base monetaria, o che tale controllo possa normalmente affidarsi ad atti di coercizione sugli usi della stessa, quali le variazioni del coefficiente di riserva obbligatoria o il deposito previo. Essi sono inevitabilmente più lenti, più imprecisi e meno efficaci degli interventi che l'Istituto di emissione può quotidianamente effettuare quale banca che opera nel mercato. Questi interventi, d'altra parte, realizzano tanto meglio le loro finalità quanto più sono svolti in un mercato efficiente, nel quale la tesoreria delle aziende di credito sia amministrata con l'intento di economizzare fondi improduttivi, e quanto più sono condotti secondo le procedure e le modalità operative del mercato stesso.

Lungo queste linee, la Banca d'Italia ha introdotto nel 1976 la possibilità di regolamento accentrato delle operazioni con le aziende di credito. Inoltre, alla fine dell'anno, essa ha adottato criteri di maggiore flessibilità nelle proprie operazioni in BOT: invece di essere determinate dall'applicazione di un sistema di scarti fissi ai prezzi di aggiudicazione dell'asta più recente, ora le condizioni vengono modificate con frequenza in relazione agli obiettivi di breve periodo di base monetaria e tenendo conto delle tendenze espresse dal mercato. Grazie anche a questi criteri d'intervento, l'Istituto di emissione ha ceduto BOT lungo tutto il mese di gennaio e in febbraio di quest'anno, e nuovamente, in misura anche maggiore, lungo quelli di aprile e maggio, evitando che le eccedenze di base monetaria stagnassero a lungo nel sistema bancario per trovare solo nel momento dell'asta un'occasione di proficuo investimento.

Siffatte innovazioni possono risparmiare agli operatori improvvisi atti di coercizione sulla base monetaria, ma non bastano purtroppo a rendere superflui altri congegni di controllo diretto del credito sperimentati in questi anni. Nonostante che tutta la gamma di detti strumenti sia oggi in vigore, rimaniamo consapevoli della gravità delle distorsioni che la concorrenza bancaria e l'allocazione delle risorse subiscono dall'imposizione di una misura uniforme a situazioni aziendali che sono diverse e che devono potersi evolvere secondo dinamiche distinte. Il vincolo di portafoglio ha il duplice inconveniente di condurre all'uniformità le strutture degli attivi bancari e di spostare il collocamento dei titoli dal pubblico alle aziende di credito, con ciò esasperando il carattere di monocultura assunto dalle attività finanziarie delle imprese e delle famiglie. Il massimale, d'altra parte, produce l'effetto di congelare le quote di partecipazione delle singole aziende di credito al mercato degli impieghi bancari. La spinta all'uniformità degli attivi e la rigidità imposta alle quote di mercato degli impieghi alterano inoltre le condizioni di concorrenza sul mercato dei depositi; il loro congiunto operare può addirittura creare conflitti interni al sistema dei vincoli.

Il ritorno a più stabili equilibri negli assetti fondamentali della nostra economia permetterà di correggere le distorsioni accumulate nel corso di questi anni. Ma conviene non trascurare le occasioni di apportare qualche miglioramento al sistema dei controlli mentre esso è in vigore. Per quanto in particolare riguarda i massimali sugli impieghi bancari, nel rinnovarli per il periodo dall'aprile 1977 al marzo 1978 si è cercato di rispettare maggiormente la diversa dinamica presentata dai singoli istituti, modificando il calcolo della base di riferimento e passando da un controllo mensile a uno bimestrale.

LA VIGILANZA SULL'ESERCIZIO DEL CREDITO

La diffusione dei vincoli amministrativi all'attività creditizia è fra le condizioni che definiscono i contenuti dell'attività di vigilanza e ne hanno accresciuto l'impegno.

La legge affida all'organo di vigilanza il compito di difendere il risparmio, almeno nella sua espressione nominale, e di controllare che l'esercizio del credito avvenga nel rispetto delle norme e di quei principi che devono presiedere ad un'amministrazione economica dell'impresa bancaria. La protezione dei depositanti, in

mancanza di altri strumenti, è assicurata dalla preservazione delle unità in cui si articola il sistema creditizio; essa deve essere perseguita sino al punto in cui non venga compromesso l'altro principio, quello di un'efficiente gestione aziendale.

Il perseguire gli obiettivi della stabilità e dell'efficienza del sistema creditizio, compito di per sé non facile per essere gli stessi solo parzialmente compatibili tra loro, diviene più arduo allorché esigenze più generali di politica monetaria impongono il ricorso a provvedimenti amministrativi sui flussi di credito; intrecciandosi con l'ordinaria azione di sorveglianza sugli organismi creditizi, essi possono, nell'immediato, contribuire alla stabilità del sistema, ma finiscono con lo sviluppare effetti contrari all'efficienza.

Nei bilanci delle aziende di credito si riflette un sistema economico in preda all'inflazione: gli attivi e i passivi continuano a gonfiarsi a saggi elevatissimi se computati in termini nominali, ma molto più bassi e talora nulli o negativi se si esclude l'effetto dei prezzi. La composizione delle attività, a sua volta, è l'immagine non solo dello stratificarsi di vincoli sempre più numerosi e frequenti, ma anche del deteriorarsi della struttura finanziaria delle imprese.

La qualità degli impieghi bancari si è impoverita ogni qual volta le aziende di credito sono state poste nella condizione di dover assicurare il finanziamento delle perdite industriali, talvolta provocate da provvedimenti amministrativi che bloccano i prezzi dei prodotti a livello molto più basso dei costi di produzione. Il principio della sopravvivenza assicurata all'impresa affidata tende quindi a cercare nel credito il suo sostegno di breve periodo e nell'inflazione continuata la soluzione a più lungo termine. Ne risultano una dequalificazione dell'attività bancaria, ridotta talvolta a una forma di intervento assistenziale, e un'apparente floridezza del sistema bancario i cui bilanci si espandono e i cui conti economici pongono in luce utili in parte scritturali per il diffondersi delle posizioni incagliate. Anche se su di queste è tenuto a liquidare gli interessi, il prudente amministratore non può non provvedere ad accantonamenti precauzionali.

La responsabilità se effettuare o no il singolo finanziamento è e deve rimanere affidata, in un sistema con pluralità di centri e di livelli decisionali, all'azienda di credito; quest'ultima deve essere libera da condizionamenti impropri e, nei limiti dettati

dall'interesse pubblico, non assoggettata a troppi obblighi da parte delle stesse autorità di vigilanza. Sembra quindi ingiusto addossare oggi al settore bancario la responsabilità per i finanziamenti fatti a imprese pubbliche o private che si trovano in istato di dissesto, senza tener conto dei limiti che alla discrezionalità del banchiere si sono di volta in volta posti in nome d'interessi generali o particolari, di lungo e, più spesso, di breve periodo.

Condizionamenti all'erogazione del credito potrebbero derivare a favore di alcuni gruppi di prenditori anche dal fatto che questi sono in grado di influire sulla composizione e quindi sugli atteggiamenti degli organi deliberanti delle istituzioni creditizie. In aderenza al principio sancito dalla legge bancaria che considera la funzione creditizia d'interesse pubblico, l'organo di vigilanza sta rivedendo criticamente alcuni tipi di assetto proprietario che potrebbero, almeno potenzialmente, favorire una distribuzione di risorse creditizie in funzione di legami di gruppo. Da tali preoccupazioni discende la preferenza espressa dall'organo di vigilanza perché non s'accresca il numero delle aziende di credito direttamente o indirettamente controllate dall'industria e possibilmente lo si riduca qualora se ne presenti l'opportunità.

Anche con riferimento alla parte pubblica del sistema bancario, si nutrono analoghe apprensioni. Sembra giunto il momento di por mano a una revisione dei meccanismi per le designazioni e per le nomine bancarie che assicuri maggiormente il rispetto dell'esigenza di difendere l'autonomia della funzione creditizia. Il mantenimento di un sistema basato sulla divisione di responsabilità richiede, entro le direttive fissate dagli organi pubblici, piena libertà per gli amministratori degli enti creditizi nell'assumere rischi, tanto più certa quanto più la designazione degli stessi ubbidisca a criteri di capacità professionale e non sia affidata alla mera discrezionalità degli organi cui spetta il potere d'indirizzo.

La difesa dell'efficienza nella parte pubblica del sistema creditizio si effettua anche evitando che la medesima persona sia chiamata a ricoprire cariche amministrative o sindacali in enti che non hanno tra loro alcun collegamento patrimoniale e soprattutto rinnovando puntualmente alla scadenza del mandato gli organi amministrativi e di controllo. Il dibattito parlamentare e quello che si svolge nella pubblica opinione hanno portato a individuare alcuni requisiti che dovrebbero essere posseduti dai candidati a

ricoprire posti di responsabilità nelle istituzioni creditizie pubbliche, ma il numero delle cariche vacanti e di quelle rette in regime di *prorogatio* continua ad accrescersi. Per rendere operativo il principio della regolare ricostituzione degli organi sociali potrebbe essere attribuito all'autorità di vigilanza il compito di nominare, in via sostitutiva e temporanea, un amministratore o un controllore straordinario, qualora la *prorogatio* ecceda un predeterminato limite.

In tema di espansione territoriale delle aziende di credito e di costituzione di nuovi intermediari creditizi, l'esperienza di altri paesi mostra che una completa liberalizzazione della materia dà luogo a un aggravamento dei costi che si ripercuote sul livello dei tassi praticati alla clientela. In conformità all'indirizzo dettato dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, la vigilanza ha elaborato criteri che tengono soprattutto conto dell'esigenza di aumentare la produttività del sistema e, dove ritenuto necessario, il livello di competitività al fine di renderlo più uniforme; un maggiore posto alle esigenze di concorrenzialità ci viene oggi richiesto anche dalle sedi comunitarie, dove è in corso di preparazione una direttiva per il coordinamento della legislazione bancaria.

La razionalizzazione del sistema bancario nella sua articolazione territoriale richiede soprattutto una redistribuzione della rete degli sportelli la quale potrebbe avere un moderato aumento in relazione allo sviluppo economico delle singole zone e alla connessa domanda di servizi bancari e di pagamento. In quest'opera di riordinamento potrebbero trovare soddisfazione talune istanze, avanzate da quelle componenti del sistema bancario la cui crescita richiede il superamento di tradizionali ambiti locali o la presenza nei maggiori centri finanziari del Paese.

Per le aziende di credito, in particolare, le citate esigenze divenute ora prevalenti rispetto a quella, peraltro non trascurata, della diffusione dei servizi bancari su tutto il territorio nazionale vengono valutate sulla base di parametri quantitativi che sono impiegati nella selezione delle richieste sia di apertura di sportelli sia di costituzione di aziende di credito a carattere locale.

Particolare attenzione è stata dedicata al rafforzamento patrimoniale degli intermediari creditizi. Nel settore del credito speciale tale azione è stata perseguita sia attraverso un maggiore equilibrio, quanto a scadenze, tra attivo e passivo degli

intermediari con l'estensione a tutte le categorie di istituti dell'accesso agli strumenti di provvista a lungo termine, sia mediante l'introduzione di limiti massimi nel rapporto tra raccolta e mezzi patrimoniali. Nel settore del credito ordinario, invece, le aziende di credito sono state incoraggiate a rafforzare il proprio patrimonio, facendo da esso dipendere una maggiore autonomia operativa.

Analoga azione nel comparto degli intermediari specializzati si è estrinsecata mediante l'ampliamento della competenza territoriale, in particolare nel settore dei finanziamenti all'edilizia dove più pressanti si manifestano le istanze anche di ordine sociale, e attraverso l'alleggerimento di vincoli amministrativi.

Un passo verso la razionalizzazione del credito agevolato è stato compiuto con l'introduzione di un meccanismo di adeguamento automatico dei tassi riconosciuti agli istituti, che evita soluzioni di continuità nell'erogazione del credito e soddisfa l'esigenza delle imprese di disporre dei finanziamenti in relazione allo stato di avanzamento delle opere. Al fine poi di ottenere con il vincolo di portafoglio il massimo effetto di sostegno degli investimenti, lo strumento dell'autorizzazione è stato utilizzato per favorire le emissioni necessarie nel breve periodo all'esecuzione degli impegni assunti dagli intermediari.

Al compito di promuovere gli indirizzi di politica monetaria e creditizia e di dare loro attuazione si accompagna quello di controllare l'esecuzione delle disposizioni e di valutare le condizioni patrimoniali, finanziarie, economiche e organizzative delle singole istituzioni creditizie. Anche se non in maniera esclusiva, questa funzione di controllo si esplica mediante un'azione ispettiva la cui finalità non può essere che quella di difendere i depositanti attraverso un attento apprezzamento dello stato e della qualità degli impieghi e in genere degli averi dell'istituzione creditizia.

Nell'esercizio dell'attività di controllo possono incidentalmente emergere fatti, che presentano profili di irregolarità penalmente sanzionabili, dei quali il Governatore è tenuto a fare rapporto all'autorità giudiziaria. L'intrinseca delicatezza della materia ha spinto l'organo di vigilanza a predisporre strutture organizzative che consentano la valutazione collegiale, al massimo livello di responsabilità tecnica e giuridica, di tutte le irregolarità di cui si viene a conoscenza nell'azione di sorveglianza. Nei casi in cui si

assume la decisione di informare il magistrato, essa discende da un riscontro obiettivo tra la fattispecie e l'astratta previsione della norma penale.

I rapporti con la magistratura sono improntati ad una doverosa collaborazione; essi si estrinsecano soprattutto nella messa a disposizione di personale esperto cui i giudici intendono affidare incarichi peritali nei settori della moneta e del credito, nonché nel fornire, in relazione a procedimenti penali in corso, notizie, informazioni e dati utili ai fini di giustizia di cui l'Istituto sia in possesso.

Nello svolgimento della nostra azione di vigilanza siamo aiutati dalla leale collaborazione che soprattutto durante le ispezioni viene offerta dalle istituzioni creditizie. Un clima di fiducia reciproca e il riconoscimento delle rispettive sfere di responsabilità sono essenziali al raggiungimento degli scopi che le visite presso le aziende si prefiggono. Anche tali occasioni servono a trasmettere esperienze e innovazioni che, nonostante gli stimoli concorrenziali, non si diffondono con la necessaria speditezza, almeno fra le unità minori. E dei molti legami diretti e indiretti che la Banca centrale ha con le istituzioni creditizie lo scambio di esperienze è tra quelli che sono venuti acquistando importanza preminente negli ultimi anni.

Signori Partecipanti,

all'inizio di queste considerazioni ho sottolineato la diversità dei risultati che, negli anni seguiti alla crisi del petrolio, i paesi industriali hanno raggiunto nella lotta all'inflazione e nel ristabilimento dell'equilibrio esterno. Il processo attraverso il quale si è avvicinato o realizzato il conseguimento di questi due obiettivi è stato dovunque doloroso, comportando soste od arretramenti nel miglioramento del tenore di vita e nello sviluppo dell'occupazione. Da noi esso è stato anche più faticoso che altrove, svolgendosi con ritmo disuguale e nell'insieme più lento, e ciò in buona parte, ma non soltanto, a causa dell'entità del peggioramento delle ragioni di scambio con l'estero. Assunto l'equilibrio della bilancia dei pagamenti come un vincolo, il problema che il Paese ha davanti a sé per i prossimi anni, quale appare da questa sede, è quello di realizzare il controllo dell'inflazione mediante una scelta di politiche che non incida sul

flusso delle risorse reali, che anzi lo accresca rispetto a quello ottenibile in presenza d'inflazione.

L'esigenza di orientare a questo fine le azioni di politica economica deriva anche dalla preminenza che esso ha assunto nella rosa di obiettivi degli altri paesi industriali. Quando la più forte economia dell'Europa occidentale punta ad iscrivere un 3 davanti alla virgola del dato che esprime l'aumento percentuale dei prezzi in ragione d'anno, noi non possiamo continuare ad iscrivervi un numero cinque volte maggiore senza pregiudicare il mantenimento della nostra apertura agli scambi internazionali, commerciali e finanziari, in un ordinato assetto di cambi.

Purtroppo, lo spazio aggiuntivo che si verrà creando nei prossimi anni dal lato del flusso delle risorse reali, per colmare il disavanzo esterno e consentire in seguito una crescente destinazione di mezzi agli usi interni, è più limitato che negli anni cinquanta e sessanta. Ciò aggiunge difficoltà al controllo dell'inflazione, perché abbassa il punto oltre il quale la domanda di incrementi nei redditi monetari da parte dei gruppi sociali non trova capienza nelle risorse addizionali disponibili per gli usi interni ed espande, quindi, l'eccesso di potere d'acquisto da assorbire con l'aumento dei prezzi.

Mentre ancora nel decennio 1964-1973, pur contrassegnato in non pochi anni da gravi difficoltà congiunturali, il tasso di sviluppo dell'economia in termini reali fu di poco inferiore al 5 per cento, negli ultimi tre anni esso è disceso al 2 per cento. Data la rigidità del costo del lavoro, è da presumere che il perseguimento degli obiettivi di riallineare il saggio di inflazione a quello medio degli altri paesi dell'OCSE e di conseguire nelle partite correnti prima l'equilibrio e poi i saldi attivi con i quali rimborsare una parte dei prestiti esteri, non consentirà, ferme le attuali ragioni di scambio tra manufatti e materie prime, di superare nei prossimi anni tassi di sviluppo annui dell'ordine del 3 per cento.

Lo sviluppo del reddito qui prefigurato è quello consentito dal vincolo esterno; esso è inferiore a quanto sarebbe compatibile con la disponibilità dei fattori della produzione: il divario fra sviluppo effettivo previsto e sviluppo potenziale è il prezzo che occorre pagare finché non siano modificate in modo stabile la propensione all'importazione e la capacità di esportazione. La modifica di questi parametri comporta un forte impegno nelle politiche di struttura volte a risanare la finanza pubblica, a

promuovere ed orientare la formazione del capitale. La loro attuazione presenta gravi difficoltà e richiede tempi necessariamente lunghi. Ma non esistono alternative coerenti con la scelta di mantenere il carattere aperto e di mercato della nostra economia, che costituisce esso stesso, per altri versi, una condizione necessaria alla innovazione e allo sviluppo.

Nella fase ora avviata di graduale riassorbimento del disavanzo esterno, le banche hanno svolto un ruolo il quale ha fatto sì che dallo scorso autunno quel disavanzo non abbia pesato né sulle riserve né sul cambio: rispetto alla fine di ottobre le riserve in valuta sono anzi aumentate di circa 2,5 miliardi di dollari.

L'afflusso di finanziamenti esteri ottenuto dal nostro sistema bancario ha svolto effetti indiretti di rilievo non minore: la creazione di lire che ne è seguita ha assicurato un ampio flusso di fondi alla sottoscrizione di buoni del Tesoro, riducendo quindi, per dato tasso d'interesse, il finanziamento monetario del disavanzo pubblico. Esso ha anche evitato che al primo impatto sui prezzi dell'aumento dell'imposizione indiretta e delle tariffe si sovrapponesse quello di uno scivolamento del cambio.

All'inizio di quest'anno, si aveva ragione di temere che in particolare dopo l'abolizione del diritto speciale si sarebbe creata sul mercato delle valute, lungo tutti i mesi primaverili, una congiuntura pericolosa, nella quale la domanda derivante dal disavanzo corrente e dalla regolazione dei debiti commerciali incorsi nei mesi precedenti avrebbe trovato alimento nella creazione di liquidità dovuta alla liberazione del deposito previo. Invece, dall'aprile il disavanzo valutario è stato finanziato più che per intero dall'indebitamento bancario all'estero, e la liquidità creata dall'afflusso netto di valuta e dalla liberazione del deposito è stata nella maggior parte convogliata al Tesoro. Tra la fine di marzo e il 27 maggio, il portafoglio di buoni del Tesoro detenuto dalle aziende di credito e dal pubblico è aumentato di quasi seimila miliardi di lire, soprattutto per effetto delle vendite sul mercato secondario da parte del nostro Istituto, superando i 18 mila miliardi. I meccanismi di regolazione della liquidità attraverso il mercato hanno quindi manifestato una sensibile efficacia.

Da questo accostamento tra le prospettive di medio periodo e le più recenti vicende ritengo che sia legittimo trarre un invito e un riconoscimento che propongo a suggello di questa mia lettura.

Sulla strada della riconquista di equilibri finanziari più stabili, nella quale siamo impegnati, le banche hanno gettato un ponte; il ponte dell'indebitamento a breve termine che in esse s'incentra: del Tesoro e delle imprese verso le banche, delle banche verso l'estero e verso il pubblico. È sopra l'ampiezza e sopra una sufficiente stabilità di questa struttura che si reggono la situazione monetaria esterna e quella interna del Paese. In una condizione siffatta la credibilità del sistema bancario si pone come un interesse generale prioritario, di cui ci diamo cura, ma del quale devono darsi ugualmente e massimamente cura tutti gli altri poteri che variamente concorrono a determinare la conduzione delle aziende e degli istituti di credito, l'assetto dei loro bilanci, le risultanze dei loro conti economici.

L'affidabilità di credito delle banche è anche il risultato dei loro comportamenti, dell'immagine che esse offrono. Per averla saputa conservare e sviluppare presso il pubblico e all'estero, rendendo al tempo stesso un servizio alla collettività, esse hanno bene meritato del Paese, in un momento cruciale del suo divenire.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1977

Signori Partecipanti,

L'illustrazione dei fatti amministrativi, del bilancio e del conto d'esercizio della Banca costituisce oggetto di un apposito capitolo della Relazione che vi è stata distribuita, al quale per ragioni di tempo si fa anche quest'anno rinvio. Come detentori del capitale dell'Istituto di emissione e in qualità di esercenti il credito, voi siete in duplice veste partecipi di problemi che attengono all'interesse generale e protagonisti di attività di cui esso assegna la direzione o definisce il contorno: cosicché se l'equilibrio dei conti d'esercizio costituisce, per noi e per voi, il momento di riscontro della economicità delle coordinazioni di uomini, mezzi materiali e finanziari attuate all'interno delle nostre aziende, è legittimo che in questa adunanza il discorso abbia ad incentrarsi piuttosto sui problemi dell'azienda Italia.

Prima di venire ai quali desidero tuttavia esprimere alla compagine del personale della Banca il riconoscimento che le è dovuto per aver fronteggiato con impegno un carico di lavoro che il movimento economico del Paese, la legislazione, la congiuntura valutaria e creditizia, hanno ancora in varie direzioni accresciuto, in un periodo di accelerato ricambio di generazioni nell'Istituto e con una diminuzione di 64 unità nella consistenza del personale rispetto all'esercizio precedente. Anche se le cessazioni dal servizio, che negli ultimi anni avevano registrato punte elevate, sono venute riducendosi, è stato necessario sviluppare, ed è ancora in corso, un notevole programma di assunzioni, con selezioni effettuate, pur su numeri massicci, in tempi tecnici molto rapidi.

La richiesta di collaborazione e di consultazione da parte degli organi dello Stato si è intensificata di pari passo con la tendenza a più frequenti interventi pubblici per orientare l'azione degli intermediari finanziari. Ampio contributo è stato dato alla definizione normativa di vari problemi creditizi; l'attività ispettiva sull'esercizio del credito si è indirizzata in misura accresciuta agli istituti maggiori; quella valutaria ha richiesto più numerosi e penetranti adempimenti.

Si è fatto fronte a notevoli incrementi di lavoro per l'aumentato movimento delle casse; per gli interventi intesi a rafforzare la sicurezza dei valori e delle persone; per le sopravvenute esigenze legislative in materia di rimborso di crediti d'imposta con vaglia cambiari della Banca e di versamenti in Tesoreria degli aumenti retributivi dipendenti da variazioni del costo della vita.

È realizzata la meccanizzazione della contabilità dell'Amministrazione centrale; le operazioni dei movimenti in titoli presso le stanze di compensazione possono ora eseguirsi in forma automatica e accentrata; esistono i presupposti concreti per la gestione accentrata dei titoli mobiliari.

A questo serio impegno il personale viene chiamato in un quadro di livellamento economico fra gruppi diversi di lavoratori il quale gli ha imposto non solo un arresto, ma un sensibile arretramento nella posizione retributiva espressa in termini reali. Questo movimento verso una maggiore parità di condizioni, accelerato oltre il dovuto dall'insufficiente controllo dell'inflazione, rende imperativa l'esigenza di mantenere operanti procedure di selezione e di avanzamento fondate sulla giusta valutazione del merito.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

Nel loro andamento recente le economie industriali hanno mancato l'obiettivo di trasformare la ripresa in un'espansione regolare e sostenuta del reddito e degli scambi.

Nell'insieme dei paesi dell'OCSE, lo sviluppo si è adagiato, lungo i trimestri centrali del 1977, su tassi annui inferiori al 3 per cento. Solo il ricorso, durante l'estate, a misure fiscali dai temporanei effetti espansivi ha permesso la realizzazione di una crescita, per l'intero 1977, del 3,6 per cento in termini reali, inferiore a quella dell'anno precedente (5,2 per cento) ed insufficiente a consentire un adeguato grado di utilizzazione dei fattori produttivi. Il numero dei disoccupati supera i 16 milioni, quasi la metà dei quali è al di sotto dei 25 anni. L'incremento degli investimenti fissi resta inferiore a quello occorso nelle fasi espansive dei precedenti cicli post-bellici.

Il tasso d'inflazione, misurato sui prezzi al consumo, ha ecceduto di circa mezzo punto quello di 8,7 per cento registrato nel 1976. Questa sia pur lieve accelerazione si è innestata, quindi, su un tasso già troppo elevato, sebbene notevolmente inferiore al massimo del 13,6 per cento toccato nel 1974. In presenza di una dinamica salariale mediamente in leggera decelerazione, dall'11 per cento del 1976 al 10, la modestia dello sviluppo produttivo ha ostacolato un ulteriore rallentamento dell'inflazione, frenando la crescita della produttività e accentuando quella dei costi del lavoro per unità di prodotto. Questi ultimi, nell'industria manifatturiera dei principali paesi, si sono accresciuti in media del 6 per cento, rispetto al 3 del 1976. Alla formazione della media concorre l'economia italiana, ma da una posizione fortemente distaccata: da noi, infatti, l'incremento dei costi unitari è stato triplo rispetto all'insieme degli altri paesi, nonostante una fiscalizzazione degli oneri sociali.

La lentezza dell'espansione è in notevole misura attribuibile ad alcuni paesi in cui la favorevole condizione della bilancia dei pagamenti avrebbe consentito un maggiore slancio produttivo. La crescita della domanda interna è stata infatti conforme ai programmi negli Stati Uniti, ma inferiore nella Germania federale e in Giappone. Questi due paesi hanno conservato l'uno, fortemente accresciuto l'altro, l'avanzo dei pagamenti correnti.

In presenza di uno sviluppo degli scambi internazionali limitato al 4 per cento, i paesi in disavanzo hanno potuto migliorare i loro conti con l'estero soltanto dimezzando il tasso di crescita rispetto al 1976. Il ridotto sviluppo del commercio mondiale è da ricondurre anche alla scarsa espansione delle economie dei paesi socialisti e a fenomeni di neo-protezionismo strisciante che a loro volta trovano radice nel basso tasso di crescita. Lo stato di grave disoccupazione della mano d'opera assegna costi economici e sociali, ritenuti insopportabili, all'adattamento delle strutture produttive, che però sarebbe richiesto sia dall'instaurarsi di nuovi rapporti di prezzo tra prodotti industriali e prodotti primari, sia dall'affermarsi di nuovi centri di produzione industriale.

Nelle sedi internazionali, l'intento di ridare slancio all'economia mondiale è stato perseguito dapprima investendo gli Stati Uniti, la Germania federale e il Giappone del ruolo di «locomotive» della espansione; per gli ultimi due paesi ciò implicava la realizzazione di tassi di sviluppo superiori a quelli che i responsabili della loro politica

economica sono stati in grado di conseguire o hanno trovato in sé la disposizione a perseguire. In una seconda fase, sul finire dell'anno, una meno netta contrapposizione di ruoli è stata ricercata con la proposta di un'azione «concertata» di sostegno alla domanda, con partecipazione graduata ma diffusa.

L'esigenza di un miglior coordinamento tra le maggiori economie va oltre gli aspetti congiunturali. Pur collocandosi su una tendenza decrescente, l'avanzo di parte corrente dell'OPEC, al di là delle oscillazioni che subisce in relazione a quelle dell'attività economica dei paesi industriali, resta il dato di fondo. Entro la cornice, comune alle economie industriali, di peggiorate ragioni di scambio e di difficoltà nella riallocazione delle risorse, rimane irrisolto il problema della definizione, da parte dei maggiori paesi, di linee di politica economica atte a realizzare, all'interno dell'area OCSE, una distribuzione del disavanzo corrente che solleciti il miglior utilizzo delle risorse e favorisca il processo di accumulazione.

La caduta degli investimenti nel 1974-75 ha riflesso l'ampiezza della recessione: politiche monetarie stabilizzatrici e un'accentuata propensione delle famiglie alla liquidità hanno accresciuto i rischi finanziari delle imprese e contribuito a far cadere l'utilizzazione della capacità produttiva. Successivamente la ripresa dell'accumulazione è stata rallentata dal persistere di mediocri attese di profitto e da una diffusa incertezza sulla stabilità della domanda, in termini di volume e di composizione, e sui prezzi relativi dei prodotti e dei fattori. Minore è stata l'influenza della struttura delle passività finanziarie: dopo il 1975, in diversi paesi le imprese hanno potuto realizzare condizioni più vicine a quelle di equilibrio; l'Italia costituisce, anche sotto questo aspetto, un'eccezione.

L'azione necessaria per uscire da questo stato e ridare slancio all'investimento privato sembra doversi collocare su più piani. Si tratta di imprimere una dinamica più sostenuta e regolare alla domanda globale; di ridurre l'incertezza sugli andamenti del costo del lavoro, con interventi moderatori di politica dei redditi; di definire alcune grandi linee della composizione della domanda agendo sulla struttura della spesa pubblica; di preordinare al rilancio degli investimenti la politica fiscale, nella definizione della pressione tributaria sui profitti lordi in termini reali.

Dalla difformità finora prevalsa nei criteri di gestione della domanda interna sono derivati squilibri la cui maggiore espressione nello scorso anno è stato il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, stimato in 20 miliardi di dollari, e superiore a quello complessivamente accumulato nel quinquennio 1970-74. All'impatto dello sfasamento ciclico rispetto alle altre maggiori economie si è sommato l'effetto di fattori strutturali: in primo luogo l'espansione del disavanzo energetico, che si riflette nell'accrescimento delle importazioni americane di petrolio da 3 miliardi di dollari nel 1971 a 41 nel 1977.

In questo scenario si sono sviluppate forti pressioni sul dollaro, amplificate da flussi di capitali che hanno assunto dimensioni assai elevate soprattutto nell'ultimo trimestre del 1977 e nel primo dell'anno corrente. Della debolezza del dollaro è dato cogliere ripercussioni di vario senso sugli interventi regolatori del mercato dei cambi, sul costo degli approvvigionamenti di petrolio, sui mercati internazionali del credito.

Sul mercato dei cambi, la caduta è stata frenata da una massiccia azione di sostegno, svolta dalle banche centrali dei paesi in avanzo – segnatamente dalla Banca d'Inghilterra, che ha finanziato circa metà del deficit ufficiale degli Stati Uniti – e solo nei primi mesi del 1978 anche dalle autorità americane.

L'apprezzamento di alcune valute tra cui lo yen, il franco svizzero e il marco, derivato anche da afflussi di capitali, è andato molto oltre la misura corrispondente al minor tasso di inflazione delle rispettive economie e ne ha quindi ridotto la competitività, sviluppando pressioni recessive e smorzando gli impulsi alla loro ripresa endogena.

La caduta della moneta americana non ha provocato paralleli aumenti nel prezzo in dollari del greggio: per l'effetto congiunto della stasi dell'economia mondiale e dello sfruttamento di nuovi giacimenti si è verificata infatti una temporanea eccedenza dell'offerta.

Attraverso l'eccezionale espansione dei mercati finanziari internazionali, la valuta americana ha non solo conservato, ma addirittura accentuato la sua funzione nei rapporti di credito: su questi mercati i 4/5 circa dei contratti bancari attualmente in essere e i 3/5 dei titoli emessi negli ultimi quattro anni sono stilati in dollari. La caduta

del dollaro ha dato luogo a un rilevante effetto di redistribuzione della ricchezza a livello mondiale. Il valore reale dell'indebitamento delle aree deficitarie è diminuito; il problema dell'indebitamento internazionale nel corso del 1977 è stato quindi in qualche misura alleviato, anche perché, con un ridotto saldo attivo OPEC, il forte disavanzo degli Stati Uniti ha consentito una diminuzione di quelli delle altre aree e segnatamente dei paesi in via di sviluppo non petroliferi.

La precarietà degli equilibri raggiunti nell'anno decorso è peraltro insita nel fatto che la contrazione dell'onere petrolifero e la caduta del dollaro sono collegate all'insoddisfacente ritmo di sviluppo registrato dall'economia mondiale. Un'ulteriore svalutazione, che fosse anticipata dagli operatori, potrebbe portare a una progressiva riduzione del ruolo della valuta americana come unità di conto internazionale; d'altra parte, l'intento di evitare perdite potrebbe indurre i detentori di attività finanziarie in dollari a una loro notevole diversificazione, di cui si è avuto recentemente qualche accenno. Rilevanti spostamenti nella distribuzione per valute dell'esistente volume di liquidità internazionale creerebbero una grave e forse non dominabile instabilità nei mercati. L'espansione dell'intermediazione bancaria internazionale è venuta attivando, per importi elevatissimi, meccanismi finanziari ad alta elasticità rispetto ai rendimenti attesi, non sottoposti a controlli quantitativi e qualitativi unificati e mancanti di un ben individuato e responsabile prestatore di ultima istanza. Inoltre, all'interno di questo sistema internazionale di intermediazione bancaria si è venuta operando una sostanziale trasformazione di scadenze intesa a servire ad un tempo la spiccata preferenza per la liquidità dei depositanti e l'oggettiva esigenza di finanziamento a lungo termine di molte aree.

L'argomento secondo cui la crescita della liquidità ufficiale avrebbe dato alimento all'inflazione mondiale non appare giustificato. I cambi flessibili hanno restituito ai processi di espansione monetaria e di inflazione caratteristiche nazionali, tanto che proprio i paesi industriali in avanzo hanno mostrato la maggiore decelerazione di prezzi e costi. Inoltre il balzo dei prezzi del petrolio ha spinto le autorità monetarie di molti paesi a neutralizzare le ripercussioni deflazionistiche degli insorgenti disavanzi ricorrendo all'indebitamento ufficiale. Alla regolazione dei saldi passivi mediante

impiego di riserve si è in notevole misura sostituito il loro finanziamento con accensione di debiti.

In assenza di politiche concordate sul riciclaggio di fondi, l'indebitamento bancario sul mercato internazionale ha svolto un ruolo antideflazionistico piuttosto che inflazionistico. Anche i timori che il credito privato, in quanto non condizionale, avrebbe ritardato il processo di aggiustamento interno nei paesi in deficit, si sono dimostrati eccessivi: le banche hanno evitato di concedere finanziamenti a quei paesi che mostravano insoddisfacenti segni di ristabilimento dell'equilibrio interno ed esterno.

Queste positive valutazioni non intendono sminuire il problema della intermediazione dei fondi e l'altro della creazione e utilizzo della liquidità internazionale. Lo scorso anno venne sottolineata in questa sede la necessità di ampliare il ruolo della componente ufficiale nei flussi internazionali di credito, e di contenere il processo di trasformazione delle scadenze. Si avverte l'esigenza di accordi che definiscano un corretto rapporto tra meccanismi di finanziamento e obiettivi e metodi di aggiustamento interno. Entro questo contesto si dovrebbe collocare un programma di azione negoziata riguardante la distribuzione e l'utilizzazione della liquidità internazionale, che valesse a regolare il volume e le forme del reinvestimento delle riserve ufficiali nei mercati privati bancari in presenza di quella fonte di liquidità «ad alto potenziale» che continua ad essere costituita dal disavanzo ufficiale degli Stati Uniti.

Le esperienze recenti sembrano dimostrare che le variazioni nei tassi di cambio non sono in grado di risolvere simultaneamente i problemi di liquidità e di aggiustamento strutturale, come era stato asserito dai fautori dei cambi liberi. Tali esperienze appaiono invece confermare le tesi di chi sostiene che, se la flessibilità dei cambi può contribuire al processo di aggiustamento, non è tuttavia in grado di indurre flussi di capitali a carattere stabilizzante, atti ad eliminare il bisogno di liquidità ufficiale. In queste circostanze si comprendono gli sforzi intesi a ricercare le condizioni per poter muovere verso schemi di flessibilità limitata, accompagnati da modifiche ai meccanismi di creazione e distribuzione della liquidità internazionale. La rilevanza immediata di questi problemi ne ha sollecitato l'approfondimento sia sul piano

mondiale, presso il Fondo monetario internazionale, sia su quello europeo, in sede comunitaria.

Un rafforzamento degli schemi di liquidità e di finanziamento all'interno della Comunità ha già avuto luogo. Sono ora in esame proposte volte ad attuare un ulteriore incremento delle disponibilità connesse ai meccanismi finanziari, sia a breve sia a medio-lungo termine, inerenti ad accordi evolutivi sul coordinamento economico e monetario e sui rapporti di cambio, all'interno della Comunità e nei confronti delle altre principali valute. Dalle recenti esperienze e dalle riflessioni su queste emerge chiaramente che una opzione europea richiede che ogni singolo paese si imponga, in materia di dinamica salariale, politiche di bilancio e monetaria, linee di condotta compatibili con la stabilizzazione graduale dei rapporti di cambio. La politica di integrazione europea comporta dunque scelte, responsabilità e prospettive che coinvolgono direttamente non solo le autorità monetarie, ma più in generale tutte le parti sociali al fine di permettere l'identificazione e il mantenimento nel tempo di un quadro globale di compatibilità. Occorre che i nuovi suggerimenti di meccanismi atti a favorire la convergenza dei cambi a livello europeo e mondiale tengano conto delle sottostanti realtà economiche, come ammonisce la sorte avversa toccata ad iniziative poste in essere in tempi non lontani.

Nell'anno che segnerà l'elezione del Parlamento europeo a suffragio diretto, il processo di integrazione monetaria dovrebbe incamminarsi per la strada delle realizzazioni concrete: si creerebbero così le basi per un sistema policentrico, che appare maggiormente consono agli sviluppi dei rapporti finanziari internazionali, in cui l'attitudine di singoli paesi a svolgere una funzione guida si è rivelata transitoria o inadeguata.

IL CAMBIO

Nel nostro paese, dopo i gravi sconvolgimenti valutari che si erano manifestati nel 1976, lo scorso anno si apriva in una prospettiva di aggiustamento della bilancia dei pagamenti. L'attesa di un più ordinato corso del cambio si fondava anche sugli effetti di

contenimento della domanda e del credito derivanti dalle misure poste in atto negli ultimi mesi del 1976.

Residuavano talune incertezze, riguardanti gli andamenti di mercato che avrebbero accompagnato la graduale rimozione, lungo i primi mesi dell'anno, delle misure di emergenza che avevano temporaneamente accresciuto in vario modo il costo delle divise.

Le esperienze del periodo immediatamente precedente avevano confermato che, nelle condizioni dell'Italia, le variazioni del cambio esplicano un'efficacia equilibrativa limitata nella misura e nel tempo; dopo un modesto vantaggio iniziale, il rapido aggiustamento dei prezzi interni al cambio tende a determinare una rincorsa su più elevati tassi di inflazione.

In presenza di questa stretta connessione tra prezzi e cambi, la sostanziale stabilità del valore esterno della lira, conseguita lo scorso anno, ha svolto una parte importante nel controllo dell'inflazione. L'uso degli strumenti diretti di governo monetario e il mantenimento di una struttura relativamente elevata di tassi di interesse hanno contribuito a incrementare l'offerta di valuta proveniente dall'indebitamento estero.

Di nuovo, il rafforzamento delle riserve valutarie ha concorso a suscitare e conservare favorevoli aspettative di evoluzione del cambio. In questa stessa direzione operava, del resto, la linea di sostanziale stabilità del valore esterno della lira implicita nel quadro macroeconomico concordato, nella primavera, con il Fondo monetario internazionale e con la Comunità economica europea, nell'ambito delle trattative che hanno condotto alla concessione di nuovi prestiti.

In principio d'anno, l'uscita dal regime delle difese valutarie di emergenza era ancora contrassegnata da qualche tensione: in febbraio e marzo gli interventi in vendita ammontavano a 550 milioni di dollari in buona parte compensati peraltro da un importante investimento estero in Italia. La domanda netta di valuta veniva soddisfatta senza incidenze di rilievo sul cambio. Il bimestre aprile-maggio registrava i primi, importanti afflussi di divise, provenienti dalla maggiore raccolta netta del sistema bancario. In giugno, il miglioramento della situazione valutaria, l'approssimarsi del

periodo stagionalmente favorevole e considerazioni concernenti l'elevato livello di indebitamento verso l'estero raggiunto dalle aziende di credito consigliavano di attenuare gli obblighi di finanziamento in valuta imposti agli esportatori.

Da allora fino a novembre, la cospicua acquisizione di valuta alle riserve ufficiali, ad un cambio sostanzialmente stabile, veniva alimentata dalla formazione di avanzi della bilancia corrente. La buona tenuta della lira era confermata dalla pratica scomparsa del mercato parallelo e dalla riduzione dello sconto sul termine. In questa situazione, altri controlli valutari, riguardanti il turismo e la circolazione all'estero delle banconote italiane, venivano attenuati.

In dicembre, pur persistendo l'avanzo corrente, l'insorgere di incertezze sulla situazione politica e sociale determinava qualche segno di pesantezza che, nonostante il controllo esercitato sul mercato, si rifletteva sul cambio. Così, mentre il tasso ponderato di deprezzamento rispetto al febbraio 1973 era passato da 37 a 38,4 nei primi undici mesi, nel solo dicembre esso peggiorava di un altro punto e mezzo. Contribuiva a questo andamento l'aggravarsi degli squilibri tra la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e le bilance dei paesi forti, che provocava il rapido apprezzamento delle valute di questi ultimi.

Lungo tutto l'arco dei dodici mesi la lira rimaneva praticamente stabile nei confronti del dollaro. La perdita di valore del cambio ponderato con le importazioni risultava inferiore a quella ottenuta con i pesi delle esportazioni a causa della maggiore importanza del dollaro nelle prime. Ne derivava un sollievo alla competitività dei settori esportatori, che in termini di inflazione interna aveva un costo modesto.

Alla fine del 1976 le riserve in valuta prontamente spendibili erano di 2,8 miliardi di dollari, con un debito bancario netto sull'estero che le superava di 200 milioni; un anno dopo esse si misuravano in 7,9 miliardi, con eccedenza di 1,2 rispetto all'indebitamento netto bancario. Alla stessa data il valore di bilancio dell'oro ammontava a 11,3 miliardi di dollari.

Alla base di questi risultati stanno le partite correnti, attive nell'anno per 2,3 miliardi di dollari e, in parte ancora maggiore, i movimenti di capitali a breve intermediati dal sistema bancario, sollecitati sia dal differenziale fra tassi interni ed

esteri sia dai limiti posti allo sviluppo degli impieghi in lire, che hanno spostato parte della domanda della clientela sui crediti in valuta.

Questa domanda si è rivolta al mercato internazionale, nel quale l'ampio disavanzo degli Stati Uniti ha dato luogo a una larga formazione di liquidità in cerca di impiego e al tempo stesso ad una debolezza del dollaro, che sollecitava la disposizione a indebitarsi a breve in quella valuta, al punto che i nostri importatori, nell'assumere questi finanziamenti, hanno in gran parte ritenuto di poter rinunciare alla copertura a termine.

In presenza di un moto inflazionistico pur sempre troppo veloce, la sola alternativa che avrebbe potuto ragionevolmente proporsi alla politica di stabilizzazione del cambio seguita lo scorso anno era quella di un minor volume di interventi in acquisto che avesse consentito l'apprezzamento della lira, privilegiando tra i vari obiettivi il contenimento dell'inflazione. La linea scelta, pur non trascurando questo obiettivo, ne ha contemperato la realizzazione con quella di altri due ritenuti essenziali.

Il primo era rappresentato da un incremento delle riserve che ne adeguasse il livello all'ampiezza dei nostri scambi con l'estero, ormai prossimi ai 100 miliardi di dollari annui, alle necessità connesse con le vicine e importanti scadenze di debiti esteri, all'esigenza di fronteggiare i grossi, subitanei spostamenti di capitali provocati da imprevedibili fattori anche di natura non economica. Le dimensioni del mercato internazionale sono talmente elevate che è sufficiente un movimento relativamente modesto, accentrato su uno o pochi paesi, specie a moneta debole, per creare sconvolgimenti controllabili solo con l'impiego di ingenti disponibilità valutarie.

Il secondo obiettivo era il mantenimento della competitività di una economia che esporta circa la metà del suo prodotto industriale. Una politica di interventi che avesse legato strettamente la lira alle monete di paesi con tassi di inflazione molto più bassi del nostro non avrebbe avuto probabilità alcuna di sviluppare da sola un effetto moderatore dei prezzi tale da convalidare *ex post* il corso assegnato al cambio. La linea meno ambiziosa che è stata seguita ha mantenuto gli andamenti della lira in prossimità di quelli delle due altre grandi monete europee che si sono anch'esse dissociate dal cosiddetto «serpente», ossia fondamentalmente dal marco tedesco.

Nei primi quattro mesi dell'anno in corso, gli interventi in acquisto, pari a 1.300 milioni di dollari, hanno continuato a prevalere largamente su quelli in vendita. L'indebitamento netto bancario è sceso nello stesso periodo da 6,6 a 6,4 miliardi. Le riserve liquide in valuta sono diminuite da 7,9 a 7,4 miliardi per effetto del rimborso di debiti esteri. Alla fine di aprile, le attività ufficiali sull'estero in oro e valute erano pari a 20,7 miliardi di dollari ed eccedevano di 2,6 miliardi le passività (ufficiali, debiti netti delle banche, prestiti compensativi) dopo un periodo di prevalenza di queste ultime durato dal giugno 1975 al novembre 1977.

Gli ingenti rimborsi di debiti non sono, come si è asserito da qualche parte, l'espressione di una politica scarsamente sensibile all'esigenza di addurre mezzi esteri al finanziamento delle attività produttive. Il ricorso al debito estero è stato lasciato in questa fase alla non contrastata iniziativa dei residenti, salvo il controllo della rispondenza delle condizioni di assunzione a quelle di mercato: in questo modo, negli ultimi otto mesi sono stati accesi nuovi prestiti per un totale di circa 700 milioni di dollari. Se l'Italia, nella riconquistata buona situazione valutaria, avesse chiesto di rinviare le scadenze, avrebbe recato pregiudizio alla sua possibilità di fare ulteriore ricorso ai canali ufficiali e privati di finanziamento estero, a breve e a lungo termine, e di conservare i fondi già affluiti.

Le prospettive della gestione valutaria per l'anno in corso poggiano essenzialmente su un elemento certo e uno stimabile. Il primo attiene alla concentrazione nell'anno di scadenze per 4 miliardi di dollari, dei quali 3,5 (per oltre un terzo già ripagati in marzo) sono dovuti a banche centrali o a istituzioni internazionali. Il secondo risiede nell'avanzo di parte corrente, che i programmi economici dell'annata collocano ad almeno 2-2,5 miliardi di dollari e che il buon andamento del primo quadrimestre, insieme con la favorevole stagionalità degli imminenti mesi estivi, fa ritenere con ogni probabilità acquisibile. È possibile tuttavia che l'andamento del nostro tasso di inflazione relativa e la ripresa produttiva in atto disegnino nel procedere dell'anno un profilo meno favorevole della bilancia dei pagamenti.

Il finanziamento dell'eccesso dei rimborsi di prestiti sull'avanzo corrente potrà avvenire con le riserve possedute o nuovamente con il ricorso all'indebitamento nelle

due forme a breve di crediti bancari e commerciali e in quella dei prestiti a media e a lunga scadenza.

Il gettito delle due fonti di credito a breve obbedisce a condizioni molteplici e mutevoli solo in parte controllabili dall'interno. In particolare, le variazioni dell'indebitamento bancario possono sotto alcune condizioni tramutarsi in elemento di instabilità del mercato dei cambi e del livello delle riserve: già durante i mesi passati, le dimensioni e il segno dei nostri interventi hanno ampiamente risentito dei movimenti di fondi sollecitati dal frequente mutare delle attese relative al dollaro e da eventi politici interni ed internazionali.

Nel settore dei prestiti a medio e a lungo termine, i mercati esteri sembrano orientati, anche se con qualche cautela, a rifinanziare il nostro paese. Il loro atteggiamento è tuttavia influenzato dai giudizi espressi dalle istituzioni internazionali alle quali l'Italia abbia richiesto o sia per richiedere prestiti. Non esiste quindi, se non in astratto, una distinzione fra operazioni di credito condizionale e incondizionale. Anche da questa connessione deriva la necessità di comportamenti che mantengano aperto il ricorso al Fondo monetario e alla Comunità.

L'esigenza di seguire una linea di politica economica rispettosa del vincolo della bilancia dei pagamenti si pone con maggior durezza in condizioni nelle quali la correzione di squilibri esterni, attraverso la manovra del cambio, non potrebbe essere ricercata senza imprimere nuovi impulsi all'inflazione, che destinerebbero quella manovra all'insuccesso e, anzi, a produrre effetti perversi.

LA CONGIUNTURA

Il profilo della congiuntura produttiva e dei prezzi nel corso del 1977 è stato modellato dalle misure fiscali, tariffarie e creditizie adottate dall'autunno del 1976 per riacquistare il controllo di una situazione resa grave dall'entità degli squilibri interni ed esterni che si erano venuti accumulando e ancor più dal rischio di un loro nuovo avvittamento.

Arrestata la caduta del cambio, il tasso di inflazione decelerava. Dato il rilevante peso che hanno le importazioni di prodotti energetici e di materie prime, le cui quotazioni si stabilizzavano sui mercati internazionali, l'effetto calmieratore era evidente soprattutto nei prezzi all'ingrosso: il loro incremento, pari al 31,5 per cento tra il dicembre 1975 e il dicembre 1976, è disceso al 9,5 nei dodici mesi successivi. Minore, ma sempre rilevante, era il contenimento dei prezzi al consumo, il cui aumento passava dal 22 per cento nel corso del 1976 al 14 nel 1977, nonostante i rincari di tariffe e prezzi amministrati.

Le misure fiscali e tariffarie previste dal programma di stabilizzazione, che implicavano un prelievo netto aggiuntivo su base annua di 5 mila miliardi, hanno inciso sul reddito disponibile delle famiglie e hanno fatto rallentare, fin dal primo trimestre dell'anno, lo sviluppo dei consumi. La domanda interna dapprima perdeva lo slancio manifestato negli ultimi mesi del 1976; si indeboliva, poi, rapidamente per l'inversione di tendenza nel ciclo delle scorte. I produttori cercavano nelle esportazioni un compenso al minore assorbimento interno, ma sebbene riuscissero ad accrescere le quote di mercato, conseguivano risultati inferiori alle attese perché l'espansione della domanda mondiale restava al di sotto delle previsioni. Con l'abbassarsi del grado di utilizzazione delle capacità produttive, con l'aggravarsi delle difficoltà finanziarie e date le decrescenti possibilità di autofinanziamento, gli investimenti subivano un brusco arresto. La produzione industriale, già in diminuzione nel febbraio, presentava nei mesi successivi continui cedimenti fino a discendere nel giugno a un livello inferiore del 12 per cento a quello di gennaio. Nell'autunno le tendenze recessive si attenuavano sino a spegnersi sul finire dell'anno; il tasso della disoccupazione palese saliva al 7,4 per cento.

Dato l'opposto profilo assunto nel corso dei due ultimi anni, l'attività industriale ha mantenuto ancora, nella media dell'anno, un lieve aumento; ma il suo effetto sul reddito è stato pressoché annullato da una nuova annata sfavorevole nel settore agricolo, così che l'aumento dell'1,7 per cento registrato dal prodotto nazionale lordo è dovuto essenzialmente al settore terziario.

Il programma di stabilizzazione si proponeva, oltre ai suoi fini immediati, di avviare una politica che ridesse spazio per un maggiore sviluppo della nostra economia, ostacolato dal peggioramento delle ragioni di scambio seguito alla crisi petrolifera.

Se si valutano sotto questo aspetto i risultati dello scorso anno, il giudizio che se ne trae è di preoccupata insoddisfazione. Infatti, non si è riusciti, né si è sulla via di riuscire, ad attuare quella sostituzione di investimenti a consumi nella composizione della domanda interna, che è condizione necessaria per dare avvio al circolo virtuoso che accresca la produttività, migliori stabilmente le correnti di scambio con l'estero, consenta una più ampia e regolare espansione della domanda interna.

Vero è che nel breve periodo la politica disinflazionistica non poteva non esercitare un effetto negativo sugli investimenti privati e che le esportazioni non hanno fornito nella misura sperata il loro apporto alla utilizzazione degli impianti. Ma è vero anche che sono mancati sia l'incremento delle opere pubbliche sia la realizzazione di quei provvedimenti che avrebbero potuto incidere positivamente sulla propensione all'investimento delle imprese e delle famiglie. Le società a partecipazione statale hanno ancora diminuito i loro investimenti nel settore manifatturiero e li hanno mantenuti invariati in quello terziario. È continuata la flessione, in atto dal 1974, nella costruzione di abitazioni. Solo nel comparto elettrico gli investimenti hanno avuto un considerevole aumento. Nel complesso, il rapporto fra investimenti fissi lordi e prodotto lordo interno è ulteriormente disceso al 17,0 per cento, rispetto al 21,3 del 1970.

Lo stesso rovesciamento di segno avvenuto nei saldi dei nostri conti con l'estero appare in larga parte legato a elementi di natura congiunturale. Il saldo relativo alle merci si è avvantaggiato, per circa un quarto del suo miglioramento, di un guadagno del 2 per cento nelle ragioni di scambio, dopo la caduta di 25 punti percentuali avutasi dalla fine del 1972 alla metà del 1974; inoltre, sul contenimento delle importazioni ha avuto un peso rilevante la forte riduzione nell'accumulazione delle scorte.

Anche il successo nella lotta contro l'inflazione, pur ragguardevole, non sembra essere andato oltre gli effetti derivanti da un concorso di fattori ciclici od occasionali, quali la debolezza della domanda interna, l'assenza di importanti rinnovi contrattuali, l'arresto dell'operare delle cause esterne. Ne dà conferma l'assestamento che il perdurante rialzo dei prezzi al consumo ha mostrato negli ultimi mesi su tassi assai

inferiori a quelli di dodici mesi prima, ma ancora nettamente «fuori campo» nel confronto con i principali paesi concorrenti. Le previsioni sono concordi nell'indicare una crescita dei prezzi al consumo dell'ordine del 13 per cento nel corso del 1978, di poco inferiore cioè al tasso dell'anno scorso, pur scontando l'assenza di nuove spinte esogene dal lato dei prezzi internazionali. Per il resto della Comunità le previsioni sono di un aumento medio del 6,8 per cento con un massimo del 10 per il Regno Unito e l'Irlanda.

Lo spegnersi del movimento discendente dei prezzi intorno ad un livello d'inflazione a due cifre sollecita nuovamente la riflessione sui fattori di inerzia che mantengono la tendenza ascendente in un momento nel quale le sue cause originarie sono sopite.

Gli aumenti contrattuali concentrati delle paghe e, più generalmente, gli impulsi alla redistribuzione interna e internazionale del reddito e della ricchezza sono seguiti da aumenti dell'indice generale dei prezzi, la cui dimensione e durata sono direttamente proporzionali ai due parametri dell'indicizzazione: la percentuale di ricupero e la frequenza degli scatti. Nel sistema vigente, l'adeguamento dei salari ai prezzi è di circa l'85 per cento e, in assenza di miglioramenti contrattuali, per altro verso nella presente congiuntura difficilmente compatibili con l'equilibrio monetario, tende nel tempo ad avvicinarsi al 100 per cento; esso si compie tutto entro un trimestre.

Elaborazioni statistiche mostrano che un impulso inflazionistico autonomo viene prolungato dai fattori inerziali insiti nella scala mobile, fino a far salire l'indice dei prezzi in due anni di una misura che è superiore di circa un terzo a quella che si avrebbe qualora l'adeguamento fosse annuale. Questo calcolo, che presumibilmente sottostima il rallentamento dell'inflazione a causa degli effetti indotti di riduzione dei tassi d'interesse, presuppone che il trasferimento dell'aumento dei costi sui prezzi sia lento e parziale come è stato in questi anni; ma nuove spinte esogene dei costi difficilmente troverebbero una immutata capacità di assorbimento nei profitti, e quando venissero respinte sui prezzi con velocità e intensità pari a quelle della scala mobile, allora l'iniziale impulso continuerebbe a rimbalzare fino a determinare in due anni un'inflazione indotta pressoché doppia di quella che si realizzerebbe con adeguamenti annuali. Se la concorrenza interna o internazionale impedisse un siffatto trasferimento,

tanto più duro sarebbe l'impatto sulla capacità di sopravvivenza delle imprese e sull'occupazione.

Quando poi, come avviene da noi, l'adeguamento delle retribuzioni al costo della vita è impostato sull'assegnazione di un valore unico per tutti al punto di contingenza, una componente importante del processo di livellamento dei redditi resta affidata non a valutazioni ragionate svolte nelle sedi di formazione della volontà collettiva, bensì alla velocità del moto inflazionistico, che quei meccanismi di per sé intrattengono, ma che può essere sollecitato anche da fattori occasionali, quali un cattivo raccolto, un peggioramento delle ragioni di scambio, una caduta del cambio dovuta al gioco avverso delle aspettative.

Se, tuttavia, valutazioni di vario ordine, alle quali ogni nostro sforzo analitico non perviene ad assegnare giustificazione alcuna sul terreno della difesa dei lavoratori, e che quindi da parte nostra non possono ricevere alcun principio di consenso intellettuale, dovessero indurre a mantenere l'attuale sistema di indicizzazione delle retribuzioni, occorrerà almeno operare in modo da evitare, per quanto sta in noi, ogni impulso autonomo ai prezzi. Non è stato coerente con questa esigenza il fatto che nel 1977, mentre il prodotto lordo per occupato è aumentato dell'1,3 per cento, le retribuzioni lorde pro capite sono cresciute del 25 per cento con un miglioramento, in termini di guadagni reali, del 6 per cento. Nello stesso anno, limitando il confronto all'ambito della Comunità, nella Germania federale le retribuzioni sono aumentate del 6,9 per cento a prezzi correnti e del 2,9 a prezzi costanti; nel Regno Unito esse sono aumentate del 10,1 per cento in termini nominali e diminuite del 3,7 per cento in termini reali.

Il vicino rinnovo di importanti contratti ripropone il problema se le variazioni salariali possano essere determinate indipendentemente dalla stabilità dei prezzi, dalla crescita degli investimenti e dalla possibilità di ampliare le occasioni di lavoro.

Nella più recente esperienza italiana la redistribuzione del reddito è stata troppo rapida perché l'attività di produzione e di investimento continuasse ad essere proficua, per di più in presenza di un grave peggioramento delle ragioni di scambio, che ha pesato prevalentemente sulle imprese.

Ne è conseguita l'estromissione dall'attività di lavoro o dal mercato ufficiale del lavoro di quote crescenti della popolazione, che ha assunto forme svariate. I settori industriali dove proporzionalmente più elevato è il ricorso alla Cassa integrazione guadagni, salito all'equivalente dell'attività di 200 mila persone a tempo pieno, e dove più diffuso è il lavoro grigio coincidono con quelli dove più accentuata è stata la dinamica salariale indotta dalla politica di perequazione nella sua duplice modalità della corresponsione di somme uguali per tutti a titolo sia di contingenza sia di miglioramento retributivo. Invero, alla troppo rapida crescita del costo del lavoro seguono effetti che vanificano o stravolgono gli intenti egualitari: il sistema diviene incapace di creare sufficienti occasioni di lavoro per i giovani e tende a sfuggire alle rigidità imposte dalle pattuizioni fra le parti sociali, imboccando la via dello smembramento dei cicli produttivi, del sottosalario e dell'evasione dai tributi e dagli obblighi corrispondenti alle civili esigenze di tutela sociale dei lavoratori, con ritorno a processi che richiamano modelli di organizzazione premoderni.

Lungi dal configurarsi come variabile indipendente, la retribuzione media delle forze di lavoro viene in ultima istanza determinata da questo insieme articolato di risposte del sistema produttivo.

Solo a costo di sacrifici severi il contenimento della domanda aggregata o quello dell'offerta di moneta possono rallentare la crescita dei prezzi, quando non soccorrano interventi che governino il costo unitario del lavoro in una delle possibili forme: politiche dei redditi in senso stretto, «patto sociale», accordi sulla produttività e sulla mobilità.

Non sarà possibile proseguire nel già lento cammino verso una maggiore stabilità dei prezzi, se i contratti di lavoro che verranno stipulati nel 1978 e nel 1979 avranno contenuti economici e normativi tali da determinare nuovi aumenti dei salari reali o da sollecitare attraverso il trasferimento di oneri alla collettività una espansione del disavanzo pubblico corrente. Inoltre, modifiche della struttura del salario e degli istituti che ne determinano variazioni automatiche dovrebbero accrescere, a livello nazionale, di settore e di azienda, il legame tra la retribuzione e il valore economico e professionale della prestazione, invertendo le tendenze in senso opposto affermatesi

negli ultimi anni e che ancora potrebbero prevalere ove non si riflettesse abbastanza sulla gravità del dissesto che ne segue.

Sia il costo medio del lavoro sia il ventaglio dei suoi livelli tra lavoratori, imprese e settori di attività possono essere modificati; ma i tempi e la misura delle variazioni sono limitati dalla composizione delle forze di lavoro, dalla loro distribuzione geografica, dalla quantità e qualità dell'attrezzatura industriale, dalle istituzioni, dallo stesso sistema di valori culturali e professionali degli uomini. Nessuna di queste condizioni è immutabile, ma nessuna può essere modificata rapidamente e senza costi: e quando, sia pure per il fine di una maggiore uguaglianza o di un più rapido miglioramento del tenore di vita, lo spazio di movimento offerto da esse venga travalicato, l'inflazione e la disoccupazione si manifestano come i momenti patologici di un non risolto conflitto distributivo.

Ai meccanismi retributivi si aggiungono nella realtà italiana, quali fattori di instabilità monetaria, i trasferimenti sociali i quali hanno costituito la causa maggiore dell'aumento della spesa corrente del settore pubblico, che è giunta a rappresentare nel 1977 il 43,4 per cento del prodotto lordo interno a fronte del 37,7 nel 1973. Poiché l'incremento delle entrate, nonostante l'incalzare di provvedimenti fiscali, è stato più contenuto, il disavanzo corrente si è accresciuto, salendo dal 3,8 al 4,9 per cento del prodotto lordo interno.

Elementi normativi, discendenti dalla legislazione in atto sull'accesso alle prestazioni e sull'agganciamento dei trattamenti alla dinamica dei prezzi e dei salari, e fattori demografici determineranno, negli anni futuri, un'ulteriore dilatazione della spesa per pensioni. La quota del prodotto interno lordo destinata a tale finalità dovrebbe accrescersi dall'11 per cento del 1977 al 13-14 nel 1979 per arrivare al 18-20 per cento nel 1990; essendo sino ai primi anni ottanta l'elasticità ai prezzi delle pensioni superiore all'unità, l'accrescimento sarà tanto più rapido quanto più elevata in questo periodo sarà l'inflazione. L'aggravio dell'onere tende a concentrarsi tra il 1978 e l'inizio degli anni ottanta in conseguenza del previsto incremento nel valore del punto di contingenza per talune gestioni e nel numero dei trattamenti, nonché delle precedenti modifiche istituzionali.

Un notevole aumento degli oneri di bilancio deriverà anche dalla spesa sanitaria, soprattutto se il progetto di riforma attualmente all'esame del Parlamento verrà approvato nella sua attuale stesura: non sembra infatti emergere da tale legge-quadro una chiara volontà di controllo della domanda di prestazioni, di qualificazione dell'offerta e di contenimento dei costi di gestione.

Alcune correzioni ai meccanismi di spesa proposte nelle ultime settimane vanno nella giusta direzione; altre ne occorrono, sia nel settore previdenziale sia in quello sanitario, che limitino i cumuli pensionistici, riducano l'indicizzazione entro il limite massimo della ricostituzione del potere di acquisto, evitino gli sprechi di farmaci e l'abuso di prestazioni. Questa opera, da realizzare di pari passo con una lotta più intensa all'evasione dei tributi e dei contributi sociali, potrà condurre alla riduzione del disavanzo nel rispetto di una maggiore giustizia distributiva e consentire la graduale impostazione di una politica della spesa pubblica, meglio capace di esprimere in via diretta una domanda di beni e servizi sociali, alla quale potrebbe applicarsi con profitto l'attività di programmazione.

La carenza di attrezzature ospedaliere, assistenziali e scolastiche si cumula con i danni provocati dalla crisi alla quale innovazioni legislative non sempre appropriate e incertezze applicative stanno condannando da anni l'attività edile: il numero delle abitazioni ultimate, pari nella media degli anni sessanta a 343 mila unità, è disceso nel 1977 a 148 mila. Una parte importante della domanda, a basso contenuto di importazioni, ne risulta compressa.

IL NODO DELL'INFLAZIONE

Un sommario bilancio degli andamenti congiunturali che siamo venuti descrivendo si può aprire con la constatazione che la recessione produttiva dello scorso anno è stata meno severa di quella precedente. Tra il terzo trimestre del 1974 e lo stesso trimestre del 1975, annata lungo la quale si svolse la fase recessiva, il calo della produzione industriale fu del 13,6 per cento, quello del prodotto nazionale del 4,5. Analogo confronto, istituito per gli ultimi trimestri del 1976 e del 1977, indica una riduzione del 7,6 per cento nella produzione industriale e dell'1,4 nel prodotto

nazionale. Nelle due esperienze, l'aumento del costo unitario del lavoro nell'industria, esclusa l'edilizia, è stato, rispettivamente, del 41 e del 21,5 per cento: il secondo dato rappresenta il costo effettivo, comprensivo degli oneri sociali fiscalizzati.

Questa sempre accesa dinamica del costo del lavoro in fase recessiva offre la conferma che la lotta all'inflazione, quando sia esclusivamente incentrata sulla restrizione monetaria e fiscale, nel contesto italiano riduce fortemente anche il flusso delle risorse reali, con ciò accrescendo lo stesso potenziale di inflazione dal lato dei costi unitari. Ove non venga sollecitamente corretta, la dinamica dei costi distruggerà nuovamente, in breve volgere di tempo, gli equilibri monetari interni ed esterni ritrovati dopo le scosse del 1976.

L'azione di contenimento dei costi unitari è resa obiettivamente più difficile, anche al di fuori delle fasi recessive, dall'universale rallentamento del tasso di sviluppo intervenuto negli anni settanta. Durante il ventennio 1950-1969 il prodotto nazionale in volume salì nel gruppo dei paesi dell'OCSE al tasso medio del 4,7 per cento, mentre nei successivi otto anni l'aumento è stato del 3,4. Nel confronto fra i due periodi il ritmo di inflazione è passato dal 3,3 al 7,9 per cento. Purtroppo le variazioni negative da noi hanno assunto dimensioni maggiori: la componente reale nell'espansione del reddito è caduta dal 5,7 per cento annuo nel primo periodo al 3,1 nel secondo; l'aumento dei prezzi è balzato dal 3,6 al 13,0 per cento.

Il nostro paese è dunque stretto con ben maggiore forza dal nodo dell'inflazione e ha perduto per intero, ed oltre, il vantaggio di cui godeva in precedenza in termini di sviluppo. In un contesto diverso dall'attuale si è potuto sostenere che l'inflazione comunicasse allo sviluppo impulsi favorevoli, argomentandosi che il degrado della moneta determinerebbe una redistribuzione di reddito dal salario al profitto ed una di ricchezza dal creditore al debitore – processi i quali entrambi stimolerebbero l'investimento – e porrebbe in essere uno strumento di imposizione fiscale atto a consentire il finanziamento di spese e in particolare di investimenti pubblici non altrimenti possibili per governi i quali non dispongano di un sistema fiscale efficiente.

Il primo tipo di redistribuzione poteva avvenire in un ambiente economico caratterizzato da contrattazione salariale scarsamente organizzata e prona ad illusione monetaria. Ma nella nostra situazione contraddistinta da meccanismi di indicizzazione

con grado di copertura e frequenza di aggiustamento tra i più elevati nel mondo, l'ipotesi di illusione monetaria è assolutamente implausibile: in presenza di inflazione avviene anzi che si abbia tendenza a sovranticiparne la portata, fino a determinare aggiustamenti più che proporzionali in sede di rinnovo dei contratti.

Quanto al secondo tipo, è vero che gli aumenti retributivi tumultuosi e incoerenti con le possibilità di espansione reale del sistema hanno generato avanzi finanziari crescenti per le famiglie e che l'investimento finanziario delle stesse ha subito falcidie profonde in termini reali a seguito dell'aumento dei prezzi, non compensato da sufficienti adeguamenti nei tassi di interesse nominali; il morso dell'inflazione è stato tale che il valore reale della ricchezza finanziaria del settore famiglie è sceso, nonostante la capitalizzazione degli interessi e i flussi di risparmio nuovo, da 98 mila miliardi alla fine del 1973 a 92 mila miliardi alla fine del 1977. Tuttavia sarebbe grave errore assumere come ripetibili le esperienze del periodo 1973-76. Dopo le fiammate inflazionistiche del periodo bellico e del primo dopoguerra si era avuta l'esperienza di oltre venti anni di relativa stabilità monetaria: rispetto ad essa il moto inflazionistico recente è giunto in qualche misura imprevisto ed ha profondamente inciso sul clima di fiducia che si era prima creato, come è dimostrato dall'inaridirsi dell'investimento libero nel mercato mobiliare e dalla crescente preferenza per le attività liquide, i cui rendimenti vengono adeguati alle condizioni del mercato incorporando in media il tasso di inflazione.

Infine è anche vero che l'imposta sul debito pubblico e sulla base monetaria derivante dall'inflazione ha costituito nel recente passato un notevole cespite di entrate dello Stato; ma questa imposta, surrettizia e profondamente iniqua, non ha favorito il finanziamento di piani di investimento pubblico socialmente produttivi, avendo contribuito piuttosto a colmare i vuoti causati da inefficienze, sperperi e malintesi intendimenti assistenziali, nella gestione della cosa pubblica. La definizione di programmi di azione economica qualificanti e la corretta separazione delle linee di confine tra aspirazioni collettive e loro soddisfacimento nel tempo da parte del settore pubblico richiedono invece l'approntamento di strumenti fiscali che permettano il ritorno a un controllo democratico e a un diretto confronto di entrate e uscite, e quindi a

una immediata verifica delle compatibilità da rispettare e dei costi e degli oneri che la collettività deve accettare in contropartita della spesa pubblica.

La disamina delle relazioni che intercorrono oggi fra inflazione e sviluppo permette di discernere il vacuo e il torbido della proposta di superare le difficoltà presenti per il tramite di processi inflazionistici. D'altra parte, non solo motivi ideali, ma la semplice constatazione della scarsità di materie prime e fonti di energia interne mostra la follia di chi spinge verso schemi che facciano ripiegare su soluzioni autarchiche e protezionistiche.

In un'economia indicizzata, altamente integrata con l'estero, in cui l'aumento dei prezzi tende ad essere sovraprecipitato, in cui la ricchezza finanziaria in essere si viene riducendo, le aree di assorbimento dell'inflazione si restringono fin quasi ad annullarsi, ed ogni moto di ripresa diventa labile quando sia dissociato da una strategia di riconquista della stabilità monetaria e di impulso all'accumulazione del capitale e all'arricchimento delle risorse umane.

I PROBLEMI DELLA RISTRUTTURAZIONE FINANZIARIA

La formulazione e l'avvio di una politica di bilancio e di una politica del lavoro coerenti con il perseguimento degli obiettivi di un regolare sviluppo del reddito e dell'occupazione sono le condizioni generali senza le quali non hanno senso nuovi schemi di intervento volti a facilitare la ricomposizione degli equilibri di singoli settori e società.

Un anno fa ci soffermammo diffusamente sui problemi finanziari delle imprese. Da allora il Governo e il Parlamento, nelle rispettive sfere, hanno compiuto passi per il superamento di alcune difficoltà, quali quelle derivanti dalla doppia imposizione dei dividendi; per altri aspetti il dibattito tarda a tradursi in norme di azione che di giorno in giorno appaiono più urgenti; esso tuttavia è servito a identificare alcuni indirizzi intorno ai quali è maggiore la convergenza di opinioni.

Tra questi vi è il riconoscimento della funzione insostituibile che spetta agli operatori non creditizi, siano essi persone fisiche o persone giuridiche, quali

sottoscrittori ultimi del capitale di rischio. Ma vi è anche la definizione del ruolo che gli istituti di credito transitoriamente possono svolgere quando quell'apporto non si palesa sufficiente e presupponga un più compiuto risanamento: gli istituti dovrebbero limitare il proprio intervento alla sfera finanziaria senza addossarsi responsabilità dirette di gestione; dovrebbero assumere partecipazioni non oltre i limiti del loro patrimonio non impegnato; in una cornice di norme generali, i contenuti dell'azione di risanamento dovrebbero essere stabiliti caso per caso con piena responsabilità delle parti.

Il ricorso allo strumento fiscale è generalmente ravvisato come quello più idoneo a commisurare l'agevolazione alle operazioni che si vogliono promuovere. Alla proposta di realizzare gli interventi delle istituzioni creditizie attraverso la formazione di società consortili per azioni sono state invece rivolte critiche ispirate dalla preoccupazione, che è anche nostra, di limitare gli interventi nella dimensione e di salvaguardarne la natura privatistica. Riteniamo tuttavia che la sottoscrizione diretta renderebbe più difficile il necessario concerto tra istituti creditori, offuscherebbe la trasparenza degli interventi, farebbe venir meno ogni diaframma tra la gestione degli intermediari creditizi e quella delle imprese produttive e, non prevedendo una disciplina di carattere generale, renderebbe più probabili interferenze particolari e non coordinate nei singoli casi.

Con la promozione delle società consortili si intende offrire uno strumento, non una soluzione di generale validità; dipenderà dall'iniziativa, dalla prudenza e dalla capacità degli amministratori degli istituti di credito e delle imprese industriali avvalersene in modo efficace. Non sta alle banche risolvere i problemi industriali come non sta alla Banca d'Italia effettuare una politica industriale, ma sta alle banche essere di stimolo alla soluzione di quei problemi e contribuire alla definizione dei loro aspetti finanziari, come sta alla banca centrale favorire siffatte azioni, lasciando ai singoli operatori la responsabilità delle scelte, e al tempo stesso evitare che il maggiore impegno che ne deriva alle banche possa eccedere i necessari limiti di prudenza.

Nell'ultimo anno, il perdurare e l'allargarsi della crisi di alcuni settori, la mancata revisione di piani di investimento e l'assenza di interventi da tempo riconosciuti necessari, intesi a ridurre la rigidità dei carichi di mano d'opera, nonché il ritardo nella definizione di direttive per la riconversione industriale hanno condotto la

crisi di qualche grande impresa o gruppo industriale oltre il punto di utile applicazione di strumenti di carattere generale.

In mancanza di norme più appropriate, la tutela dei lavoratori delle imprese in difficoltà avviene nell'unico modo consentito dall'ordinamento vigente, quello di tenerle in vita col credito anche se nei loro assetti attuali siano incapaci di reddito. Ma il deterioramento del sistema industriale ha ormai reso palese che la ricerca della socialità non può indefinitamente avvenire a spese dell'efficienza, e che l'organismo economico deve ritrovare una maggiore capacità di ricambio: lasciando all'impresa l'organizzazione economica delle risorse umane e materiali e perseguendo con altri strumenti la difesa delle fonti di reddito del lavoratore.

A questo fine sarebbe utile introdurre anche nel nostro paese istituti che consentissero per il prestatore d'opera un distacco della condizione di percettore di reddito da quella di dipendente dell'impresa; gestiti e controllati in forme appropriate, essi potrebbero assumersi in carico i lavoratori che abbiano cessato il rapporto con l'impresa di origine, curandone la riqualificazione e assicurando loro una quota anche elevata del salario fino al momento in cui venga offerto loro un nuovo impiego.

Interventi della collettività che salvaguardino la continuità dell'impresa e mirino a restituire al paese unità economiche sane si giustificano se le perdite derivano dall'aver caricato l'impresa di costi sociali per essa insostenibili o se si ritiene che la procedura fallimentare imporrebbe alla collettività, in termini di distruzione di beni materiali e immateriali, costi superiori a quelli del salvataggio. In questi casi, mentre per i lavoratori che non trovassero collocazione nell'impresa risanata dovrebbero operare i meccanismi protettivi ora accennati, sotto il profilo finanziario potranno rendersi necessari interventi straordinari che coinvolgano i rapporti di debito in essere. Se, per un interesse pubblico alla sopravvivenza di quelle imprese, si ritenesse di addossare alla collettività una parte delle perdite che altrimenti graverebbero per intero sui creditori, gli interventi potrebbero assumere la forma di una revisione delle condizioni alle quali alcuni investimenti del recente passato sono stati finanziati: dalla ammissibilità ad alcune delle agevolazioni previste dalla legge per la riconversione industriale, alla revisione dei piani di ammortamento di mutui, alla riduzione degli interessi su crediti bancari in essere. Configurandosi come veri salvataggi industriali, questi interventi

richiederanno una valutazione ed un controllo da parte dei pubblici poteri che dovranno rigorosamente esercitarsi caso per caso.

Nel delineare possibili procedure di ristrutturazione finanziaria, l'anno scorso esprimemmo un preoccupato giudizio sulle conseguenze di eventuali consolidamenti forzosi di crediti bancari: tra esse annoverando il deterioramento dei rapporti tra banca e impresa, l'indebolimento delle banche, la riduzione del senso di responsabilità degli amministratori. L'esperienza recente dei consolidamenti di debiti di enti pubblici ci conferma in quel giudizio e nella convinzione che i danni di un'eventuale conversione di debiti privati potranno essere limitati soltanto dal rispetto, pur nella diversità delle circostanze, dei medesimi principi che allora indicammo per normali interventi di ristrutturazione finanziaria: l'effettivo risanamento economico e produttivo dell'impresa, la corretta ripartizione dei costi tra le parti coinvolte, la trasparenza delle operazioni, una chiara attribuzione di responsabilità.

L'EVOLUZIONE MONETARIA E CREDITIZIA

Sul terreno proprio della politica monetaria, mentre nel 1976 la crisi valutaria si era sviluppata secondo un ritmo talmente incalzante da non consentire azioni organiche e di qualche respiro, il 1977 è stato un anno di andamento complessivamente più lineare, nel quale se non sono state restituite piena autonomia e responsabilità al mercato, il sistema dei vincoli è stato attenuato per numero e, nella seconda metà dell'anno, per onerosità, ed ha anche assunto contorni di maggiore certezza.

L'abolizione del deposito previo e dell'imposta sugli acquisti di valuta avvenne sotto la duplice difesa di più attivi ed elastici interventi sul mercato aperto per il controllo della base monetaria, e di un massimale sugli impieghi bancari esteso al marzo 1978, che concentrava nel secondo trimestre il suo momento di maggiore severità. Già in questo periodo, durante il quale si andavano delineando più favorevoli sviluppi valutari e si avevano i primi segni di rallentamento della produzione e dei prezzi, i nostri interventi assecondavano una flessione dei tassi d'interesse a breve termine, che ricevette una conferma ed un nuovo impulso nella prima metà di giugno con

l'abbassamento di due punti del tasso ufficiale di sconto, deciso appena si ebbero le informazioni statistiche sulle nuove tendenze della produzione e dei prezzi.

Successivamente la politica monetaria poté così rivolgere le sue cure, oltre che ad un attento controllo degli sviluppi monetari e valutari immediati, anche a compiti di parziale allentamento dei vincoli e di riequilibrio dei flussi finanziari. Nello stesso mese di giugno fu effettuata la prima emissione di certificati di credito del Tesoro a 24 mesi, e il vincolo di portafoglio venne rinnovato con un'aliquota tale da assorbire, nel secondo semestre, una quota dei nuovi depositi inferiore a quella mediamente investita in titoli dal sistema bancario negli anni precedenti la sua introduzione. Soprattutto, la politica di intervento sul mercato monetario e su quello obbligazionario fu condotta in modo da accelerare il ritorno a una struttura dei rendimenti crescente in funzione della scadenza dei titoli. Questo ritorno si perfezionò alla fine dell'estate con una seconda variazione del tasso di sconto e con un'ulteriore discesa di quelli sui BOT, mentre interventi in vendita sul mercato obbligazionario contribuivano a mantenere la struttura così conseguita.

Fino a settembre le principali grandezze creditizie e della finanza pubblica si erano evolute senza rilevanti scostamenti dai profili concordati con gli organismi internazionali. Ma nel quarto trimestre il fabbisogno del Tesoro superò in larga misura il limite stabilito trascinando con sé il credito totale interno. Parallelamente si veniva meglio configurando lo squilibrio che avrebbe investito le pubbliche finanze nel 1978. In novembre sembrò quindi prudente fermare il movimento di discesa dei tassi di mercato monetario, mentre le diminuzioni già avvenute avevano ancora potenzialità sufficiente ad indurre le banche, in dicembre, ad un nuovo ribasso del *prime rate*.

I risultati complessivi dell'annata terminante al marzo scorso presentano dunque l'immagine di un sistema economico che è proceduto oltre le attese sulla via desiderata del riequilibrio esterno e su quella, sofferta, della flessione produttiva, pur essendo mancata la riduzione dello squilibrio finanziario alla quale il settore pubblico si era impegnato. Nell'autunno, quando si vennero delineando queste tendenze del sistema ad allontanarsi nei due opposti sensi dai traguardi prefissi, sembrò saggio astenersi dal rafforzarle, come sarebbe avvenuto se si fosse operato per ricondurre il credito totale interno entro i limiti convenuti. La politica economica prestabilisce la propria azione

entro un sistema di strumenti, obiettivi intermedi e obiettivi finali i cui nessi quantitativi non sono noti con certezza; se, nello svolgersi della congiuntura, eventi nuovi o inattese intensità di risposta allontanano quelle relazioni dalle proporzioni osservate in passato, essa, pur attenta a non imprimere ai mercati scosse violente, deve saper rivedere gli obiettivi intermedi della sua azione.

Entro questo quadro di relazioni funzionali, il flusso del credito totale interno nell'annata stessa si è portato a 39 mila miliardi, superando di 9 mila miliardi la cifra concordata con il Fondo monetario internazionale. Lo sconfinamento deriva tutto dal maggior disavanzo del Tesoro e, osservando i traguardi trimestrali stabiliti, appare concentrato nella seconda metà del periodo. L'espansione dei prestiti del sistema creditizio all'economia nei dodici mesi è stata di 14.500 miliardi, cifra quasi uguale a quella implicita nel calcolo del credito totale interno della «lettera di intenti»; a questo risultato ha contribuito anche la conversione in lire di prestiti bancari in valuta consentita dal profilo del massimale alla fine del 1977 e all'inizio del 1978. Per evitare che il maggior disavanzo del Tesoro si traducesse in un superamento del limite imposto alla crescita del credito totale interno, quella cifra avrebbe dovuto essere compresa a meno della metà. Oltre che tecnicamente ardua, una siffatta manovra, che si sarebbe dovuta concentrare in pochi mesi, avrebbe avuto conseguenze funeste sugli equilibri sia degli intermediari finanziari sia dei loro clienti.

Nei confronti della Comunità economica europea era stato assunto l'impegno a non espandere il credito della banca centrale al Tesoro per più di 4 mila miliardi; per effetto delle cessioni di BOT al mercato questo credito, che nel 1976 era aumentato di 9 mila miliardi, nel 1977 è invece diminuito di quasi 5 mila, pur con un fabbisogno del Tesoro superiore a quello dell'anno precedente. Tale risultato, che inverte una tendenza decennale, è stato reso possibile dalla liquidità creata dall'afflusso di valuta e dalla liberazione del deposito previo, ma esso pone anche in luce come la creazione di base monetaria attraverso il canale del Tesoro non dia, soprattutto nel breve periodo e in presenza di massimale sugli impieghi, l'intera misura del potenziale inflazionistico insito nello squilibrio delle pubbliche finanze.

Se per gran parte del 1977 l'azione condotta ha neutralizzato gli effetti sulla creazione di moneta dapprima della maggiore raccolta all'estero delle banche, poi del

maggior disavanzo pubblico, essa sembra ora nuovamente posta di fronte a sviluppi che potrebbero esorbitare dalla sua capacità di controllo. Dati ancora non definitivi indicano che nei sei mesi terminati nel marzo scorso, durante i quali il fabbisogno di cassa del Tesoro, comprensivo di 5 mila miliardi di consolidamenti in titoli, ha raggiunto i 20 mila miliardi, i depositi bancari sono cresciuti secondo una ragione annua superiore al 25 per cento. Se il Parlamento non pone un freno deciso alla spesa; se lo Stato non consente a remunerare il risparmio quanto occorre per collocare i suoi titoli presso il pubblico; se le stesse aziende di credito non cessano di sollecitare l'espansione monetaria offrendo per la raccolta marginale più di quanto ricavano dal suo impiego, non si può che guardare con allarme al momento in cui il consolidarsi di un'auspicata ripresa produttiva attiverà quelle giacenze monetarie.

Le ragioni che impongono di mantenere un livello relativamente elevato dei tassi d'interesse nel nostro paese sono state illustrate lo scorso anno in questa sede. Coerentemente con esse, la sollecitazione alla discesa dei tassi è stata misurata sul tempo dell'inflazione e avendo cura di mantenere, rispetto ai tassi esteri, un differenziale adeguato. Lungo questa linea, all'azione sui tassi ufficiali e di mercato monetario abbiamo potuto affiancare, nel costante rapporto con la professione bancaria e le sue sedi associative, un'opera di mutua informazione, di analisi e di persuasione intesa a sollecitare, pur tra obiettive difficoltà, la propagazione del movimento discendente dai tassi monetari a quelli bancari.

La flessione produttiva ed una caduta delle attese di inflazione, che si è poi rivelata effimera, hanno fornito argomento alle richieste, levatesi in varie sedi, di una discesa più ampia e più pronta del costo del denaro. In queste istanze, si fa riferimento al livello dei tassi che le aziende di credito annunciano di praticare alla clientela. Ma i tassi bancari ordinari, uguali o superiori al *prime rate*, si applicano a una frazione soltanto dell'indebitamento complessivo. Nel corso dell'anno, a fianco di 7.700 miliardi di nuovi prestiti bancari in lire a un tasso medio del 19,5 per cento, ne sono stati erogati al di fuori del massimale 3.500 di crediti in valuta il cui tasso è stato mediamente inferiore al 9 per cento. Sulla consistenza dei prestiti in essere dell'intero sistema creditizio ha gravato nella media dell'anno un carico di interessi calcolabile nel 14,8 per

cento, inferiore all'incremento di tutti gli indici dei prezzi. Finché valga questa relazione, gli interessi pagati sono in realtà quote di ammortamento del debito.

Il confronto suggerisce che le radici del malessere del settore produttivo vanno ricercate altrove, ma resta pur sempre che le voci levatesi per lamentare la scarsità e l'onerosità del credito posto a disposizione della produzione e dell'investimento esprimono il rifiuto, anche nostro, di una condizione in cui al settore produttivo si impongono in via permanente restrizioni che, nell'interesse di tutti, dovrebbero limitarsi a una breve emergenza economica e valutaria.

Solo quando un'azione efficace sulle cause prime dell'inflazione ne avrà abbassato notevolmente il tasso, la condotta monetaria potrà attendere al sostegno della crescita dei settori produttivi e i tassi d'interesse potranno assestarsi su livelli anche nominalmente allineati su quelli vigenti negli altri paesi industriali.

Valutazioni contenute nella relazione trimestrale del Ministro del Tesoro al Parlamento dello scorso marzo indicavano in 38 mila miliardi, e con un margine di incertezza di 2 mila miliardi, l'espansione del credito totale interno per l'anno 1978, compatibile con uno sviluppo del prodotto interno lordo tra il 2 e il 2,5 per cento, al quale corrispondeva un aumento della produzione industriale del 4-5 per cento, in corso d'anno, con un avanzo corrente della bilancia dei pagamenti pari all'1 per cento del prodotto interno lordo, con una crescita dei prezzi dell'11-12 per cento sempre in corso d'anno: appariva già in quel momento l'impossibilità di contenere il tasso di inflazione entro il limite dell'8 per cento, a suo tempo annunciato nella «lettera di intenti» al Fondo monetario.

Nella presentazione in Parlamento del programma di governo avvenuta il 16 marzo, veniva indicato in 24 mila miliardi l'obiettivo per il disavanzo del settore pubblico allargato e in 16 mila miliardi l'ammontare dei fondi da destinare al settore produttivo. La cifra del disavanzo non includeva gli aumenti dei fondi di dotazione per le imprese pubbliche e per gli istituti di credito speciale e le regolazioni di debiti pregressi. Considerando anche questi importi si raggiungerebbe per il fabbisogno del settore pubblico allargato la somma di 28 mila miliardi.

Valutazioni più recenti, basate sui dati dell'ultima relazione trimestrale del Ministro del Tesoro e comprensive dell'onere per il proseguimento della fiscalizzazione, indicano in circa 35 mila miliardi il fabbisogno tendenziale del settore pubblico. In questa stima non sono considerate le conseguenze, invero limitate, che i provvedimenti approvati dall'ultimo Consiglio dei ministri avranno sul disavanzo.

Il rapporto che lega l'andamento dei conti con l'estero e dei prezzi alla liquidità dell'economia è irregolare e difficilmente prevedibile: quando questa superi i valori di equilibrio, possono seguire effetti inizialmente molto limitati, ma suscettibili di accelerazioni improvvise in presenza di perturbazioni di carattere sia interno sia esterno.

Perché il riavvicinamento del nostro tasso di inflazione a quello dei più importanti paesi industriali, e in ispecie dei paesi della Comunità, non sia rinviato a una scadenza lontana è necessario ricondurre, a partire dalla metà di questo anno, il disavanzo del settore pubblico entro limiti corrispondenti ai 24 mila miliardi sopra ricordati, sui quali è stato espresso un ampio consenso con riferimento all'anno solare 1978.

La gestione del credito e dei tassi di interesse sarà orientata ad impedire una ulteriore espansione della liquidità dell'economia coerentemente con gli obiettivi della suddetta politica di bilancio.

I MERCATI FINANZIARI

Il mercato dei buoni ordinari del Tesoro è ormai quello sul quale principalmente si realizza il controllo della base monetaria, e i più flessibili criteri di intervento esposti un anno fa in questa sede hanno contribuito ad estenderlo. La Banca d'Italia ha operato in vendita e solo per partite rilevanti; la diffusione capillare dei titoli è avvenuta poi a cura degli altri operatori ed ha trovato evidenza nella riduzione del peso relativo delle banche, e fra queste in ispecie delle maggiori, in termini sia di distribuzione del portafoglio sia di volume di contrattazioni.

L'evoluzione del mercato monetario è però ancora lontana dall'essersi compiuta e richiede, oltre alla nostra azione, l'iniziativa degli operatori e delle istituzioni che vi

partecipano o vi sono interessati. Condizione fondamentale è che un numero sempre più vasto non solo di istituzioni creditizie, ma anche di imprese, di famiglie e di enti pubblici, abbia una gestione finanziaria attenta, restia a lasciare inattive le disponibilità monetarie, rapida nel cogliere nuove favorevoli occasioni di impiego. Se gli intermediari di mercato monetario compiono a tal fine un'opera preziosa di informazione e di stimolo, quella condizione dipende anche, a sua volta determinandoli, da altri fattori: la trasparenza del mercato, la capacità di circolazione dei titoli, la loro varietà.

Occorre perciò innanzitutto che il sistema delle contrattazioni si evolva sino ad esprimere giornalmente, rendendoli noti al largo pubblico, prezzi e rendimenti rappresentativi degli scambi avvenuti: si perfezionerà così quell'unità del mercato che può essere compiuta solo per mezzo di un numero ristretto di intermediari specializzati, tra loro concorrenti, ma solidali nel comune interesse al suo buon funzionamento. Il movimento materiale, che per titoli al portatore implica rischi elevati ed è costoso, diverrà superfluo, senza per questo richiedere la circolazione di documenti sostitutivi meno accetti agli investitori come alle autorità, quando sarà in funzione la procedura, per la cui realizzazione stiamo operando, di trasferimento dei buoni a mezzo di scritturazioni contabili. Varietà di strumenti, infine, significa consentirne l'emissione anche ad operatori diversi dal Tesoro, siano essi imprese primarie o aziende di credito: è perciò auspicabile che la rimozione degli ostacoli tributari, per la quale ci siamo adoperati, possa avvenire in un futuro prossimo.

È da dubitare invece che l'efficienza delle contrattazioni possa guadagnare da un loro accentramento nelle borse valori. Nate per realizzare l'unità e la trasparenza del mercato in epoche di comunicazioni lente e difficili, le borse ancora oggi svolgono una funzione utile per la quotazione e lo scambio di titoli di mercato finanziario. Ma per strumenti di tesoreria oggetto di decisioni che debbono poter essere prese direttamente dai responsabili operativi delle banche o delle grandi imprese, in ore successive alla chiusura delle stanze di compensazione, per partite spesso di grosso importo, con prezzo variabile di ora in ora, l'unità del mercato continuerà di fatto – in Italia come in altri paesi più evoluti del nostro in questa materia – ad essere ricercata assai meglio attraverso circuiti telefonici tra le sedi operative, i quali favoriscono l'unificazione del

momento decisionale con quello esecutivo. La stessa banca centrale deve operare secondo queste regole di funzionamento.

Anche se la crescita dei buoni in circolazione desta minore preoccupazione di un equivalente incremento della moneta bancaria, sarebbe erroneo rallegrarsene, perché essa non è priva di aspetti di ipertrofia. Pur tenendo conto del fatto che era in corso la transizione ad un nuovo assetto dei bilanci bancari e non bancari, nell'ultimo anno i limiti di una equilibrata espansione sono stati ecceduti sotto l'azione di cause profonde come l'inflazione, il dissesto delle finanze pubbliche, l'intrinseca debolezza dell'economia.

Al fine di contenere la quota della moneta sulle attività finanziarie complessive, per gran parte del 1977, in una congiuntura di tassi calanti, il rendimento dei BOT è stato mantenuto su livelli che inducevano le banche a scegliere tra la riduzione del margine di utile che avrebbero subito offrendo tassi passivi agganciati a quel rendimento e la disintermediazione che avrebbero subito accettando un maggior distacco tra i due tassi: poiché solo una frazione dei depositi è investita in buoni, il primo dei due comportamenti le esponeva a perdite. Le aziende di credito hanno dunque percepito la concorrenza dei BOT ai depositi: alcune di esse, accettandola, hanno tratto guadagni dalla cessione di buoni alla clientela; altre vi hanno resistito, probabilmente espandendo la propria quota sul mercato dei depositi e riducendo il margine di utile lordo; altre ancora hanno in vario modo cercato di mantenere una segmentazione tra i due mercati.

Il sistema dei vincoli permette il raggiungimento di obiettivi più numerosi di quelli che la manovra della base monetaria potrebbe conseguire da sola. Sarebbe però imprudente affermare che esso ha consentito una politica più articolata e precisa di quella permessa dai soli strumenti di controllo indiretto senza ricordare anche i costi che quel sistema ha imposto alla funzionalità dei mercati ed al quadro entro cui operano le autorità monetarie, costi che non devono essere giudicati meno gravosi per il fatto che la loro misurazione è difficile.

Uno di essi può essere individuato nelle perdite di efficienza allocativa che le brusche correzioni di rotta imposte dai vincoli infliggono agli intermediari finanziari. Altri derivano dal forzato trasferimento di redditi attraverso il sistema dei tassi

d'interesse. In particolare, il finanziamento dello Stato a tassi ridotti, cui il massimale ha contribuito, configura una vera forma di credito agevolato a rovescio che non ha il pregio di fondarsi né su un corpo stabilito di dottrina economica, né sull'esercizio della sovranità popolare: nel 1977 il tasso dei BOT sul mercato è stato in media di 3,7 punti inferiore al livello medio del *prime rate*, mentre nel 1976 la differenza era stata di 1,4 punti.

Né va trascurato il deterioramento che la nostra conoscenza subisce con il perdurare dei vincoli. Se, al momento in cui vengono introdotti, questi si pongono come la deviazione da una legge di comportamento spontaneo che all'autorità monetaria è nota e documentata dall'informazione statistica e dalla teoria economica, con il passare del tempo quella legge si fa indecifrabile: le ultime osservazioni di essa risalgono a un passato sempre più lontano e diverso e incerte divengono le ripercussioni di un'improvvisa soppressione dei vincoli. Può succedere allora che il rinnovarli appaia come la via più sicura, il ritorno ai meccanismi spontanei sembrando un passo verso l'ignoto.

Ma il costo maggiore deriva dalla istituzione e dal mantenimento di un assetto nel quale una porzione sempre più ampia del risparmio si destina ad usi, e si concede a condizioni, sui quali il cittadino non ha avuto modo di esprimersi né direttamente, né indirettamente come avverrebbe se le istituzioni finanziarie cui lo ha affidato potessero formulare un loro autonomo giudizio. Dopo aver cessato di generare risparmio proprio, lo Stato ha visto ridursi la sua capacità di attrarre quello altrui direttamente, cioè offrendo titoli che alle famiglie apparissero salvaguardia adeguata della propria capacità di spesa futura: ha preferito intervenire sugli intermediari finanziari, mortificandone la funzione a quella di agenti di raccolta per conto di altri.

Anni di intense manovre monetarie anticicliche e di ricorso al credito per il perseguimento di politiche industriali, settoriali o territoriali, che spesso non hanno neppure riprodotto le risorse assorbite, ci hanno lasciato un sistema creditizio appesantito e rigido. Mentre l'instabilità dei mercati finanziari in presenza di inflazione ha spinto le famiglie ad arroccarsi sempre più nella certezza di valore dei depositi bancari, le aziende di credito hanno tardato a vedere che, col proprio risparmio, il pubblico rimetteva loro anche i mali ed i rischi di una sua allocazione distorta, e non

sempre hanno percepito l'insidia che si nascondeva nel destinare quote crescenti della propria raccolta a impieghi dei quali, al di là delle forme, era chiara l'illiquidità.

Se il cammino continuerà lungo queste vie, gli intermediari finanziari finiranno con l'entrare nel novero delle industrie in perdita, bisognose di sostegno e di soccorso. Se invece, come vi è ragione di sperare, l'occupazione, l'equilibrio territoriale e la stabilità dei prezzi verranno cercati con un'azione più profonda sulle vere determinanti, allora al sistema creditizio si potrà volgere l'attenzione non per sottrargli tesori nascosti, che non possiede, ma per restituirgli l'equilibrio nelle strutture dell'attivo e la responsabilità operativa senza i quali non sarebbe funzionale a un'economia risanata. Per il compimento di quella azione più profonda il Governo ha proposto un programma triennale; qualche anno richiederà anche il cammino di ritorno verso assetti finanziari più equilibrati. Su questo tema, il dibattito degli ultimi mesi è stato ricco di voci e gli esponenti della comunità bancaria gli hanno dato un contributo prezioso.

Gli obiettivi sui quali il consenso è ormai molto ampio e che anche a nostro giudizio debbono essere perseguiti possono riassumersi in quello di ridurre a proporzioni più accettabili, rispetto alla situazione degli ultimi anni, sia la trasformazione qualitativa del risparmio da parte delle istituzioni creditizie, sia la moltiplicazione degli strumenti di credito che si compie per ogni lira risparmiata.

Se un impianto a produttività assai prolungata nel tempo, in un settore merceologico che impiega materie prime dai prezzi fortemente oscillanti, è – fatti tutti i passaggi – finanziato da un deposito bancario a vista o da un credito a breve termine in valuta, il filo che lega il risparmio all'investimento è troppo teso e sottile per poter resistere allo strappo di una qualsiasi perturbazione finanziaria, commerciale o valutaria. D'altra parte, è vero che attraverso l'allungamento della catena del credito lo spazio occupato dalle aziende di credito nel settore finanziario si è dilatato, ma, rispetto agli istituti a medio termine, ciò è avvenuto per sovrapposizione e non per sostituzione di compiti, giacché sono state le banche a compiere gli investimenti obbligazionari disertati dal pubblico. Il sistema è ora come ripiegato su se stesso, e potrebbe dispiegare anche rapidamente una grande capacità di finanziamento senza necessità di nuova base monetaria ove vi fosse un cospicuo, e auspicabile, ritorno del pubblico all'investimento obbligazionario.

L'insieme dei vincoli al credito non può essere di colpo abbandonato, ma dev'essere modificato per accompagnare questo ritorno a una minore liquidità della ricchezza finanziaria del pubblico, a una maggiore capacità dello Stato, degli istituti di credito speciale e delle imprese di attingere direttamente al risparmio, a una più stretta affinità tra le caratteristiche degli strumenti finanziari e quelle degli investimenti reali.

Per le considerazioni ora fatte, non sembra che una revisione del sistema dei vincoli possa iniziare con la soppressione del massimale sugli impieghi bancari: insieme con lo strumento delle autorizzazioni alle emissioni obbligazionarie esso rappresenta infatti il mezzo col quale viene posto un argine alla potenziale creazione di credito insita nella doppia intermediazione e nel volume di BOT di proprietà del sistema bancario. Tuttavia, pur rinnovato, il massimale potrebbe perdere parte del suo rigore, e discriminare meno a danno del settore privato, se la pressione del settore pubblico sul risparmio si allentasse.

È per il mercato obbligazionario, invece, che qualche modifica o attenuazione di disciplina potrebbe essere introdotta. Dal lato dell'offerta, prestiti con piano di rimborso crescente e con rendimenti direttamente o indirettamente collegati alla evoluzione dei prezzi potrebbero facilitare il reperimento di mezzi da parte di alcuni emittenti. Più volte il nostro Istituto si è espresso favorevolmente, facendosi anche promotore di specifiche proposte, sull'opportunità di un maggiore ricorso a queste forme di prestiti da parte di operatori istituzionalmente sensibili, nelle loro decisioni di spesa, all'onere reale del debito. Oltre che al finanziamento dell'edilizia, siffatte forme potrebbero perciò servire al finanziamento di imprese esercenti servizi di pubblica utilità o di grandi società industriali che ricorrano direttamente al mercato; e l'importanza che, per gli equilibri finanziari, rivestirebbero più ampi investimenti obbligazionari del pubblico potrebbe indurci a orientare le autorizzazioni all'emissione anche al fine di incoraggiare l'offerta di questi titoli. Dal lato della domanda, il ritorno della curva dei rendimenti a una configurazione più normale potrebbe consentire di fare un affidamento meno esclusivo sugli investimenti bancari, e quindi di attenuare almeno alcune delle distorsioni incoraggiate in questi anni dalla diversa intensità dei legami che gli istituti di credito speciale intrattengono con le aziende di credito.

Vediamo invece con preoccupazione l'inasprimento della tassazione sugli interessi dei depositi bancari e il crescendo di proposte fiscali che li prendono di mira, disattente alla vera natura economica della base imponibile e al fatto che in Italia il loro trattamento tributario è già più severo di quello di fatto vigente nei principali paesi della Comunità. Finché il rendimento medio delle attività finanziarie sia, come è stato per quasi tutto il corso di questo decennio, inferiore al tasso di aumento dei prezzi, gli interessi ricevuti dai risparmiatori solo impropriamente possono chiamarsi redditi, configurandosi piuttosto come quote, insufficienti, di ricostituzione del capitale prestato. Chi ritiene di vedere in quegli interessi una facile fonte di gettito per il fisco o un impedimento alla riduzione del costo del denaro per le imprese dovrebbe considerare che ogni inasprimento dell'aliquota della ritenuta alla fonte ha l'effetto di accrescere il livello dei tassi bancari attivi.

Anche per la riserva obbligatoria sono state suggerite modifiche per orientarla a fini selettivi, per esempio facendo della sua remunerazione il canale attraverso il quale il Tesoro si assumerebbe parte dell'onere di una riconversione di crediti bancari. Tre anni or sono questo strumento venne liberato dalle molte incrostazioni che, nell'intento di perseguire finalità selettive, ne avevano via via compromesso la funzione primaria di regolazione della liquidità. A questo compito proprio è opportuno che esso continui ora ad essere destinato, ogni sua eventuale modifica dovendosi indirizzare a obiettivi di ordine generale nella ricerca di un migliore equilibrio dei flussi finanziari.

Siamo altresì restii a volgere il sistema dei vincoli al fine di disciplinare le quote delle singole aziende di credito sui mercati dei diversi strumenti finanziari. Per l'attivo, abbiamo affermato in passato, e confermiamo, di considerare l'effetto di congelamento derivante dal massimale una delle gravi distorsioni prodotte da questo strumento. Così, dal lato del passivo, la stabilità delle quote di mercato non può essere perseguita come obiettivo in sé, meno che mai in tempi nei quali l'inflazione ha raddoppiato i valori dei bilanci bancari nel volgere di pochissimi anni, e la redistribuzione territoriale e settoriale del reddito è talmente ampia e rapida da alterare a sua volta le posizioni relative dei diversi istituti.

La parte maggiore del cammino verso assetti finanziari più equilibrati, però, va affidata ad azioni ed eventi che stanno al di fuori della sfera dei comportamenti

dell'istituto di emissione. Tra questi vi è in primo luogo la capacità di autogoverno della comunità bancaria. Una percezione corretta della linea di confine tra l'area del comune interesse e quella della competizione è presupposto insostituibile di un più stabile equilibrio delle istituzioni creditizie. Ai due obiettivi di una minore trasformazione del risparmio e di meno numerosi passaggi di questo attraverso i bilanci di vari intermediari finanziari, le istituzioni creditizie hanno un interesse comune: nessuna autorità esterna potrà aiutarle a perseguirli con la gradualità e con il rispetto per le esigenze fondamentali del settore che le istituzioni stesse possono darsi attraverso comportamenti di sistema ispirati a reciproca collaborazione.

PROBLEMI DEL SISTEMA CREDITIZIO E INDIRIZZI DI VIGILANZA

L'esigenza di adeguare la struttura territoriale del sistema delle aziende di credito alla domanda di servizi bancari ha dato luogo alla formazione e all'attuazione, appena avvenuta, di un piano di apertura di nuovi sportelli secondo direttive approvate dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio. Al fine di offrire una migliore informazione sui criteri e sulle scelte conseguenti, se ne è collocata la trattazione principalmente nel capitolo sull'attività della Banca che ho richiamato in apertura.

Più continuo impegno hanno richiesto l'elaborazione, la revisione critica e l'applicazione di criteri che rendessero l'azione di vigilanza consona alle esigenze dell'attuale momento congiunturale, aggravato da irrisolti problemi strutturali.

Ove si voglia evitare il rischio che l'attività di supervisione sul sistema creditizio si risolva in una mera procedura burocratica fine a se stessa, è d'uopo continuare a cimentarsi nella ricerca per tentativi di quei sentieri che possono condurre allo sviluppo economico attraverso un'opera ora di sollecitazione ora di sostegno da parte delle istituzioni creditizie nei confronti degli operatori economici. Sono, questi, sentieri impervi, percorrendo i quali non va sottovalutato il pericolo di veder coinvolta nella caduta di alcune iniziative la credibilità delle istituzioni creditizie che le hanno appoggiate e finanziariamente sorrette. Tuttavia, qualche rischio è necessario che venga corso non solo per contribuire a far uscire il Mezzogiorno dalla sua condizione di

insufficiente sviluppo e l'intera nostra economia dall'attuale situazione di inflazione, ristagno e disoccupazione, ma anche per non affievolire oltre misura la capacità dei banchieri come imprenditori del credito.

Con questi obiettivi in mente, l'azione della vigilanza si è dispiegata in vari campi, reinterpretando antiche definizioni, usando in modo più articolato dello strumento autorizzativo, sollecitando il rafforzamento patrimoniale degli intermediari creditizi.

L'opportunità di ridurre la doppia intermediazione e di preservare nel contempo la valutazione tecnica delle iniziative da finanziare ha portato ad affermare un'interpretazione del principio di specializzazione in senso funzionale. In base al nuovo indirizzo, agli istituti a medio e a lungo termine resta riservato il finanziamento degli investimenti, il che consente di mantenere una possibilità di selezione dei flussi creditizi, mentre spetta alle aziende di credito di sovvenire i cicli produttivi. Si è ritenuto, perciò, non incompatibile con i principi posti a base del nostro ordinamento un ampliamento della sfera operativa, oltre il breve termine, delle aziende di credito, in particolare a favore di operazioni di sostegno delle esportazioni. Da questo orientamento deriva una maggiore efficienza del sistema nel suo complesso, intesa come capacità di soddisfare meglio le esigenze dei prenditori di fondi.

Al verificarsi di situazioni che rendevano problematico il normale rientro delle esposizioni, la risposta delle banche è stata la trasformazione dei crediti a breve termine in altri a più lunga scadenza o, nei casi più gravi, l'acquisizione di attività immobiliari contro estinzione di debiti.

La Banca d'Italia, chiamata a rimuovere impedimenti statutarî o di vigilanza all'attuazione di tali operazioni, ha avuto riguardo, nel determinarsi, al loro presumibile effetto sulla posizione dell'intermediario bancario.

Esistono limiti alla concessione di fidi alla clientela, direttamente correlati ai mezzi patrimoniali, che le aziende e la maggior parte degli istituti speciali di credito sono tenuti a rispettare. In molti casi questi limiti sono stati superati, anche per importi di notevole entità; ciò è avvenuto con il necessario assenso preventivo dell'organo di vigilanza per tutte le iniziative ritenute a priori valide sotto il profilo creditizio. Nel

prendere tali decisioni, si è stati posti di fronte al dilemma se consentire le eccedenze vedendo così aumentare la concentrazione dei rischi dell'intermediario, ovvero se negare l'autorizzazione pur avvertendo le serie conseguenze del diniego.

Queste ultime, se si guarda all'intermediario creditizio, sono trascurabili o quasi per le grandi aziende di credito in virtù della loro capacità di sostituire un impiego all'altro, eventualmente canalizzando sul mercato interbancario o su quello monetario la raccolta che non possono erogare come crediti. Gli effetti, invece, sono molto gravi per gli istituti di credito speciale di minori dimensioni che operano nelle zone in via di sviluppo; la loro provvista è autorizzata soltanto nei limiti in cui devono soddisfare domande di finanziamento e queste, che promanano dalla locale industria nascente caratterizzata da una struttura debole e da un'elevata concentrazione, avrebbero dovuto essere respinte in gran numero dall'istituto ed eventualmente dall'organo di vigilanza. Così facendo, non solo si sarebbe rischiato di condannare ad una scarsa operatività molti istituti di medio credito, ma si sarebbe finito col tradire lo spirito di una legislazione che ha configurato il credito agevolato come lo strumento principale per lo sviluppo economico delle aree meno favorite del nostro paese. A prescindere dal giudizio sull'uso indiscriminato e polivalente che è stato fatto dell'agevolazione sul costo del credito, è indubbio che essa trova la sua migliore giustificazione nell'obiettivo di compensare gli operatori della maggior alea imprenditoriale cui vanno incontro localizzando i nuovi impianti in zone con scarsa tradizione industriale e con poche infrastrutture civili.

Perciò, il perseguimento degli obiettivi fissati dalle leggi attraverso questo tipo di intermediari finanziari è possibile soltanto a patto di tollerare presso i medesimi una concentrazione di rischio superiore a quella ritenuta tecnicamente normale. Da questa constatata, inevitabile conseguenza discende la riluttanza dell'organo di vigilanza al veder costituire istituti di mediocredito regionale nel Mezzogiorno continentale, i quali, oltre che a disintermediare in qualche misura le istituzioni che oggi vi esercitano il credito a medio e a lungo termine a favore delle imprese minori, sarebbero destinati ad una vita asfittica e rischiosa anche per la stabilità del sistema. Al contrario, i più antichi istituti di credito speciale, sorretti dalla tradizione e da adeguate strutture, anche se hanno una minore possibilità di mediare i rischi rispetto ad aziende di credito di

dimensioni comparabili, sono in grado di effettuare la compensazione degli stessi sull'intero territorio nazionale e perciò anche tra diversi rami di industria e tra differenti gruppi economici.

Il peggioramento della qualità degli impieghi e la concentrazione dei rischi impongono che i fondi patrimoniali degli enti creditizi siano rafforzati per poter far fronte in modo adeguato alla loro funzione di ammortizzatori delle perdite. Nonostante le sollecitazioni delle autorità creditizie, le quali hanno anche operato attraverso la nuova configurazione data ad alcuni strumenti di vigilanza che collegano l'operatività delle aziende di credito all'entità dei loro fondi patrimoniali, l'aumento di questi procede lentamente ed è frutto in gran parte delle rivalutazioni monetarie fiscalmente ammesse.

L'apporto di fondi dall'esterno appare più agevole per le banche a forma azionaria e soprattutto per quelle popolari, date le caratteristiche della loro base sociale; le banche di interesse nazionale, consapevoli delle proprie responsabilità interne ed internazionali, hanno ritenuto di aumentare i propri capitali nel 1978, nonostante le difficoltà finanziarie del loro azionista di maggioranza. Per gli istituti di credito di diritto pubblico assai più problematico si presenta l'afflusso di capitale dall'esterno, che è di fatto escluso per le casse di risparmio; queste ultime, dando prova di notevole sollecitudine per la tutela dei depositanti, hanno favorito, in sede di allocazione dell'utile lordo del 1977, il rafforzamento dei fondi rischi e talvolta, in sede di ripartizione dell'utile netto, anche la riduzione della quota destinata a opere di beneficenza.

Il disegno di legge, di iniziativa governativa, avente per oggetto l'aumento dei fondi di dotazione e dei fondi di riserva speciale dei tre banche meridionali intende offrire a questi istituti un valido ausilio per fronteggiare sia le conseguenze sfavorevoli dei provvedimenti sul consolidamento dei debiti degli enti locali sia l'azione di sviluppo.

Per essere efficace l'attività di vigilanza non può irrigidirsi in schemi invariati al mutare degli andamenti congiunturali, delle strutture dei mercati, delle situazioni degli intermediari. Ne deriva che la materia che ricade sotto i giudizi affidati alla Banca è essenzialmente tecnica e mutevole; l'esperienza dei casi precedenti e l'utilizzazione di

moderni strumenti decisionali possono ridurre ma non eliminare il margine di opinabilità. Spesso l'ipotesi prescelta non rientra nell'esclusivo ambito di determinazione dell'organo di vigilanza, poiché la legge dispone che altri poteri facenti capo ad altri soggetti vengano da esso attivati. Spetta in questo caso alla nostra Banca un dovere di sollecitazione, talvolta di proposta, ma non di decisione.

Di questo ampio sistema di interventi sarebbe estraneo alla tradizione della Banca rifiutare la responsabilità: responsabilità che la legge le affida e che nella legge trova il naturale limite. Giova ribadire che l'oggetto delle nostre scelte presenta contenuti tecnici di tale peculiarità ed è così strettamente condizionato dal contesto interno ed internazionale, che appare invero ardua la pretesa di affermare, allorché si esuli dalla valutazione politica o dalla ricostruzione storica, che una diversa scelta si imponeva al momento della decisione. Sarebbe facile dimostrare che simili giudizi a posteriori spesso sottovalutano le obiettive difficoltà che nel concreto svolgersi dei fatti hanno condizionato la decisione.

Del pari, nella specifica materia valutaria, atteggiamenti eccessivamente inquisitori finiscono con l'ingenerare nei dirigenti bancari la convinzione che ogni manifestazione della loro attività sia destinata ad essere considerata sistematicamente sospetta; istintivamente essi se ne ritraggono, limitando sempre più la loro autonomia decisionale. Tutto ciò spinge alla burocratizzazione del credito e contrasta con l'obiettivo, dai più conclamato, di sollecitare le energie e le capacità professionali, la cui supposta mancanza è spesso esplicitamente addotta come motivazione di giudizi severi sul sistema bancario.

L'organo di vigilanza da parte sua ritiene di confermare l'opzione fondamentale di considerare il sistema creditizio come un insieme di imprese; questa scelta qualifica in modo positivo la possibilità che, proprio attraverso un corretto e penetrante uso dei poteri discrezionali cui si è testé accennato, la complessiva attività delle istituzioni creditizie venga indirizzata al conseguimento degli obiettivi fissati dagli organi rappresentativi a ciò preposti.

Signori Partecipanti,

il nostro paese si trova di fronte a una sfida di grande momento, e il corpo sociale nelle sue varie componenti sembra ora avvertire il pericolo che incombe sulle posizioni acquisite in un processo, sia pure travagliato, di avanzamento economico e civile. Il numero delle persone senza lavoro, statisticamente accertato, è di un milione e mezzo, e sale a un milione settecentomila tenendo conto di coloro che figurano nei libri-paga delle imprese al di là delle effettive esigenze della produzione. Offrire possibilità durature di lavoro a questa ingente massa di disoccupati è il traguardo nei confronti del quale ogni altro obiettivo diviene strumento.

La ripresa congiunturale che vari indicatori segnalano si presenta con i caratteri di precarietà che hanno contraddistinto analoghe fasi della nostra economia nel periodo più recente. Se lasceremo che essa proceda secondo le tendenze in atto, il sollievo che ne potrà derivare all'occupazione sarà scarso; prima che l'accresciuta attività produttiva, una volta utilizzata appieno la manodopera sottoccupata, possa esprimere una consistente domanda aggiuntiva di lavoro si saranno già incontrati i vincoli che costringeranno a frenare l'espansione. Un più attento governo della domanda potrà valere, come già è avvenuto, a ridurre l'ampiezza delle oscillazioni cicliche, ma non ci affrancherà da un procedere alterno fra punti superiori, nei quali il tasso di sviluppo toccherà fugacemente valori soddisfacenti, e punti inferiori, nei quali alla recessione continuerà ad accompagnarsi un elevato tasso d'inflazione.

Per allentare la morsa dell'inflazione e del ristagno, è necessario incidere concretamente sul disavanzo corrente e globale del settore pubblico. Quando eccede le dimensioni compatibili con il finanziamento fisiologico consentito dal sistema, esso pone pressioni insostenibili sulla creazione di base monetaria, tanto più penose per le autorità responsabili, consapevoli che il finanziamento in moneta ad alto potenziale non può che comportare l'imposta da inflazione quale mezzo di copertura dei vuoti tributari.

Altrettanto urgente appare l'esigenza di contenere il costo del lavoro, operando contemporaneamente sulle due lame della forbice – maggior produttività ed efficienza e contenimento del salario nominale – in modo da creare le premesse per realizzare un sostenuto processo di accumulazione.

Una ripresa degli investimenti tenderà a comportare nel breve periodo pressioni sui nostri conti con l'estero di parte corrente. Ma se l'eventuale passaggio in rosso di

queste voci avverrà in un contesto di ricostituzione degli equilibri reali e monetari interni, si potrà contare su flussi di finanziamento stabili e consistenti ed evitare che il vincolo esterno comprometta la durevolezza della ripresa.

La conoscenza di questa realtà e delle cause che la determinano si è maturata nell'esperienza degli ultimi difficili anni; ma la conoscenza è sterile, se non scatta la volontà che la trasformi in azione: perché non ci «tornino in cagion di condanna le cose sentite, e non operate; credute, e non osservate».

Se si è convinti che la spesa pubblica corrente ha raggiunto valori insostenibili, che essa non risponde in modo appropriato alle esigenze sociali e che per di più ha in sé fattori di ulteriore deterioramento quantitativo e qualitativo, occorre intervenire senza ulteriori indugi e senza mezze misure. Già alcuni meccanismi perversi, non corretti in tempo, hanno compromesso il bilancio del settore pubblico nel 1978; sarebbe colpevole non evitare l'aggravio che incombe sul 1979.

Se si è convinti che l'avvio di una ripresa capace di consolidarsi e diffondersi richiede una politica di investimenti autonomi, occorre operare le necessarie scelte, rimuovere gli impedimenti posti dalla lentezza delle procedure amministrative e passare a una sollecita attuazione almeno nei campi nei quali più evidenti sono i bisogni: l'energia, l'agricoltura, l'ambiente, l'edilizia pubblica, la casa. Per queste opere il credito non dovrà mancare.

Se si è convinti che il risanamento e lo sviluppo della base produttiva presuppongono non solo la disponibilità delle risorse da destinare agli investimenti ma anche la chiara comunicazione del quadro d'insieme e delle norme con cui si esplica l'apporto del settore pubblico, occorre che la Pubblica amministrazione offra agli operatori certezza, sostegno e indicazioni attraverso una gestione attiva e coordinata dei propri strumenti: autorizzazioni, prezzi, tariffe, commesse, incentivi.

Se si è convinti che un rilancio dell'occupazione nella stabilità monetaria richiede soprattutto la realizzazione di condizioni che rendano economico l'impiego delle risorse e che stabilizzino il tasso atteso di profitto, occorre che un negoziato sociale porti alla definizione di una politica del costo e della mobilità del lavoro in funzione di chiari obiettivi di investimento e di occupazione. E se è valida la

dimostrazione, che abbiamo cercato di dare, del danno derivante allo stesso mondo del lavoro da meccanismi retributivi che alimentano la spirale prezzi-salari, occorre modificarli.

«Sarebbe un drammatico errore se chi rappresenta il mondo del lavoro non facesse tutto quanto è in proprio potere per spezzare questa spirale. L'indicizzazione delle retribuzioni dà la breve illusione che la difesa del loro valore reale possa avvenire senza riguardo all'evoluzione del loro valore nominale. Essa invece non solo restringe il fronte già sottile di coloro che difendono la moneta, ma alimentando la spirale infligge ai lavoratori una perdita di potere d'acquisto in corso di trimestre crescente col deprezzamento monetario; riprende loro, quali detentori di attività in moneta, parte del potere d'acquisto che non abbiano subito tradotto in spesa; quando il cambio anticipi gli attesi aumenti di prezzi, comporta una svendita della ricchezza nazionale che esercita sul reddito effetti non dissimili da quelli del rincaro dei prodotti d'importazione».

Accedendo alla modifica di meccanismi, che già nel breve e più nel medio periodo si ritorcono contro chi li assunse a proprio strumento di difesa, «i lavoratori, che giustamente ambiscono a porsi sempre più come soggetti del destino economico della nazione, si farebbero assertori di un interesse generale che in definitiva corrisponde al loro in termini di potere d'acquisto del salario, di occupazione, di distribuzione del reddito nazionale».

Queste considerazioni non sono di oggi; esse sono tratte da una lettera scritta al segretario generale della maggiore fra le confederazioni sindacali il 5 maggio 1976; giorno nel quale la quotazione del dollaro toccò a listino le 916 lire.

Nel corso tumultuoso dei quattro mesi che misero capo a quel giorno, Aldo Moro, Presidente del Consiglio, aveva seguito e sorretto l'azione della Banca con attenzione, simpatia e fiducia.

La sera di quello stesso giorno, si svolse a Villa Madama una riunione di governo nella quale, allo scopo di arrestare la caduta del cambio, vennero decisi vari provvedimenti limitativi della libertà dei pagamenti esteri: tra essi, il deposito previo per le importazioni, la riduzione dei termini di validità dei conti valutari e l'obbligo del finanziamento in valuta per le esportazioni con pagamento differito.

Moro, che presiedeva, osservò nel corso del dibattito che inoltrarsi sulla via delle restrizioni ai rapporti con l'estero, come pure si doveva fare in una situazione di emergenza, era «un altro modo di uscire dall'Europa».

L'analisi proposta in questa Relazione è intesa quale contributo alla definizione di una linea di politica economica che, avvicinando gli obiettivi della stabilità monetaria e dello sviluppo, valga a mantenere il nostro paese, uguale tra uguali, nel consorzio delle nazioni civili.

Approfondire la riflessione su quanto a ciò si richiede e coerentemente determinarsi sarà modo non ultimo né meno degno di far rivivere entro di noi la voce che è stata spenta, di riscattare il male che è stato compiuto.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1978

Signori Partecipanti,

il Direttorio della Banca si presenta a questo annuale appuntamento con i partecipanti e gli invitati mentre sono in corso contro due dei suoi membri procedimenti giudiziari, il primo dei quali, le cui dolorose e drammatiche vicende vi sono note, è stato aperto il 24 marzo; altre due comunicazioni giudiziarie sono seguite.

Mario Sarcinelli ed io abbiamo la sicura coscienza di aver costantemente ispirato la nostra azione all'interesse del Paese e dell'Istituto nel rispetto delle leggi. Ma la nostra condizione di fronte alla Magistratura ha ugualmente pesato sulla preparazione della Relazione annuale, soprattutto di questa parte finale, allestita in un clima profondamente turbato. Il taglio dell'esposizione è stato adattato alla necessità di darvi anche conto dei problemi che, alla luce degli eventi occorsi, si pongono per il Paese, per l'assetto creditizio, per la funzione di vigilanza.

Nel luglio dello scorso anno ha lasciato l'Istituto il Direttore generale Mario Ercolani. Assunto in Banca nel 1938, egli ha percorso tre quarti della sua carriera – prima e dopo la guerra combattuta e la prigionia – presso il Servizio studi, che è stato chiamato a dirigere nel 1967 e presso il quale si è illustrato soprattutto per i contributi intorno ai temi del bilancio pubblico, dei flussi di fondi nell'economia e della politica monetaria. Nominato nel 1970 direttore centrale per le operazioni con l'estero, ha vissuto per lunghi anni le alterne vicende valutarie e, in particolare, quale membro del Direttorio è stato chiamato, nella lunga crisi del 1976-77, alla dura prova della condotta del cambio durante la quale ha confermato le sue virtù di saldezza d'animo, padronanza dei meccanismi economici ed equilibrio, congiunte ad un tratto umano che nel corso degli anni gli ha guadagnato in Italia e nelle sedi internazionali l'universale simpatia degli ambienti bancari.

Il Consiglio superiore e le Autorità governative hanno chiamato a sostituirlo nella carica il Vice direttore generale Carlo Ciampi, reintegrando contestualmente il

Direttorio con la nomina a Vice direttore generale di Alfredo Persiani Acerbo, già Segretario generale della Banca.

Nel soffermarmi due anni or sono su problemi interessanti l'organizzazione dell'Istituto ed i suoi collaboratori, sottolineai con preoccupazione le possibili conseguenze demotivanti di alcune tendenze livellatrici nella valutazione dei meriti e nel trattamento economico specialmente su coloro che sono chiamati a compiti più ingrati e onerosi in termini di carico di lavoro e di esercizio di responsabilità.

Aggravano ora questa preoccupazione le incertezze di ordine giuridico indotte, in chi opera e deve decidere, dagli eventi recentissimi che ho ricordato e che negli ultimi anni sono stati preceduti da altre difficili vicende interpretative delle funzioni attribuite alla Banca centrale.

Occorre operare affinché siano rimosse queste cause di malessere: una gestione efficiente presuppone serenità di animo e possibilità di affidarsi a criteri di legittimità ragionevolmente sicuri.

La storia dell'Istituto insegna che molte difficoltà sono state superate per il consenso maturatosi nei confronti di una tradizione di serietà, sulla quale convergono gli interessi del Paese, del sistema creditizio, della comunità intera della Banca e dei suoi singoli componenti.

La certezza che questo valore sia vivo nell'Istituto mi consente, in un periodo difficile, di riaffermare sicura fiducia nella capacità dei collaboratori a vivere l'impegno di servizio, in una costruttiva dialettica interna, nel perseguimento del pubblico interesse.

In questo spirito rinnovo al personale il senso di apprezzamento dell'amministrazione della Banca, col pensiero rivolto a tutti, ma più specialmente in questi giorni a coloro ai quali è affidato l'incarico della funzione di vigilanza bancaria.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

I fattori di instabilità da cui è stata dominata la scena mondiale durante quest'ultimo decennio hanno trovato ancora spazio lo scorso anno, sia nei rapporti

internazionali, sotto la forma di squilibri nelle bilance dei pagamenti dei principali paesi industriali e di oscillazioni nelle ragioni di scambio, sia negli andamenti economici interni, sotto quella della persistenza di inflazione e disoccupazione.

Nella media del 1978 la sostanziale stabilità delle quotazioni dei prodotti primari e il miglioramento delle ragioni di scambio che ne è seguito per i paesi dell'OCSE hanno contribuito al lieve calo dell'inflazione e al totale assorbimento del saldo passivo delle partite correnti dell'area, che nel 1977 aveva superato i 25 miliardi di dollari.

Tuttavia già nell'ultima parte del 1978, ripresa la rincorsa dei prezzi dei prodotti primari, è apparso il carattere transitorio dei risultati positivi segnati dalle economie industriali sul fronte dell'inflazione e su quello dei conti con l'estero. I principali paesi sono venuti a trovarsi tutti insieme nella fase espansiva del ciclo, mentre la liquidità internazionale veniva alimentata con larghezza dai passivi della bilancia dei pagamenti americana; questi fattori, reali e monetari, si sono accumulati con le tensioni politiche nel Medio Oriente e nel Sud-est asiatico, nel rinnovare le pressioni al rialzo nei prezzi delle materie prime e del petrolio greggio.

Nell'attuale situazione di prezzi prevalentemente stabiliti in condizioni di oligopolio e di tendenziale scarsità di alcuni prodotti primari, i tentativi dell'area più industrializzata di riportare le ragioni di scambio verso i valori precedenti il 1973 risultano frustrati sia dalle reazioni dirette dei paesi esportatori di quei prodotti sia dai meccanismi dei mercati; oltre il breve periodo, e per l'economia mondiale nel suo complesso, i conflitti distributivi determinano conseguenze a un tempo inflazionistiche e recessive, che si amplificano in funzione dell'asprezza dei contrasti esistenti all'interno di ciascun paese. Queste conseguenze si sono manifestate con maggiore gravità nelle economie dei paesi occidentali dove, nell'espressione monetaria dello sviluppo del reddito, la componente spuria da inflazione domina ormai su quella, affievolita, che esprime la crescita reale.

Un più elevato flusso di investimenti rispetto al totale delle risorse e un suo orientamento settoriale più rispettoso dei mutamenti intervenuti negli ultimi anni sia nei prezzi relativi dei prodotti e dei fattori, sia nelle direzioni assunte dal processo di divisione internazionale del lavoro restano condizioni necessarie, seppure non sufficienti, per correggere questa situazione deludente in termini di sviluppo ma

soprattutto mortificante nel confronto con il grado di controllo dell'inflazione realizzato in altri tempi, come in altri sistemi.

La crescita della produttività risente infatti dell'insufficiente accumulazione, mentre si conferma strumento importante nella lotta all'inflazione, perché la dinamica salariale, pur con diversità da paese a paese, resta generalmente sostenuta, scarsamente sensibile alla relazione tra domanda e offerta di lavoro, e non facilmente contenibile con le politiche dei redditi o con la fissazione di traguardi di crescita monetaria.

Lo scorso anno l'incremento degli investimenti fissi nell'intera area dell'OCSE ha superato solo di poco quello del reddito, cosicché il rapporto tra le due grandezze ha recuperato in piccola parte la forte flessione, pari a più di due punti percentuali, subita nel 1974-76. In diversi paesi i margini di profitto e la condizione finanziaria delle imprese sono migliorati; il grado di utilizzo della capacità produttiva è aumentato; i tassi d'interesse, tenuto conto delle aspettative di inflazione, sono rimasti su livelli relativamente bassi. Se, nonostante tali progressi, l'accumulazione stenta a riprendere slancio, ciò è dovuto al persistere di rigidità nell'applicazione delle forze di lavoro e di fattori di incertezza che attengono in parte alla instabilità dei rapporti tra le valute. Questa ha trovato origine in larga misura nell'accentuazione degli squilibri nei pagamenti correnti tra i principali paesi dell'OCSE.

In particolare, si sono accresciuti il disavanzo corrente degli Stati Uniti e gli avanzi del Giappone e della Germania federale. Solo nella seconda metà dell'anno il processo di aggiustamento ha segnato lievi progressi, con l'auspicato avvio di una sostituzione della Germania federale, del Giappone e degli altri principali paesi industriali agli Stati Uniti nella funzione di sostegno dell'attività economica e del commercio mondiale.

I recenti sviluppi monetari internazionali confermano l'analisi svolta lo scorso anno in questa sede, secondo cui la manovra dei cambi deve essere accompagnata da coerenti misure di politica economica interna; essa risulta ancor più efficace se congiunta a un'azione concertata fra i vari paesi mirante a definire avanzi e disavanzi di parte corrente desiderati, o comunque accettati e sostenibili, così da evitare il formarsi di vuoti deflazionistici per la comunità internazionale presa nel suo insieme.

La caduta del dollaro ha potuto essere arrestata dalle misure annunciate il 1° novembre dall'Amministrazione americana. Esse costituiscono una svolta nella politica del cambio degli Stati Uniti, che si avvale per la prima volta di interventi diretti per ammontari rilevanti, appoggiati anche alla costituzione di debiti in valuta estera anziché in dollari, e congiunti a provvedimenti incisivi di carattere monetario e, in prospettiva, fiscale.

In un quadro di rinnovata cooperazione nella gestione dei cambi, si sono posti in atto misure e studi intesi a parare i rischi di un'incontrollata diversificazione delle riserve ufficiali. Le banche centrali hanno riattivato l'accordo che limita il reinvestimento delle riserve negli euromercati, mentre si viene rinnovando l'interesse per la creazione, presso il Fondo monetario internazionale, di un «conto sostituzione» che permetta la trasformazione volontaria e parziale in diritti speciali di prelievo delle riserve in dollari.

Anche i recenti accordi monetari europei rispondono alla volontà di limitare e gestire la flessibilità dei cambi, collegandola ad ampi sostegni finanziari, senza peraltro introdurre rigidità che, in ragione della diversità delle spinte inflazionistiche di origine interna, ostacolano la libertà degli scambi e distorcano l'allocazione internazionale delle risorse.

Il consenso ritrovato intorno a questi temi di fondo discende dall'esperienza dei cambi fluttuanti fatta nell'ultimo quinquennio, dopo quelle degli anni venti e trenta. Essa ha confermato che la speculazione privata non assolve il ruolo stabilizzante ipotizzato dai teorici dei cambi perfettamente liberi; meno ancora in una situazione dei pagamenti internazionali che, a seguito della crisi petrolifera, non poteva convergere verso un equilibrio stabile con saldi correnti positivi o nulli per i paesi industriali. Sbilanci nei conti con l'estero, anche se temporanei e reversibili, sono stati spesso aggravati e ampliati, generando le sequenze solo in parte simmetriche dei circoli «viziosi» e «virtuosi».

L'esigenza di disporre di riserve internazionali con cui sopperire ai fabbisogni per gli interventi e mantenere i cambi su percorsi coerenti con le forze che li governano nel medio periodo non è venuta meno. Dal 1973, la creazione di liquidità internazionale ha combinato agli elementi tradizionali la pratica del finanziamento compensativo. Il

«regolamento» è avvenuto spesso tramite l'incremento delle passività ufficiali, piuttosto che attraverso la riduzione dell'attivo: la crescita delle riserve lorde non poteva rappresentare, quindi, una misura univoca degli impulsi espansivi derivanti dal processo di creazione di moneta internazionale, all'interno del quale è necessario distinguere tra fonti di liquidità lorda e netta.

Le variazioni dei tassi reali di cambio che sono state conseguite nell'ultimo sessennio palesano come, pur in economie aperte e altamente indicizzate, il cambio possa svolgere un ruolo non trascurabile nell'aggiustamento strutturale. I sistemi economici più industrializzati, i cui comandi sono solo parzialmente utilizzabili e in alcuni casi addirittura bloccati, necessitano dello snodo rappresentato da una qualche flessibilità nei rapporti tra le valute. Un meccanismo di cambio incapace di adeguarsi ai mutamenti nei costi reali rischierebbe di spostare l'aggiustamento sul grado di apertura economica delle frontiere, soprattutto per quanto concerne i flussi di capitali, cioè in senso riduttivo della integrazione tra le economie; questa deve trovare sostegno in politiche di sviluppo regionale e misurarsi essenzialmente in termini di libertà delle transazioni e solo in via strumentale sulla certezza del cambio.

La convergenza è necessaria anche perché la costituzione di un'area regionale può comportare il danno della formazione di blocchi, rilevante soprattutto nel caso dell'Europa storicamente intesa. Questo rischio non meriterebbe di essere affrontato se l'area regionale non realizzasse una sua effettiva e operante coesione interna.

L'istituzione del Sistema monetario europeo è stata concepita nel vertice di Brema come elemento fondamentale di un rinnovato impulso all'integrazione economica e finanziaria europea; una maggiore stabilità monetaria e di cambio doveva essere perseguita quale parte di un'azione comune per accelerare la crescita, per diminuire la disoccupazione e l'inflazione e per rafforzare le economie meno prospere della Comunità.

Lungo la strada l'ispirazione iniziale è sembrata affievolirsi. La posizione italiana nelle sedi multilaterali e negli incontri bilaterali dove sono state definite le caratteristiche dello SME è rimasta più di altre coerente con l'obiettivo di costruire un sistema in grado di accogliere tutti i paesi membri e di ridurre pericoli non solo inflazionistici, bensì anche deflazionistici. In questa prospettiva si è sottolineato che gli

impegni reciproci in materia di cambio, impostati su una effettiva simmetria di aggiustamenti economici, dovevano essere accompagnati sia da sostegni finanziari, per fronteggiare attacchi speculativi, sia da aiuti sostanziali ai paesi meno forti, per arrestare e quindi ribaltare gli effetti perversi dell'attuale redistribuzione delle risorse attraverso il bilancio comunitario.

Gli accordi entrati in vigore il 13 marzo si articolano sulla coesistenza di una griglia di rapporti di cambio «centrali» bilaterali, con corsi di intervento minimi e massimi, e di parità in scudi, rispetto alle quali viene calcolato un indicatore di divergenza. Perché il nuovo sistema non riproduca i difetti del vecchio «serpente» ci sembrava, e ci sembra, necessario auspicare che azioni tempestive di carattere unilaterale impediscano alla moneta divergente di discostarsi troppo dallo scudo, a meno che l'esistenza di squilibri fondamentali non suggerisca una modifica dei tassi centrali. In un contesto in cui non possono essere esclusi spostamenti di preferenze e movimenti di diversificazione delle riserve ufficiali verso alcune monete europee particolarmente stabili, la mancata definizione delle linee operative di una politica comune nei confronti delle principali valute terze, e segnatamente del dollaro, dà rilievo sostanziale all'esigenza di un trattamento speciale per i debiti accumulati involontariamente a seguito di interventi di paesi in avanzo.

Questi punti, rilevanti per la simmetria e la equa ripartizione degli oneri dell'aggiustamento nel sistema, non sono stati ancora acquisiti, essendone stato rinviato un esame approfondito alla luce delle esperienze dei primi mesi di operatività dello SME.

Queste ultime sembrano confermare l'eccessiva rigidità dei margini bilaterali per le monete diverse dalla lira, come si deduce non soltanto dai corsi della sterlina inglese, non partecipante agli accordi di cambio, ma anche dal fatto che si sono spesso registrate tensioni bilaterali all'interno del Sistema: tra la corona danese e il franco belga, prima dello scatto dell'«allarme ECU» e, ultimamente, tra la moneta belga, che ha nel frattempo superato la soglia di divergenza, e il marco tedesco. Nella prevista prima revisione del Sistema si dovrà ritornare sulle questioni irrisolte di rilevanza generale; tra esse è da porre la combinazione ottimale tra margini bilaterali e indicatore di divergenza.

Impegni rigorosi di cambio devono essere principalmente sorretti da un progressivo adeguamento reciproco delle politiche economiche e monetarie; si rischierebbe altrimenti un nuovo insuccesso, che avrebbe sull'auspicata evoluzione della Comunità verso l'unione economica e monetaria conseguenze assai più gravi di quelle già registrate per il fallimento del piano Werner. È evidente sotto questo profilo che lo sforzo di avvicinamento verso il baricentro comunitario deve essere particolarmente intenso nel nostro Paese. È tuttavia presumibile che le disparità di andamento delle variabili economiche e monetarie nei paesi della Comunità non permetteranno di evitare il ricorso ad aggiustamenti reciproci nei rapporti di cambio. A questo fine, margini di fluttuazione bilaterale relativamente ampi svolgono l'utile funzione di consentire la modifica dei tassi centrali senza quelle discontinuità nelle quotazioni di mercato che renderebbero il sistema pronò alla speculazione.

Le linee di credito previste a Bruxelles a favore dello SME per un totale di 25 miliardi di scudi, ovvero circa 2,5 volte quelle precedentemente disponibili, rappresentano una massa di manovra assai notevole a sostegno degli accordi di cambio; il loro effetto dissuasivo nei confronti di eventuali attacchi al sistema si cumula con quello derivante dall'accresciuto grado di liquidità delle riserve auree. Occorrerà ora procedere, seguendo le linee già tracciate a Brema, per consentire che il FECoM si trasformi in un vero Fondo monetario europeo, dotato di capacità autonome di analisi e di indirizzo delle politiche monetarie e di cambio perseguite dai paesi membri, assegnando tra l'altro un ruolo preciso e importante allo scudo, in modo da favorire sia il processo di integrazione finanziaria della Comunità, sia quello di una effettiva graduale diversificazione delle riserve in dollari, nel contesto di intese con il Fondo monetario internazionale e con le autorità monetarie americane.

È infine da sottolineare l'esigenza di una profonda revisione del ruolo del bilancio comunitario in un processo fecondo di integrazione reale e finanziaria: il problema delle regioni meno sviluppate richiede probabilmente strumenti e metodi in parte diversi da quelli sin qui utilizzati, nell'ambito di orientamenti della politica di sviluppo dei diversi settori e aree confrontati e concordati sul piano comunitario. A quest'ultimo proposito l'esperienza del nostro Mezzogiorno suggerisce l'opportunità di un ricorso a interventi distinti sulle infrastrutture e sul costo del lavoro, piuttosto che a

una incentivazione generica, soprattutto quando essa avvenga con costi reali del capitale negativi.

È solo in una visione angusta dello SME e dell'Europa che può essere disconosciuta l'importanza di un procedere simultaneo lungo le direttrici sopra indicate.

IL CAMBIO E L'INFLAZIONE

L'ingresso dell'Italia nello SME è avvenuto in un momento favorevole sotto l'aspetto valutario, grazie soprattutto all'avanzo globale della bilancia dei pagamenti, che ha raggiunto nel 1978 i 7 mila miliardi di lire, dei quali 5.400 di parte corrente, ed è continuato nei primi mesi di quest'anno.

Alla fine dello scorso aprile, le riserve ufficiali ammontavano a 27.400 miliardi ed erano costituite per quasi la metà da oro al valore di bilancio e per il resto soprattutto da scudi e valute convertibili. Il volume delle riserve eccedeva di circa 14 mila miliardi la somma delle passività estere ufficiali, di quelle del sistema bancario e di quelle relative ai prestiti compensativi, mentre alla fine del 1977 i due aggregati si equivalevano.

Questa massa di manovra appare adeguata rispetto a un flusso di importazioni che per le sole merci tocca ormai i 55 mila miliardi. Accanto alla funzione di finanziamento di eventuali disavanzi di parte corrente essa svolge, al pari dei crediti che assistono lo SME, quella di dissuadere la speculazione, i cui assalti si rivolgono di preferenza contro le valute dei paesi scarsamente provvisti di riserve, come avvenne per la lira al principio del 1976.

È stata anche ristabilita la possibilità di integrare le riserve mediante afflusso di prestiti a medio termine: nell'ultimo biennio, con l'emergere di avanzi nella bilancia di parte corrente, i mercati finanziari internazionali hanno applicato ai mutuatari italiani condizioni gradualmente più vicine a quelle offerte alla clientela di primaria importanza.

Al rafforzamento della posizione valutaria ha fatto riscontro una stabilità del cambio ponderato della lira nei primi tre trimestri del 1978, derivante da un

miglioramento del 5 per cento nei confronti del dollaro e da un peggioramento del 3 verso le monete dei paesi della CEE. Nell'ultima parte dell'anno, mentre le quotazioni del dollaro rimanevano, nonostante ampie oscillazioni, mediamente uguali a quelle del trimestre precedente, si consentiva che la lira arretrasse del 4 per cento nei confronti delle monete comunitarie, in vista dell'entrata in vigore dello SME e della conseguente riduzione del margine di manovra sul cambio.

La natura precauzionale di questa flessione è confermata dall'andamento avutosi nell'anno in corso. La lira, rimasta sostanzialmente stabile fino alla data di avvio dello SME, ha segnato successivamente un apprezzamento medio che ieri era di poco inferiore al 2 per cento nei confronti delle monete della CEE e dell'ECU.

Nel 1978 queste modifiche del cambio effettivo hanno consentito un lieve miglioramento della competitività: rispetto al 1977 esso è stato del 2-3 per cento se si fa riferimento ai prezzi all'esportazione e di circa un punto percentuale se si ha riguardo ai costi unitari del lavoro. Considerati i margini di incertezza impliciti in questi calcoli, non sembra errato affermare che il deprezzamento della lira è risultato sostanzialmente in linea con l'andamento differenziale dei costi e dei prezzi.

Mentre l'inflazione interna e la crescita del costo del lavoro nel settore privato proseguivano ancora a ritmi molto superiori a quelli medi europei, l'evoluzione favorevole degli scambi con l'estero veniva dunque allargando lo spazio entro il quale cercare una soddisfacente conciliazione tra stabilità e crescita. Ci siamo posti a più riprese la domanda, avanzata anche da eminenti studiosi, se nel 1978 non sarebbe stato consigliabile utilizzare quello spazio per consentire una minore flessione del cambio della lira o, anche, un suo apprezzamento.

Il quadro di riferimento della condotta valutaria è stato caratterizzato dalla formazione, lungo l'anno, di un avanzo corrente di dimensione superiore al previsto, soprattutto per lo sviluppo quantitativo delle esportazioni, che è stato doppio di quello del 5,5 per cento indicato ancora a settembre nella Relazione previsionale e programmatica; dalla persistenza di focolai di inflazione operanti nell'economia produttiva e nel settore pubblico; infine, dal ritmo incerto e lento con il quale si veniva manifestando la ripresa della domanda interna.

Pur nella consapevolezza del ruolo che riveste nel modellare il profilo dell'evoluzione dei prezzi, la determinazione del valore esterno della lira veniva orientata a consentire uno sviluppo delle esportazioni che creasse le premesse per una ripresa dell'accumulazione e per un riassorbimento della disoccupazione meno costretti dal vincolo esterno. D'altra parte, l'effetto calmierante del costo in lire degli approvvigionamenti all'estero era ricercato attraverso il graduale apprezzamento della nostra moneta rispetto al dollaro, valuta nella quale è fatturata una cospicua quota delle nostre importazioni, pur accettando il deprezzamento nei confronti di alcune monete, in particolare del marco e dello yen, i corsi delle quali erano influenzati dal processo internazionale di diversificazione delle riserve ufficiali.

Abbiamo noi stessi più volte affermato che un'appropriata manovra del tasso di cambio è un momento necessario di una politica di controllo dell'inflazione. Ma è anche vero che essa non ne è condizione sufficiente e che i suoi effetti sono limitati quando l'obiettivo di ripristinare un più soddisfacente livello dei profitti abbia, come generalmente accade alla fine di una fase di recessione, una elevata priorità nelle scelte d'impresa o quando l'imperfezione dei mercati, che caratterizza taluni beni importati, sia tale da ostacolare la diffusione dei benefici di costo che la rivalutazione del cambio consente.

In una prospettiva di più lungo periodo, inoltre, la presenza di un potenziale inflazionistico implicito nella crescita del disavanzo pubblico in rapporto al prodotto lordo rafforzava il convincimento che l'esito ultimo di un apprezzamento della lira si sarebbe ritrovato, non tanto nel rallentamento dell'inflazione, quanto nell'effetto negativo sulla domanda globale e sul saldo della bilancia dei pagamenti. Si sarebbe così frenata la ripresa produttiva e al tempo stesso indebolito il presupposto necessario di una sua regolare prosecuzione.

Sull'inflazione in questo decennio hanno interagito spinte provenienti dall'esterno, maggiore fra tutte quella dei produttori di fonti di energia, e dall'interno, fra le quali una più penetrante analisi hanno ricevuto quelle collegate all'andamento dei costi unitari del lavoro e all'inefficiente allocazione delle risorse implicita nel disavanzo del settore pubblico.

A causa dell'elevato livello di indicizzazione delle retribuzioni, l'eccesso di potere d'acquisto, che si sia formato in qualsiasi momento nel sistema a seguito di miglioramenti contrattuali, di una carenza dell'offerta o di altri fattori viene prima assorbito tra due successivi scatti della scala mobile dall'aumento interveniente nei prezzi, indi senza posa ricostituito. Il salario reale ne risulta così irrigidito, anche rispetto alle spinte inflattive provenienti dall'esterno, in un modo che nessun procedimento di contrattazione permanente riuscirebbe verosimilmente a determinare.

La potenziale instabilità che ne deriva non può essere in nessun caso sottovalutata, se si riconosce che le principali perturbazioni al sistema non provengono dal governo della moneta. Infatti, un'indicizzazione pressoché completa dei salari attenua le fluttuazioni del reddito e dei prezzi causate da variazioni delle quantità di mezzi finanziari resi disponibili all'economia, ma amplifica gli effetti inflazionistici e di riduzione della produzione innescati dall'aumento dei costi d'impresa. Incrementi autonomi del salario nominale superiori a quelli della produttività si traducono in aumenti delle retribuzioni reali, ma riducono la convenienza dell'impresa ad ampliare la base produttiva e l'occupazione, ponendo le premesse per nuove spinte inflazionistiche. In questo processo, i vantaggi ottenuti nell'immediato dai singoli e dai gruppi si convertono in danno attraverso gli effetti riflessi sulla condizione della classe lavoratrice presa nel suo insieme e su quella delle nuove generazioni.

Esiti analoghi sono prodotti dal peggioramento delle ragioni di scambio: se la riduzione del reddito disponibile che esso determina si concentra sulle imprese, l'effetto ultimo si rinviene sulle variabili influenzate dal livello dell'autofinanziamento. Flessioni dell'attività economica, in costanza del salario reale, possono essere evitate se le imprese accettano una riduzione del margine di profitto: un processo, questo, il cui limite è tanto più rapidamente raggiunto quanto maggiore è l'intensità dei fattori di deterioramento della redditività.

Il venir meno della stabilità del metro monetario, sulla quale dovrebbe fondarsi la certezza della generalità dei contratti, altera le relazioni economiche e, data la diversità dei rapporti di forza tra gli operatori, modifica in modo non prevedibile i prezzi relativi. Si accresce così l'insicurezza, si riduce l'orizzonte temporale degli

imprenditori e rallenta il processo di accumulazione del capitale da cui dipendono sia l'aumento di produttività sia la creazione di posti di lavoro.

Nell'anno trascorso l'opera di stabilizzazione ha potuto avvalersi di una relativa tranquillità dei prezzi internazionali delle risorse primarie. Il tasso d'inflazione, misurato sui prezzi al consumo, è sceso di 5 punti rispetto alla media dell'anno precedente, ma in corso d'anno non si è ridotto in modo significativo e il suo valore è rimasto ancora ben al di sopra della soglia delle due cifre.

Dense ombre gravano sul futuro. Gli aumenti del prezzo del petrolio, già decisi o minacciati e di certo superiori al 20 per cento nella media dell'anno, nonché le tensioni che dominano altri mercati delineano un quadro internazionale in cui le spinte inflattive tornano a prevalere sugli intendimenti di crescita reale e di sviluppo dell'occupazione.

In una situazione caratterizzata da rilevanti impulsi inflazionistici esterni, qualora un ampio avanzo corrente continuasse ad accompagnarsi a una soddisfacente evoluzione della domanda aggregata e della sua composizione, l'avvenuta ricostituzione delle riserve renderebbe possibile riconsiderare il sistema degli obiettivi, assegnando maggiore spazio all'uso del cambio per il contenimento dell'inflazione importata.

Ma sarebbe illusorio ritenere che attraverso il solo strumento del cambio si possa raggiungere l'obiettivo prioritario dello spegnimento dell'inflazione. Esso tenderà inevitabilmente ad allontanarsi nel tempo se non verranno simultaneamente combattute tutte le cause della crescita dei prezzi, dall'incremento del costo del lavoro alle inefficienze produttive, all'affievolimento della concorrenza, al disavanzo del settore pubblico.

L'ACCUMULAZIONE E L'INTERSCAMBIO CON L'ESTERO

L'aumento del prodotto interno lordo in termini reali è stato nel 1978 del 2,6 per cento: a un inizio d'anno positivo sono seguiti due trimestri centrali incerti e una ripresa negli ultimi mesi. L'impulso alla produzione è venuto dai consumi e, soprattutto, dalle esportazioni, mentre il meccanismo endogeno di accumulazione si è avviato solo nella parte finale dell'anno.

L'aumento dei consumi privati del 2,9 per cento, pur essendo stato maggiore di quello del 1977, ha risentito dello sfasamento con il quale essi seguono l'andamento del reddito, cosicché la ripresa autunnale non è bastata a compensare la contrazione avvenuta nel primo trimestre, in conseguenza del drenaggio fiscale operato alla fine del 1977.

Sono invece continuati a diminuire gli investimenti lordi complessivi. La flessione del 3,8 per cento è derivata prevalentemente dalla minore formazione di scorte, ma anche gli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto si sono ridotti dell'1,9 per cento; l'incremento delle costruzioni è stato esiguo.

La quota delle risorse che l'economia italiana ha dedicato all'accumulazione è così ulteriormente diminuita fino al 16,6 per cento del prodotto interno, proseguendo la tendenza in atto dal 1974, quando era stata del 20 per cento.

L'evoluzione recente del nostro apparato produttivo sembra aver trovato alimento nell'industria leggera di beni di consumo, sostenuta dalla domanda estera. Il tessuto delle imprese medie e piccole che operano in questo settore ha sprigionato le energie imprenditoriali che hanno spinto la crescita delle esportazioni e rafforzato la situazione valutaria del paese. Per mantenere le posizioni acquisite sui mercati internazionali occorre che il sistema delle relazioni industriali non comprometta la remunerazione del capitale. Ma, soprattutto, occorre che la crescita dell'industria leggera sia sostenuta da uno sforzo di ricerca applicata nel campo dei beni intermedi, dove le nuove tecnologie si incorporano nei prodotti, e dove l'investimento implica rischi e costi proporzionalmente maggiori.

I settori che producono beni intermedi sono, invece, in una crisi profonda. Condizionati da una aggressiva concorrenza internazionale e da pesanti oneri finanziari, essi soffrono della modesta crescita della domanda finale che ne mantiene la capacità utilizzata su bassi livelli. In queste condizioni le industrie a più elevata intensità di capitale non sono in grado di generare risorse interne sufficienti ad alimentare il processo di accumulazione e limitano l'attività di investimento alla sostituzione del macchinario obsoleto.

La mancata attivazione delle risorse disponibili per la riconversione e la ristrutturazione industriale e la lunga gestazione della normativa sul risanamento finanziario delle imprese hanno rappresentato un ulteriore ostacolo al processo di riequilibrio dell'economia italiana.

In un anno nel quale le risorse finanziarie non sono mancate, le imprese private hanno favorito il riassetto delle loro passività di bilancio, contenendo il ricorso all'indebitamento nei limiti necessari a completare gli investimenti in corso di esecuzione; peraltro, a loro iniziative si deve il risveglio dell'accumulazione sul finire dell'anno.

Ancora una volta, il ritardo con cui questo risveglio si è manifestato non è stato compensato da un flusso di investimenti autonomi, volto in particolare a soddisfare le profonde carenze di infrastrutture che ancora caratterizzano il nostro Paese. Nell'ambito dei servizi pubblici l'ulteriore lieve flessione avvenuta dimostra il permanere delle difficoltà di manovrare questi investimenti in funzione anticiclica. Anche il settore elettrico, che pur manifesta in prospettiva insufficienze dal lato dell'offerta, non è stato in grado di accelerare i propri piani di investimento. Nelle imprese a partecipazione statale, infine, la crisi di sovracapacità e le connesse perdite esistenti nell'industria di base hanno impedito che il settore potesse svolgere un ruolo di sostegno della industria produttrice di beni capitali.

L'eccezionale crescita delle esportazioni, aumentate in quantità del 10,8 per cento, cioè a un tasso doppio di quello del commercio mondiale, ha consentito un notevole ampliamento della quota della produzione italiana sul mercato internazionale e ha contribuito in modo determinante alla formazione dell'avanzo corrente. Ma sarebbe pericoloso adagiarsi su questo risultato positivo, il quale riflette l'azione di fattori contingenti piuttosto che mutamenti di struttura nei nostri rapporti con l'estero.

Nel 1978, infatti, le esportazioni sono state favorite dalla ripresa nelle economie che sono le maggiori acquirenti di nostri prodotti; il tasso di crescita della domanda interna in Italia è stato appena dell'1,7 per cento contro il 4,3 degli altri sei principali paesi industriali dell'OCSE. Le ragioni di scambio si sono modificate a nostro favore e la nostra competitività è migliorata grazie alla diversificata politica del cambio; i prezzi internazionali dei manufatti, espressi in dollari, hanno avuto un aumento del 14 per

cento, contro l'11 dei nostri. All'aumento della quota di mercato ha poi concorso l'azione di sostegno finanziario, accentuata negli anni più recenti, delle esportazioni di beni strumentali. Infine, il basso profilo della domanda interna ha continuato a esercitare per buona parte dell'anno l'effetto di breve periodo di contenere le importazioni, che era alla base della politica di riequilibrio esterno iniziata alla fine del 1976.

Nel corso di quest'anno l'andamento favorevole di alcune variabili potrebbe rovesciarsi; ciò sta già accadendo per le quotazioni internazionali dei beni primari. La relazione tra importazioni e reddito nazionale non indica d'altro canto alcuna diminuzione della propensione a importare. Nella media del 1978, le importazioni di beni hanno anzi mostrato una elasticità al reddito pari a 2,9 e superiore al valore di lungo periodo. È bensì vero che a innalzare il rapporto delle importazioni al reddito ha concorso l'eccezionale sviluppo nel flusso delle esportazioni, le quali hanno un contenuto elevato di materiali importati, ma analogo effetto avrebbe l'auspicata crescita relativa degli investimenti negli usi del reddito.

Nella composizione dell'interscambio italiano dei manufatti è continuata la tendenza, in atto dal 1973-74, verso l'aumento della specializzazione in prodotti tradizionali con contenuto tecnologico relativamente basso, mentre il disavanzo chimico ha segnato i 1.200 miliardi. Ne risulta che il nostro interscambio è ancor più sensibile all'andamento relativo dei prezzi interni e di quelli internazionali dei manufatti e sempre più soggetto alla concorrenza dei paesi emergenti.

Nel quadro che abbiamo delineato non mancano dunque elementi di contrasto. Se i risultati conseguiti negli ultimi due anni sui mercati mondiali sono stati migliori delle aspettative, non è solo per una congiunzione di circostanze propizie; è anche perché l'economia italiana ha espresso una vitalità di fondo senza la quale, anche in futuro, ogni sviluppo sarà impossibile. Dalle risorse che si sono costituite occorre però trarre la spinta verso un assetto più stabile ed equilibrato, non l'illusione che il vincolo esterno sia sciolto e che le mete di una civile società industriale siano ormai facilmente raggiungibili. Fenomeni di lavoro grigio o nero, che spiegano una parte non trascurabile delle economie conseguite dall'industria italiana in questi ultimi anni, non possono costituire la base per un rafforzamento permanente della struttura produttiva e

rappresentano un rimedio non solo socialmente indesiderato, ma anche economicamente irripetibile. L'arretratezza del Mezzogiorno, la povertà di infrastrutture, la degradazione dell'ambiente naturale, lo squilibrio tra settori sono problemi che la spinta della vitalità economica e della motivazione individuale non risolverà da sola in futuro, così come non li ha risolti in passato. Occorre invece che essa sia indirizzata anche verso beni collettivi e sommata nella coesione sociale, senza tuttavia venir spenta in un contesto di relazioni industriali troppo rigido, non adatto ad accompagnare le profonde modificazioni necessarie perché il nostro sistema economico converga verso un sentiero di sviluppo caratterizzato da pieno impiego dei fattori e coerente con i vincoli esterni.

Le linee di una politica intesa a promuovere attivamente i necessari adeguamenti strutturali sono state definite in modo organico nel Programma triennale presentato dal Governo nello scorso gennaio. Accanto al controllo della domanda, esso propone di realizzare una impegnativa opera di redistribuzione delle risorse che elimini gli sprechi e favorisca gli investimenti produttivi e le infrastrutture civili e sociali. Per conseguire questi obiettivi non basta rendere disponibili le risorse necessarie per gli investimenti attraverso il contenimento del disavanzo pubblico e del costo del lavoro per unità prodotta; occorre anche preoccuparsi dell'efficiente utilizzazione del capitale umano rappresentato dal patrimonio di conoscenze tecnologiche e organizzative di cui disponiamo.

L'EVOLUZIONE MONETARIA E IL DEBITO PUBBLICO

Dagli aspetti reali volgendoci a considerare quelli monetari osserviamo che il quadro entro il quale si è svolta l'azione della banca centrale sui mercati interni è stato caratterizzato dall'intensità degli impulsi espansivi derivanti dalla politica di bilancio e, in misura minore, dalla gestione del cambio.

I 34 mila miliardi di fabbisogno del Tesoro e i 7 mila miliardi dell'avanzo della bilancia dei pagamenti, che sommati danno una misura del potenziale di crescita monetaria, nel 1978 hanno rappresentato il 19 per cento del prodotto interno lordo. Dopo la crisi del 1963 il medesimo rapporto è stato in media del 7 per cento circa e in

nessun anno ha raggiunto il livello del 1978, il precedente massimo, registrato nel 1977, essendo stato del 13 per cento.

La spesa del Tesoro, più ancora degli scambi con l'estero, trasmette impulsi discontinui alla creazione di moneta; la loro diffusione nel sistema economico procede con lentezza; prima che essa si compia, la banca centrale deve talvolta soddisfare, almeno parzialmente, la domanda degli operatori. Così, ad esempio, le ampie erogazioni effettuate dal Tesoro negli ultimi giorni del 1978 hanno contribuito a gonfiare le risultanze statistiche anche perché l'economia si era intanto provveduta, per altri canali, di fondi che prima dello scadere dell'anno non erano ancora riaffluiti all'Istituto di emissione.

In presenza di questi condizionamenti, l'autorità monetaria si è proposta sia di contenere la creazione di liquidità sia di sospingere i detentori di titoli del debito pubblico verso le scadenze più lunghe: due obiettivi non sempre facili da conciliare, perché se l'offerta di rendimenti adeguati sui buoni ordinari del Tesoro rappresenta lo strumento immediato per l'assorbimento della liquidità e quindi per conseguire il primo scopo, il perseguimento del secondo richiede che i titoli di scadenza lunga presentino un buon vantaggio di rendimento rispetto a quelli di vita più breve. Realizzare questo margine attraverso un aumento dei tassi sui primi avrebbe reso troppo onerosa la raccolta degli istituti di credito speciale e il finanziamento degli investimenti. Raggiungerlo attraverso un forte abbassamento dei rendimenti dei buoni ordinari del Tesoro avrebbe attenuato l'incentivo per i risparmiatori a domandare strumenti finanziari diversi dal deposito e avrebbe più rapidamente annullato il vantaggio rispetto ai rendimenti delle attività in dollari. Il tasso sui BOT si è trovato così a un incrocio di esigenze parzialmente contrastanti, tra le quali è sembrato opportuno non privilegiarne rigidamente una rispetto alle altre.

Questo complesso di considerazioni, che in tutto l'arco del 1978 sono state oggetto di costruttivo dialogo con il Tesoro, ha portato a consentire una lieve discesa dei tassi sui buoni di vita più breve e a orientare verso scadenze più lunghe la composizione dei titoli pubblici offerti. L'incremento della base monetaria, che appare molto cospicuo se osservato sui dati di fine anno, ha rappresentato solamente poco più

di un terzo del potenziale sopra ricordato; non si ha nella recente esperienza storica esempio di un così elevato riassorbimento.

Se la sterilizzazione di base monetaria ha assunto rilevanza notevole, essa non è tuttavia riuscita a impedire che l'economia venisse alimentata da una liquidità abbondante anche a causa della gradualità con la quale la moneta aggiuntiva viene trasformata in altre attività finanziarie: la quantità di moneta è aumentata del 23 per cento nel corso dell'anno e il suo rapporto col prodotto interno lordo è ulteriormente salito. All'inizio del 1979 la crescita monetaria ha subito una flessione: l'incremento dei depositi bancari nei dodici mesi terminanti nel marzo scorso è sceso al 20 per cento.

Il più contenuto afflusso di fondi determinato dal massimale sugli impieghi bancari a breve è stato solo in parte avvertito dalle imprese perché hanno operato altri fattori di aumento delle disponibilità, tra i quali i più elevati trasferimenti dal Tesoro e un maggiore autofinanziamento.

L'azione monetaria esplica effetti sull'economia non solo per gli obiettivi che persegue, ma anche per gli strumenti dei quali si avvale: sulle stesse variabili macroeconomiche, dei prezzi, della moneta, del reddito la scelta dei modi di intervento ha effetti che, se non sono sempre immediatamente percepibili, sono però duraturi e profondi. Mossi da questa convinzione, negli ultimi anni ci siamo adoperati perché, anche attraverso congiunture fortemente accidentate, venisse perseguito il disegno di un sistema di strumenti nel quale si realizzassero il più possibile la libertà operativa dei mercati e l'efficienza degli interventi.

Nel mercato finanziario, un passo importante in questa direzione è stato compiuto nel giugno scorso, quando la misura del vincolo di portafoglio è stata ridotta dal 30 al 6,5 per cento dell'incremento dei depositi. L'attuale incidenza degli investimenti obbligatori in titoli sul flusso dei depositi è la più bassa dal 1973. Tuttavia, il mercato dei titoli a reddito fisso è ancora lontano da una condizione di libertà. Oltre che dalla pur ridotta aliquota del vincolo, le aziende di credito rimangono condizionate dall'obbligo di reintegrazione dei titoli scaduti o ceduti: nel 1978 la ricostituzione di titoli scaduti è assommata a 3.500 miliardi circa. Negli ultimi due mesi la nuova normativa ha indirizzato gli acquisti per la reintegrazione del portafoglio verso emissioni alle quali era venuto meno il sostegno del vincolo. Per l'immediato futuro vi è

da sperare che l'accrescersi delle tensioni sui prezzi non imponga di percorrere a ritroso il cammino compiuto nell'ultimo anno.

Nel mercato monetario l'azione del Tesoro sul primario e quella dell'Istituto di emissione sul secondario si sono coordinate nell'orientare gli investitori verso titoli di scadenza meno breve. L'offerta mensile di BOT a tre mesi è gradualmente diminuita dai 1.000 miliardi del gennaio 1978 fino a cessare del tutto nello scorso febbraio. In un anno nel quale il fabbisogno del Tesoro è stato di 34 mila miliardi, la consistenza complessiva dei buoni è aumentata soltanto di 5.700 miliardi. Il nostro portafoglio di buoni, che all'inizio del 1978 era di 7.590 miliardi, ammontava ieri a 694 miliardi. Per la parte che ci compete abbiamo cercato di conseguire questi risultati affinando le tecniche di intervento sul mercato, incoraggiando questo a esprimere proprie valutazioni, articolando le vendite su una gamma più vasta di titoli, ponendoci come acquirenti oltre che come venditori, istituendo un collegamento tramite terminale con i principali operatori; è nostro proposito di realizzare entro l'anno un primo sistema di trasferimento dei buoni mediante scritture contabili, e forme di acquisto che consentano anche agli operatori non bancari di tenere una posizione in BOT correndo l'alea della perdita ma riducendo quella dell'illiquidità.

Ancora nel mercato monetario l'abbassamento dell'imposta di bollo sulle accettazioni bancarie e nuove disposizioni di vigilanza hanno in larga parte corretto una disparità di accesso tra il Tesoro e gli altri emittenti. Quale organizzazione di capacità professionali e di risorse un mercato non nasce nel volgere di pochi mesi. Le accettazioni bancarie, collocate per importi di alcune centinaia di miliardi, si vanno affermando in modo promettente, anche perché introducono un elemento di flessibilità in un assetto ancora irrigidito dal massimale sugli impieghi bancari.

Nei mercati valutari è stato eliminato l'obbligo di finanziamento in valuta dei crediti alle esportazioni e accresciuto il massimale per le operazioni a termine contro lire; sono stati raddoppiati i termini di pagamento anticipato delle importazioni; è stata ampliata la durata dei conti valutari e di attesa. Sono state così restituite ai nostri operatori alcune facoltà di cui normalmente godono quelli di altri paesi, e di cui hanno fruito i nostri stessi operatori in fasi passate di favorevole situazione valutaria. Nelle condizioni attuali, molte restrizioni potrebbero essere ancora allentate: in particolare,

quelle sui termini di regolamento delle importazioni e delle esportazioni, sulla durata dei conti valutari, sulle assegnazioni di valuta per viaggi a scopo turistico, sulle operazioni commerciali eseguite senza formalità valutarie. Di recente abbiamo avanzato nelle sedi competenti le relative proposte, che rispondono all'opportunità di usare lo strumentario della disciplina dei pagamenti con l'estero in senso sempre e sollecitamente coerente con la condizione strutturale e congiunturale della bilancia dei pagamenti.

Rispetto ad altri popoli, il nostro soffre nell'esercizio delle libertà economiche la duplice limitazione di dover investire i propri risparmi entro i confini e in una moneta soggetta a una forte erosione inflazionistica; allargare in tutta la misura consentita dalla situazione esterna la libertà delle transazioni correnti e del loro regolamento è anche un modo di ridurre l'area in cui la legge è meno sentita perché non corrisponde a un vero bisogno della società.

La crescente esigenza di mercati efficienti obbedisce anche a una evoluzione che è in corso nel nostro Paese e che si è osservata in altre economie: quella da un sistema finanziario orientato sulle istituzioni a uno orientato sui mercati. Per la politica monetaria questa evoluzione si manifesta nel passaggio da un'azione compiuta attraverso il rifinanziamento delle banche a una attuata soprattutto attraverso l'acquisto e la vendita di titoli pubblici.

La crescita del fabbisogno del settore pubblico è stata accompagnata, attraverso gli anni, da quella del debito. I due fenomeni non sono proceduti in modo esattamente parallelo perché l'inflazione fa crescere il primo più del secondo: a misura che i tassi di interesse nominali si adeguano alla più alta inflazione e che i vecchi titoli vengono a scadenza, la spesa e il disavanzo corrente aumentano per una componente che da un punto di vista economico rappresenta un mero ripristino del valore reale del debito preesistente. Il ricorso del settore pubblico al risparmio privato è cresciuto in modo drammatico: il rapporto tra la consistenza del debito pubblico e il prodotto interno lordo ha raggiunto alla fine del 1978 il 70 per cento, mentre era pari al 45 per cento circa nel triennio 1968-70.

Quando più acuta è stata l'inflazione, il Tesoro ha coperto il proprio fabbisogno esclusivamente con titoli a brevissimo termine; poi è tornato a offrire titoli di vita più

lunga: a dodici mesi nel novembre 1976; biennali nel giugno del 1977; quinquennali nell'ottobre del 1978.

I passi compiuti nell'ultimo triennio hanno potuto soltanto rallentare l'accorciamento della vita media residua dei titoli del debito pubblico; per la parte di esso posseduta dal mercato questa era, alla fine del 1978, di 3 anni e 5 mesi e cioè assai meno della metà di quella di dieci anni prima.

È vero che, se i rendimenti sono adeguati, i risparmiatori non sono indotti ad accrescere la spesa per il solo fatto di tenere investita la propria ricchezza finanziaria in titoli di vita breve; ed è pur vero che il ricorso a siffatti titoli consente di adeguare i rendimenti nominali alle variazioni, di entrambi i segni, del tasso di inflazione, senza bisogno di introdurre forme di indicizzazione. Ma, nonostante queste considerazioni, il graduale ritorno a una configurazione del debito pubblico articolata anche su scadenze lunghe, e più in generale la definizione di una politica del debito pubblico si pongono tra i problemi più impegnativi per l'evoluzione finanziaria dei prossimi anni. Una loro corretta soluzione richiede che l'operatore pubblico, mentre cresce nelle dimensioni, affini e sviluppi, nei modi e nelle tecniche, conoscenza e pratica dei mercati; forse sarà necessario rivedere anche i meccanismi istituzionali che permettono al Tesoro da un lato di avvalersi della banca centrale quale diaframma nei confronti dei risparmiatori per il collocamento delle emissioni, dall'altro di far ricorso al credito della medesima a un tasso che non ha relazione con quelli prevalenti sui mercati monetari.

Tuttavia, non sarà attraverso nuove tecniche di gestione, che potranno essere richieste o anche giustificate dall'armonizzazione comunitaria, che si potrà ricondurre sotto controllo l'alto tasso di espansione del debito pubblico. Ciò sarà possibile solo disinnescando alcuni meccanismi di erogazione indicizzata; riqualificando la spesa in modo da contribuire all'accumulazione nazionale; sviluppando una politica delle tariffe e dei prezzi pubblici che, tenendo conto del saggio di inflazione, non determini un'offerta di beni e servizi sotto costo, o almeno non in armonia con l'obiettivo della riduzione di alcuni consumi; attuando una manovra delle imposte volta più ad allargare la base di prelievo che a comprimere ulteriormente la capacità contributiva di coloro che sono già tassati dal fisco e dall'inflazione.

Si è avviato a realizzazione, in questi anni, un disegno di ammodernamento degli strumenti della politica fiscale: dalla riforma tributaria a quella delle procedure di formazione del bilancio. Sono state così poste indispensabili premesse conoscitive e normative non solo del risanamento delle pubbliche finanze ma, con questo, del ritorno a una meno assillata politica monetaria.

L'INTERMEDIAZIONE BANCARIA E GLI OBIETTIVI MONETARI

La cura di evitare discontinuità di impostazioni pratiche e concettuali non fa venir meno, ma anzi rafforza, la necessità di analizzare e rivedere i modi nei quali si articola la politica monetaria: dalle fasi, più tecniche, di scelta degli strumenti a quelle della definizione degli obiettivi intermedi e finali.

Così, una congiuntura monetaria nella quale era meno imperativo il controllo del credito e più forte l'esigenza di ridurre la componente monetaria delle attività finanziarie complessive ha riproposto il problema se indirizzare alcuni strumenti al fine di ridurre l'intermediazione bancaria. Abbiamo ponderato, e ci è stata additata, l'esperienza del Regno Unito, dove un coefficiente progressivo di riserva sui depositi forza la raccolta bancaria entro i tassi di crescita indicati dalla banca centrale.

È vero che il passaggio da un massimale sugli impieghi a un più stretto controllo dei depositi attraverso la loro penalizzazione progressiva restituirebbe al banchiere libertà e responsabilità, e nel contempo ridurrebbe lo spazio dei depositi nel complesso delle attività finanziarie con una efficacia che talora manca al classico obbligo di riserva proporzionale. Nel Regno Unito, d'altra parte, quest'obbligo è pressoché inoperante perché può essere assolto anche con buoni del Tesoro e depositi interbancari, entrambi disponibili in abbondanza a tassi di mercato. Similmente, in Italia un onere progressivo che scegliesse quale strumento di riserva le obbligazioni avrebbe un'efficacia limitata, solo affidata ad aliquote marginali molto elevate e a titoli emessi a tassi nettamente fuori mercato.

Più in generale, nel valutare possibili innovazioni in questa materia, non si può prescindere dalle cause che governano la domanda di moneta da parte degli operatori.

Le dinamiche dei depositi, nei diversi ambienti economici in cui si articola un paese, riflettono difformità territoriali, soprattutto di crescita del reddito e di imperfezione dei mercati finanziari. Dove, come in Francia o nel Regno Unito, il sistema bancario è composto di poche grandissime aziende a raggio d'azione nazionale e di numerose altre operanti essenzialmente nella capitale, queste difformità possono essere in una certa misura trascurate. Dove invece, come in Italia e nella Germania federale, è diffuso il fenomeno delle banche regionali, il pericolo di colpire, insieme con pratiche censurabili di accaparramento dei depositi, fenomeni reali spontanei, è elevato.

In Italia la crescita delle singole istituzioni bancarie riflette quella delle aree in cui esse prevalentemente operano più che le politiche di gestione o di tasso. Le aziende di credito più dinamiche non sono necessariamente quelle che offrono ai propri depositanti remunerazioni relativamente elevate.

Queste considerazioni vogliono illustrare le difficoltà che vediamo in un'applicazione all'Italia dell'esperienza inglese, ma non negare l'importanza di orientare il pubblico verso investimenti non monetari, anche chiedendo alle banche un maggiore impegno in tal senso. Del resto, sia la politica del debito pubblico seguita dal Tesoro nell'annata che oggi si chiude, sia il coraggioso indirizzo adottato da alcuni istituti bancari, sia infine la nostra stessa azione sul mercato secondario e nell'attenuazione di alcuni vincoli, hanno già permesso, senza repentine alterazioni degli assetti esistenti, di compiere qualche passo nella direzione voluta. Altri potrebbero essere favoriti da nuove disposizioni.

È stato proposto, ad esempio, di collegare l'azione già intrapresa in questi anni per il rafforzamento patrimoniale delle aziende di credito con quella mirante a scoraggiare incrementi della raccolta non proporzionati alla capacità di proficuo impiego. L'osservanza di rapporti minimi tra patrimonio e depositi sarebbe coerente con una cura attenta, da parte degli amministratori degli istituti di credito, dell'equilibrio del bilancio e della redditività dell'azienda e trova esempio nell'esperienza di altri paesi quali la Germania federale e la Svizzera. L'applicazione all'Italia di una disciplina siffatta potrebbe avvenire dopo aver riveduto le procedure di accrescimento del patrimonio degli istituti bancari che rientrano nella sfera della proprietà pubblica, come la recente esperienza francese insegna a questo riguardo.

È stata altresì considerata l'eventualità di graduare il rendimento della riserva obbligatoria su quello della raccolta. Potrebbe, ad esempio, essere resa infruttifera la parte della riserva costituita a fronte di depositi che, per esplicita dichiarazione degli istituti di credito, fossero remunerati oltre un determinato tasso. A somiglianza di quello inglese, questo schema si classificherebbe nella categoria degli incentivi piuttosto che in quella dei divieti; a differenza di esso, non scoraggerebbe la crescita delle dimensioni in quanto tali, ma solo quella ottenuta con l'offerta di condizioni alla raccolta tali da renderne poi difficile la messa a frutto; inoltre, non porrebbe problemi di definizione e di offerta dello strumento di riserva.

Alla fine del 1978 le grandezze monetarie e creditizie hanno cessato, per la prima volta dal 1974, di essere oggetto di impegni nei confronti dell'estero. Ma nuovi impegni, di natura e origine diversa, hanno incominciato a operare nel primo trimestre del 1979: quello concernente il cambio, istituito con il Sistema monetario europeo, e quello riguardante l'annuncio al Parlamento di un quadro completo di valutazioni preventive dei flussi finanziari e del credito totale interno, conseguente alla legge di riforma della contabilità generale dello Stato.

L'adesione del nostro Paese allo SME significa l'impegno a raggiungere in tempi brevi un grado di stabilità monetaria corrispondente a quello medio della Comunità di cui siamo parte: ben oltre la variabile del cambio, esso investe la finanza pubblica, la produttività, i salari, i prezzi.

Successivamente alla presentazione del Programma triennale, il quale ha tracciato un sentiero di reinserimento nella Comunità europea, la minaccia di una ripresa inflazionistica, di origine soprattutto esterna, si è aggravata. Le autorità monetarie hanno ritenuto opportuno non correggere corrispondentemente la crescita monetaria prevista, ma mantenerla lungo il corso già annunciato.

Le politiche monetarie degli anni settanta sembrano caratterizzate sia da un'accresciuta consapevolezza dei limiti dell'azione monetaria nel breve periodo, sia dalla pratica di annunciare obiettivi annuali. Due fenomeni collegati, perché una enunciazione di obiettivi ha significato solo quando si sia persuasi di non dovere imprimere brusche correzioni di rotta a ogni tratto, ed entrambi ispirati alla concezione secondo la quale le grandezze monetarie dovrebbero essere regolate soltanto al fine di

offrire agli operatori un quadro di riferimento stabile nei suoi termini quantitativi e invariante alle congiunture. Di questa concezione è forse già possibile distinguere gli aspetti che più probabilmente dureranno da quelli che si preannunciano caduchi.

In una società nella quale il controllo istituzionale e dell'opinione pubblica sull'Esecutivo si è fatto più stretto e si è arricchito di informazioni crescenti, l'elemento della trasparenza insito nell'annuncio di obiettivi monetari rimarrà un fatto acquisito. Nel campo macroeconomico le azioni delle banche centrali sono uscite dal silenzio, forse per non più ritornarvi: se quel silenzio è stato in passato percepito come garanzia di indipendenza, oggi l'indipendenza si realizza nel rendere conto esplicito della propria azione in modi e tempi che non ne compromettano l'efficacia.

D'altra parte si è preso atto, come di verità semplici, del fatto che le azioni e reazioni economiche si sviluppano nel tempo, che una politica economica è efficiente se non istituisce un distacco troppo ampio e duraturo tra il comportamento imposto agli operatori e quello a cui essi vengono spinti dall'insieme dei prezzi, delle propensioni e delle convenienze operanti nella società. L'illusione della scorciatoia dei controlli amministrativi è in larga misura dissolta. I ritardi coi quali si esplicano gli effetti della politica economica sono riconosciuti come la manifestazione sana, non patologica, di un assetto che assegni al mercato un ruolo, seppure non esclusivo. Anche queste convinzioni possono dirsi un fatto acquisito.

Meno solido e affermato ci sembra un altro elemento che è stato presente nell'annuncio di obiettivi monetari, quello della rigidità. Le vicende del 1978 hanno indotto la Svizzera ad abbandonare l'obiettivo monetario e a formularne uno in termini di tasso di cambio; la Germania federale ha accettato una crescita monetaria dell'11,5 per cento dopo averne annunciata una dell'8 e per il 1979 ha definito quale obiettivo un intervallo di crescita nel quale l'estremo superiore è pari a una volta e mezzo quello inferiore. Comunque misurato, lo scostamento dagli obiettivi osservato per l'Italia nel 1978 appare in questo contesto come uno dei più contenuti.

I traguardi monetari si sono venuti formulando in modi via via più flessibili, con l'indicazione di margini di tolleranza piuttosto che di valori precisi o con revisioni periodiche degli obiettivi annuali. Lungo queste linee si muovono le nuove regole stabilite dal Fondo monetario internazionale sulla condizionalità dei prestiti ai paesi.

L'orientamento verso una maggiore flessibilità riporta al problema ultimo di una banca centrale: quello del governo monetario e dell'inflazione. Si avverte oggi che per la sua elevatezza, per la sua persistenza, per la sua diffusione mondiale, per il suo essersi radicata nelle aspettative, l'inflazione di questi anni è fenomeno diverso dalle grandi esplosioni o dalle lente lievitazioni dei prezzi di cui offre esempi il passato; che essa non trova esauriente spiegazione in un'improvvisa, diffusa, persistente fiacchezza delle banche centrali o nella dissipazione dei governi; che non le è forse estranea una evoluzione più profonda dei rapporti sociali, attraverso la quale si sono trasformati i meccanismi stessi di determinazione dei prezzi, dunque di quel prezzo universale che è il valore della moneta.

Come un tempo, invero, la produzione della moneta, e quindi la fissazione del suo prezzo, avviene in regime di monopolio. Ma, assai più di un tempo, anche i prezzi di altri beni, quali il lavoro, le materie prime, i prodotti dell'industria vengono fissati in condizioni prossime al monopolio, da forze organizzate per la difesa di interessi settoriali; e le variazioni di questi prezzi, che in ultima analisi compongono quello della moneta, sono spesso rigidamente concatenate.

Amministrare la moneta al fine esclusivo di stabilizzarne il valore innescava un tempo un processo di aggiustamento temporalmente definibile e capillarmente diffuso in una moltitudine di adattamenti singoli, processo nel quale i costi transitori della stabilizzazione erano economicamente, socialmente e politicamente tollerabili in quanto distribuiti tra molti soggetti. Oggi quei costi si concentrerebbero nei blocchi dell'economia la cui resistenza fosse stata infine vinta, forse per sempre; là si determinerebbero la disoccupazione di vaste regioni e fasce sociali e la crisi di intere industrie, non esclusa quella bancaria; le disparità economiche diverrebbero intollerabili. Contrapporre a più concentrati e rigidi processi di formazione dei prezzi un più duro esercizio del monopolio monetario, indipendentemente dall'adesione e dalla convinzione di chi opera nell'economia significherebbe, come in alcuni paesi ha significato, perseguire la stabilità monetaria con l'imposizione, con un metodo che porterebbe sprechi e distorsioni di risorse non dissimili da quelli che si accompagnano a un blocco dei prezzi.

Le diverse esperienze concordano nel suggerire che ciascuna delle economie moderne è a un tempo troppo dipendente dall'esterno e troppo esposta a impulsi interni, autonomi ancorché interdipendenti, perché la banca centrale possa stabilizzare la moneta a tutti i costi, senza che sia vinta, anche su fronti lontani, la difficile battaglia della persuasione. Nelle condizioni del nostro tempo, una regola monetaria non può essere il sostituto o lo strumento di una disciplina nelle decisioni e nei comportamenti di tutta la società: quando ha avuto successo essa è stata guida e suggello a scelte maturate con la ragione e l'esperienza.

Entro questo ambito ristretto una saldatura appropriata tra le ragioni dell'operatività dei mercati e quelle degli interventi su di essi non potrà non continuare a ricercarsi attraverso l'esercizio di una discrezionalità, del cui buon uso dovranno continuare a essere garanzia la competenza, il prestigio, l'indipendenza dell'istituzione che la esercita. Questa funzione, che gli ordinamenti moderni collocano nella sfera del potere esecutivo, non può essere irrigidita né in regole burocratiche né in norme legislative. Le une e le altre devono essere intese come quelle che stabiliscono e preservano lo spazio in cui si muovono le scelte discrezionali, non come quelle che lo sopprimono.

IL CREDITO AGEVOLATO E I SUOI RIFLESSI SUL SISTEMA CREDITIZIO

Le difficoltà in cui versa una parte del sistema creditizio sono l'immagine speculare della crisi di importanti settori produttivi, determinata da fattori esterni e interni, tra cui non ultimo il meccanismo di finanza agevolata volto allo sviluppo e all'equilibrio territoriale del Paese.

L'azione di orientamento si è accentuata negli anni sessanta sotto la spinta degli effetti negativi che il passo disuguale dello sviluppo economico ha prodotto sull'occupazione, specialmente nelle aree di più stentato insediamento industriale e di maggior crescita nel movimento naturale della popolazione.

È in quegli anni che l'attività di programmazione fece perno esplicitamente sull'industrializzazione e che si definirono nuovi organi e procedure: dalla

consultazione tra Amministrazione pubblica e imprese, la cosiddetta «contrattazione programmata», all'obbligo della preventiva comunicazione di tutte le decisioni di investimento di una qualche rilevanza, alla istituzione dei pareri di conformità.

Si individuò nella creazione di grandi complessi, che richiassero unità produttive di piccole dimensioni, il meccanismo idoneo ad avviare un processo autoespansivo nell'area meridionale.

Nell'attività degli intermediari creditizi si instaurò un andamento a forbice tra l'assunzione crescente di rischi, a mano a mano che si spingeva l'attività di investimento e la si concentrava in aree con minore vocazione industriale, e l'autonomia decisionale decrescente, a misura che si ampliava l'area delle iniziative preventivamente ritenute rispondenti agli obiettivi di sviluppo del Paese. In non pochi casi del resto gli organi decisionali degli enti finanziatori, data la particolare natura giuridica, risultavano essere di emanazione diretta o indiretta delle stesse Amministrazioni preposte alla concessione delle agevolazioni.

Non si mancò di porre in luce in questa sede le insidie e i pericoli per gli istituti che si celavano nel graduale affermarsi di una preminenza delle considerazioni socio-politiche nella valutazione e nella localizzazione degli investimenti. Sarebbe troppo lungo riportare qui tutti i passi delle Relazioni in cui si compendia la posizione assunta dall'Istituto.

Un sistema basato su una appropriata distribuzione delle responsabilità esige che istituzioni finanziarie, le quali assumono l'impegno della remunerazione e del rimborso dei mezzi raccolti tra i risparmiatori, abbiano il potere di scrutinare i progetti sottoposti al loro esame, e di apprezzare quindi i rischi che assumono, prima che sugli stessi intervenga una qualsiasi pronuncia di agevolazione da parte degli organi dell'Amministrazione pubblica.

Nel caso in cui è necessaria un'autorizzazione dell'Organo di vigilanza, questa è sempre successiva alla decisione dell'ente creditizio di concedere il finanziamento e in ogni caso non implica un giudizio sul merito dell'iniziativa. Le norme stabiliscono che per gli istituti di credito industriale l'intervento della Vigilanza si limiti a quelli di più recente costituzione e riguardi soltanto le operazioni di finanziamento concernenti

affidati con esposizioni elevate rispetto ai mezzi patrimoniali dell'affidante. Nei confronti dei tre istituti meridionali di credito a medio termine questo potere è stato esercitato per delega del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio e quindi con i criteri, di stimolo e di sostegno all'industrializzazione del Mezzogiorno, che la legge aveva assegnato al Comitato stesso attribuendogli tale competenza. Ciò ha indotto la Banca ad autorizzare, con il costante consenso di detto Organo delegante, tutte le richieste di questi enti a eccedere il limite di fido.

La valutazione economica delle iniziative è basata su previsioni a lunga scadenza e pertanto «anche quando sia fatta con la maggiore oculatezza non può essere, né deve presumersi, infallibile» (Relazione per il 1966). Né per investimenti delle dimensioni richieste per attivare una strategia di sviluppo industriale in aree depresse è pensabile di poter richiedere all'imprenditore garanzie che, sotto un profilo economico, possano tutelare l'istituto concedente in misura superiore a quella assicurata dall'ipoteca sugli impianti.

L'azione dianzi descritta e la funzione strategica assegnata alla siderurgia e alla chimica trovano conferma nell'analisi dei pareri di conformità relativi al Mezzogiorno. Nel quadriennio 1967-1970 essi ammontarono a 3.376 per un volume di investimenti fissi pari a 4.900 miliardi a prezzi non rivalutati; di questi oltre 2.800 miliardi riguardarono investimenti nei comparti della chimica e della metallurgia. Nel 1971 ne furono rilasciati altri 890 per un valore di 3.480 miliardi per circa quattro quinti concernenti investimenti nell'area e nei settori citati.

L'elevata concentrazione di decisioni di investimento in rami d'industria che pure si caratterizzano per la grande dimensione degli impianti e per la presenza di pochi gruppi economici rispondeva all'obiettivo di raggiungere, attraverso economie di scala e processi produttivi integrati, le soglie dell'economicità di esercizio, oltreché di adeguare la capacità produttiva italiana al livello raggiunto nei principali paesi industriali. Più in particolare per la chimica, a determinare questo indirizzo concorse il deterioramento del saldo degli scambi con l'estero che, invece di rappresentare come nelle altre economie industrializzate una delle più consistenti voci dell'attivo, diveniva dal 1967 passivo con progressione crescente. Sicché nel 1971 il CIPE approvava uno

specifico piano di sviluppo del settore; organi tecnici e appositi comitati verificarono i programmi degli operatori collocandoli nel quadro previsivo allora formulato.

Dopo il 1973 i noti fattori inflazionistici di origine internazionale e interna resero più costosa l'attuazione dei programmi avviati. Si pose perciò, in presenza di un ulteriore peggioramento del saldo con l'estero dovuto anche a carenze dell'offerta, la drammatica alternativa tra l'arresto delle iniziative, con perdita di occupazione e di risorse già investite, e la realizzazione dei piani già approvati con enormi aumenti delle esigenze di credito e con una dilatazione dei relativi oneri finanziari determinata in particolare dalla lievitazione del costo del prefinanziamento.

Nel 1974 il CIPE, con specifica delibera, emanò direttive per l'adeguamento dei pareri di conformità già concessi al mutato metro monetario e alle nuove esigenze tecnologiche: per i soli investimenti chimici nel Mezzogiorno nel biennio 1974-75 furono rivalutati pareri per circa duemila miliardi ed emessi nuovi accertamenti per tremila. Inflù su questa decisione il convincimento, largamente diffuso sia in Italia sia all'estero, che la crisi non avrebbe avuto durata e dimensioni tali da giustificare sostanziali modifiche dei programmi di investimento nei settori in cui questi devono abbracciare un orizzonte temporale molto ampio.

L'andamento successivo dei prezzi e del reddito dell'economia italiana e di quella mondiale si rivelò non aderente alle previsioni formulate anche in sede internazionale. L'elevato aumento dei costi dei fattori produttivi, e in particolare delle materie prime utilizzate dall'industria chimica, poté essere trasferito solo in parte sui prezzi dei prodotti: tra il 1972 e il 1978 l'indice dei prezzi ingrosso dei prodotti chimici è aumentato di una volta e mezzo, contro incrementi di quasi due volte nel costo di realizzazione degli impianti e di circa sei volte nel prezzo del petrolio. Peraltro il rincaro dei prodotti chimici, pur insufficiente a salvaguardare l'equilibrio dei conti economici, fu tale da produrre una compressione dei consumi e un forte spostamento verso l'uso di prodotti alternativi. Alla chimica rimase una quota decrescente di un mercato, le cui dimensioni complessive si allargavano più lentamente del previsto per la caduta del tasso di sviluppo economico. I due parametri sui quali erano stati costruiti i piani di espansione, ossia la crescita del reddito e l'elevata elasticità al reddito dei consumi di prodotti chimici, saltarono entrambi.

Per i paesi dell'OCSE il tasso medio annuo di aumento della produzione chimica scese nel periodo 1974-77 al 2,6 per cento, a fronte del 9,2 negli anni 1969-1973 e di previsioni formulate da organismi internazionali che, seppure con qualche decelerazione rispetto al decennio precedente, indicavano un andamento ancora sostenuto per l'intero arco degli anni settanta. Per l'Italia il piano chimico del 1971 prevedeva per questo periodo un tasso medio annuo di espansione del 10-11 per cento; tale tasso, per la produzione primaria, nel triennio 1971-73 fu ancora superiore all'8 per cento; nel periodo 1974-78 esso scese sotto l'1 per cento.

La crisi mondiale dei settori siderurgico e chimico assume aspetti più preoccupanti per quest'ultimo particolarmente nel nostro Paese, a motivo della sua minore specializzazione nelle produzioni più qualificate, della importante quota di impianti non entrati in esercizio, nonché della mancanza di qualsiasi azione comunitaria in presenza di fenomeni di accesa concorrenza all'interno. Poiché gli impianti in corso di ultimazione si trovano interamente nelle zone depresse, la crisi dell'industria di base e in particolare della chimica costituisce un grave problema per lo sviluppo del Mezzogiorno.

Un processo di riorganizzazione industriale e finanziaria di questi e di altri settori in difficoltà è divenuto indilazionabile anche al fine di impedire che la crisi coinvolga gli intermediari creditizi.

Le sofferenze e le rate arretrate degli istituti di credito speciale sono passate da 650 miliardi a fine 1974 a 2.500 a fine 1978, e dal 2,1 al 4,6 per cento degli impieghi complessivi sull'interno; rapportate ai mezzi patrimoniali, sono passate dal 30 al 58 per cento. La condizione di alcuni istituti di credito industriale preoccupa in particolar modo perché i finanziamenti non onorati sono concentrati in un numero limitato di imprese industriali, alcune delle quali con investimenti in corso di realizzazione.

L'azione per il ristabilimento di un ordinato ed economico sviluppo dell'attività produttiva involge tre campi: quello delle imprese, quello degli intermediari creditizi, quello più strettamente normativo. I risultati saranno condizionati dalla coerenza e dalla tempestività con cui le azioni, lungo le direttrici indicate, si integreranno.

L'avvio a soluzione dei problemi di natura reale delle imprese costituisce il presupposto per un concreto appoggio da parte delle istituzioni creditizie, che la legge sulla ristrutturazione finanziaria ha disciplinato. Ribadiamo il principio che l'apporto di capitale di rischio da parte del sistema creditizio, limitato ai mezzi propri non impegnati, debba essere circoscritto alle imprese che abbiano fondate probabilità di ritorno all'equilibrio economico e finanziario, così come crediamo indispensabile mantenere separata, attraverso la creazione di società consortili, la funzione di finanziamento da quella di gestione delle imprese industriali.

Situazioni aziendali di particolare gravità e rilevanza sociale hanno indotto a ricercare nuovi esiti alternativi al ricorso alla procedura fallimentare. Se in questi casi, per i quali più difficile si presenta la valutazione del rischio industriale, gli istituti di credito ravviseranno la possibilità di applicare con prospettive di successo il meccanismo consortile, il riconoscimento di un interesse generale al mantenimento della occupazione e dell'attività produttiva si manifesterà nell'autorizzazione alla costituzione della società consortile da parte del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, al quale opportunamente un recente provvedimento governativo, da convertire in legge, ha attribuito la relativa competenza. Qualora invece il meccanismo consortile si ritenga inidoneo o comunque si riveli impraticabile, l'avvenuta introduzione nel nostro ordinamento della procedura dell'amministrazione straordinaria offre uno strumento che evita, nei limiti del possibile, l'effetto di disgregazione dell'organismo produttivo.

Anche quando l'azione di risanamento comprenda apporti finanziari immediati, il riequilibrio tra costi e ricavi delle unità produttive può essere raggiunto solo in un arco temporale non breve, durante il quale gli istituti di credito speciale possono incontrare problemi di liquidità: esposti nei confronti di imprese non in grado di effettuare con regolarità il servizio dei mutui, essi sono tenuti a soddisfare in ogni caso i portatori delle cedole e delle obbligazioni venute a scadenza.

La ricapitalizzazione, che pure è stata intrapresa da alcuni istituti e favorita dagli apporti pubblici appena decisi, può non essere sufficiente quando sia rilevante l'ammontare delle rate non onorate e da «ristrutturare». E poiché la rinegoziazione dei crediti riguarda, oltre che la scadenza, il tasso, il reperimento dei mezzi sul mercato dei

capitali può essere impossibile. Le agevolazioni fiscali previste dalla legge per il risanamento finanziario delle imprese, operanti solo nella misura in cui vi siano bilanci fiscalmente attivi, possono d'altra parte ridurre ma non eliminare l'impatto di una crisi di liquidità sulla stabilità degli istituti.

La garanzia statale, recentemente prevista per specifiche serie di obbligazioni emesse entro limiti determinati da istituti di credito industriale, agevola il collocamento dei titoli tra il pubblico e, se necessario, ne consente l'acquisto da parte dell'Istituto di emissione; in ogni caso mette conto sin d'ora rilevare che la solidità delle istituzioni creditizie può essere preservata a condizione che gli oneri della ristrutturazione dei crediti nei confronti di imprese in crisi non compromettano il loro equilibrio economico e, in generale, che sia conseguito il risanamento delle stesse unità produttive. Nell'ipotesi in cui ciò non si verifichi, potrà essere necessario approntare per gli istituti meccanismi di finanza facilitata.

I problemi che pone la funzione allocativa e i rischi che essa comporta spiegano le difficoltà incontrate in particolare dagli intermediari ai quali la limitata area di competenza non ha consentito una diversificazione settoriale degli impieghi. Il passaggio nel dopoguerra da una struttura del credito industriale sostanzialmente monopolistica a un sistema articolato su una rete assai ampia di istituti è alla radice del problema. Per il suo superamento potranno essere opportuni accorpamenti di istituzioni con base operativa ristretta; i fabbisogni delle imprese ovunque insediate, più che dall'ampliamento del numero degli intermediari, potrebbero meglio essere soddisfatti da una loro maggiore articolazione territoriale.

In ogni caso un'efficiente allocazione delle risorse riposa sulla separazione di responsabilità. Per realizzarla occorre restituire autonomia sostanziale alle decisioni delle istituzioni preposte alla selezione delle iniziative; è da considerarsi in questa linea la disposizione sulla priorità dell'analisi tecnico-finanziaria, rispetto all'intervento di conformità, introdotta in applicazione della legge 183 del 1976. Come si ebbe a dire nella Relazione per il 1971 «il sistema sarà vitale se riuscirà possibile impedirne la degradazione in quello entro il quale le responsabilità si dissolvono e si cerca di ristabilirle attraverso controlli amministrativi e giudiziari».

LA FUNZIONE DI VIGILANZA E LA SUA TUTELA

L'indirizzo più incisivo impresso all'attività di vigilanza in Italia e all'estero trova la sua origine comune nelle difficoltà incontrate dalle economie industrializzate negli ultimi anni. Il moto inflazionistico, l'andamento discontinuo della produzione, l'abbassamento del tasso di crescita, la variabilità dei prezzi relativi, le oscillazioni dei cambi sono tutti fattori che hanno reso i sistemi creditizi più esposti ai rischi di insolvenza; non solo l'alto indebitamento e i ridotti afflussi di cassa delle imprese hanno esercitato tensioni tali da mettere in pericolo l'equilibrio patrimoniale degli intermediari, ma quest'ultimo è stato insidiato in casi specifici da comportamenti speculativi, principalmente sui mercati dei cambi.

Nel 1974-75 si colloca la fase più acuta di questa instabilità che si è manifestata, oltre che in Italia, nel Regno Unito con la crisi delle banche secondarie, nella Germania federale col caso Herstatt, negli Stati Uniti con l'aumento dei fallimenti bancari; in seguito anche la vicina Svizzera è stata interessata da eventi che hanno investito un grande istituto di credito.

La crescente integrazione finanziaria, dovuta alla fitta rete di filiali e filiazioni estere delle principali banche mondiali, e lo sviluppo di mercati internazionali in cui si riversano le xenovalute hanno reso più probabile che le difficoltà di uno o più intermediari in un paese determinino conseguenze gravi anche per i sistemi bancari esterni. L'azione delle autorità di vigilanza si è sviluppata, perciò, anche sul piano della collaborazione internazionale; attraverso lo scambio di informazioni si tende a individuare con tempestività le situazioni potenzialmente pericolose e a rendere più omogenei i metodi e i criteri di sorveglianza. In diversi paesi i legislatori si sono preoccupati di tutelare il risparmio introducendo o migliorando schemi di assicurazione dei depositi.

In Italia fattori specifici che hanno sollecitato ulteriormente l'impegno di vigilanza sono da ricercare nella forte crescita dell'intermediazione finanziaria, nella finalità di aumentarne l'efficienza operativa e allocativa, nella più stretta interdipendenza tra aziende di credito e istituti speciali dovuta anche a ragioni di politica economica. Il ricorso ai vincoli sulla composizione degli attivi bancari ha

richiesto la verifica sia del loro rispetto sia della capacità delle aziende di credito di sopportarne il costo.

L'attività svolta trova quest'anno ampia illustrazione in un apposito capitolo della Relazione. Nel dar conto dei campi e dei modi in cui essa è stata dispiegata, si è avuto tra l'altro cura di documentare che negli ultimi anni l'azione ispettiva si è sostanzialmente equidistribuita, anche dal punto di vista territoriale.

Nel valutare i comportamenti aziendali preoccupazione costante è stata quella di cogliere i significati più propri di regole formali che a volte sono di antica origine. Anche l'interpretazione, doverosamente basata sulla giurisprudenza e sulla dottrina, che la Banca ha dato alle disposizioni vigenti in sede di valutazione dei modi di erogazione del credito da parte delle banche private e pubbliche è intesa a distinguere quelli in contrasto con gli interessi e gli scopi aziendali da quelli che si discostano solo formalmente da prassi burocratiche o norme regolamentari dell'ente; ciò nel rispetto del principio della parità di disciplina applicabile agli amministratori degli istituti e delle aziende di credito, indipendentemente dal loro essere pubblici o privati.

Non sarebbe infatti coerente con la logica economica far discendere da comportamenti aziendali identici nel merito conseguenze diverse secondo la natura giuridica delle istituzioni interessate. Ciò porrebbe in una posizione di svantaggio proprio gli enti creditizi pubblici maggiormente impegnati nel sostegno dello sviluppo delle aree meno favorite; genererebbe nei loro amministratori una riluttanza ad assumersi la responsabilità delle scelte di gestione; accentuerebbe l'involuzione burocratica dell'esercizio del credito. Per contrastare queste tendenze la Banca d'Italia è attenta a che il giudizio successivo sul risultato tecnico del rischio di credito non si rifletta su quello attinente al piano delle responsabilità perseguibili in sede sanzionatoria.

In relazione a un accertamento presso un istituto di credito speciale, il Governatore della Banca d'Italia è stato accusato di non essersi obiettivamente determinato nella decisione di non trasmettere di propria iniziativa all'Autorità giudiziaria le informazioni, i dati e le notizie contenuti nel rapporto ispettivo.

L'azione processuale che ne è seguita ha aperto un dibattito sui poteri dell'Organo di vigilanza nei suoi rapporti con l'Autorità giudiziaria che consente di chiarire l'orientamento della Banca d'Italia. A tale dibattito anche le Magistrature hanno dato e potranno dare, unitamente alla dottrina, un apporto rilevante.

Esiste in questa materia una norma, l'art. 10 della legge bancaria, che direttamente concerne i rapporti tra autorità creditizie e autorità giurisdizionali. Nell'interpretarla e nell'applicarla l'Organo di vigilanza ha sempre cercato di garantire, al medesimo tempo, una continuità del proprio comportamento e di quello dei soggetti operanti nel settore creditizio, e una capacità di rispondenza di tali comportamenti alle mutevoli esigenze del sistema economico e sociale non solo interno ma anche internazionale. È questa una tradizione che ciascun Governatore consegna al suo successore al fine di mantenere la coesione, la credibilità e la capacità del sistema creditizio di far fronte agli impegni assunti verso la collettività.

L'art. 10 della legge bancaria è rilevante non solo per la sua parte più nota che impone ai funzionari della Vigilanza di riferire esclusivamente al Governatore i fatti e le irregolarità costatati pur quando assumono la veste di reato, ma anche per la parte in cui tutela col segreto d'ufficio le informazioni e i dati riguardanti le istituzioni creditizie.

Questa norma ha rappresentato il riconoscimento del sistema bancario come un insieme di imprese soggette a un controllo inteso a valutarne la solvibilità e la liquidità, anche mediante l'accertamento della regolarità della gestione. Tale controllo è tra i presupposti della fiducia dei depositanti insieme alla tutela della riservatezza dell'attività degli enti creditizi nei loro rapporti con i clienti, assicurata, dal lato delle banche, attraverso il segreto bancario e, dal lato dell'Organo di vigilanza, attraverso il segreto d'ufficio e l'obbligo di riferire soltanto al Governatore.

La legislazione bancaria, successiva allo stesso codice penale, ha attribuito a un alto ufficio del sistema creditizio la funzione e la responsabilità di contemperare l'esigenza della riservatezza dell'attività bancaria, a tutela della fiducia dei risparmiatori, con quella di mantenere l'efficacia dell'ordinamento generale attraverso la sanzione del reato.

L'art. 10 della legge bancaria ha inteso conferire al Governatore la facoltà di subordinare la presentazione di un rapporto all'Autorità giudiziaria a una valutazione di opportunità circa gli effetti pregiudizievoli che l'apertura intempestiva di un procedimento penale può arrecare alle istituzioni creditizie e agli interventi che il Governatore stesso può attivare per garantirne la sopravvivenza e per salvaguardare in ogni caso i depositanti.

La legge ha voluto lasciare al Governatore la possibilità di valutare i fatti conosciuti attraverso l'attività di vigilanza e di procedere a una ponderazione comparativa delle esigenze che si manifestano nei singoli casi concreti, anche al fine di determinare e graduare gli interventi più idonei nei confronti delle istituzioni creditizie; né la scelta si limita alla gestione straordinaria e alla liquidazione coatta.

Questo schema garantisce la coerenza interna dei comportamenti nello svolgimento della funzione di controllo; esso è stato sempre seguito dai Governatori della Banca d'Italia anche nei rapporti con l'Autorità giudiziaria.

Per lungo tempo è stato possibile ritenere che avesse un significato bancariamente e giuridicamente apprezzabile fuggire il «rumore» che sarebbe derivato finanche dal sottoporre all'esame dell'Autorità giudiziaria irregolarità suscettibili di configurarsi come reati. Il successivo mutare delle situazioni aziendali e del contesto in cui si collocano ha indotto la Banca d'Italia a impostare, fin dal 1970, una procedura, di cui l'Autorità giudiziaria ebbe piena cognizione, per le valutazioni delle informazioni raccolte nello svolgimento dell'attività di vigilanza. La procedura prevede che, ove si ritenga di dover accertare se ricorrono le condizioni che impongono di superare, nei confronti dell'Autorità giudiziaria penale, l'obbligo di riservatezza, le informazioni raccolte siano sottoposte all'esame di una commissione consultiva, composta dai capi dei servizi e dal direttore centrale della Vigilanza che la presiede ed assistita da un legale della Banca.

Il giudizio della commissione si forma tenendo conto anche delle osservazioni formulate dalle aziende di credito su quanto constatato. I riferimenti esaminati, le conclusioni raggiunte e le motivazioni che le hanno originate vengono formalizzati in un verbale, sottoposto all'avvocato capo per una riflessione giuridica che si esplicita in

un parere. I verbali contenenti le proposte della commissione, corredati dal parere legale, sono trasmessi al Governatore per le decisioni.

La procedura consente di soddisfare l'esigenza della parità di trattamento attraverso la sottoposizione di tutte le circostanze a un unico iter nel quale non mutano gli organi titolari delle valutazioni. Il risultato cui si perviene scaturisce dall'apporto di una molteplicità di competenze tecniche e di esperienze professionali di dirigenti che il quotidiano impegno nei compiti di vigilanza rende sensibili ai problemi dell'efficiente e ordinato funzionamento del credito.

La forza e lo stimolo ad agire vengono al Governatore proprio dal suo essere isolato nelle decisioni e privo di immunità verso ogni altro potere dello Stato, oltre che dal rispetto che l'Istituto di cui è a capo e l'intero sistema bancario sono capaci di acquisire e di mantenere. I collegamenti istituzionali del Governatore con gli altri organi politici e giurisdizionali, attivabili discrezionalmente, sono stati finalizzati dal legislatore al rafforzamento di tale posizione.

In particolare per quanto riguarda i rapporti della Banca, quale Organo di vigilanza, con l'Autorità giudiziaria, confidiamo che il Governatore sia confermato nella sua convinzione che i poteri di supervisione bancaria sono attribuiti non per svolgere accertamenti finalizzati a individuare fattispecie delittuose o ad agevolarne la repressione, ma per acquisire elementi utili a conseguire i fini pubblici propri dell'Istituto di emissione, nella costante intesa con le autorità di governo; che l'ordinamento giuridico non ha previsto né può prevedere che l'Organo di vigilanza bancaria venga a costituire un corpo speciale di polizia, dotato di un potere di autodeterminazione nelle indagini da compiere; che alle banche non deve essere inflitto un trattamento discriminatorio rispetto alle altre imprese nei confronti delle quali è inibito l'esercizio di un potere inquisitorio che non faccia capo al Giudice penale; che spetta al Governatore accertare se occorra riferire all'Autorità giudiziaria nei limiti di compatibilità con le essenziali esigenze della tutela del credito; che l'obbligo del segreto sull'attività bancaria va osservato da tutti gli organi dello Stato senza alcuna eccezione nel rispetto dei principi coperti da garanzia costituzionale.

Ci sia consentito di chiedere che, nulla togliendo ai compiti e alle responsabilità del Governatore, sia permesso a questo ufficio di operare senza che un'incertezza

paralizzante sulla portata dei poteri che gli sono attribuiti si aggiunga al necessario dubbio decisionale.

Signori Partecipanti,

la cronaca recente ha reso acuta l'attenzione sulle vicende e sui problemi che abbiamo ora illustrato. Negli assetti economici e nelle persone essa lascerebbe solo guasti e lacerazioni se non ne venisse colto il significato profondo di crisi dei criteri e delle istituzioni attraverso i quali si è manifestato in Italia l'intervento pubblico nell'economia, e se non se ne traesse impulso per lo studio e la realizzazione di assetti migliori e più coerenti.

Nel 1933, dalla più grave crisi economica, finanziaria e industriale della prima metà del secolo nacque l'Istituto per la ricostruzione industriale; nacque quale ente di carattere transitorio al quale appoggiare, per i fini di un risanamento bancario, situazioni industriali. Quattro anni dopo, con la trasformazione dell'IRI in istituto di carattere permanente, nasceva il sistema delle partecipazioni statali quale strumento di autosufficienza economica in un'economia tendenzialmente chiusa e in un Paese ormai in guerra. Nell'immediato dopoguerra, si scelse l'agevolazione creditizia come il mezzo attraverso il quale ripartire sulla collettività i costi dello sviluppo e dell'occupazione di regioni meno prospere. Verso la metà degli anni sessanta, in un'economia ormai largamente aperta e integrata nella Comunità europea, il potere politico riservò a sé il compito di formulare per primo, oltre che le scelte generali di indirizzo, le valutazioni sui singoli progetti. Lungo lo stesso arco di tempo la tutela dell'occupazione, oltre che con la promozione dello sviluppo e delle infrastrutture, venne sempre più ad essere ricercata con l'irrigidimento dei rapporti di lavoro e col sussidio ad aziende incapaci di esistenza autonoma. Nessuno di questi passi annullò o modificò i precedenti.

La più grave crisi economica, finanziaria e industriale del dopoguerra ha fatto emergere, dopo il 1973, le insidie latenti in una siffatta stratificazione di scelte, rivelando quanto rigido e precario fosse l'assetto che si era venuto creando, quanto incerto fosse l'orientamento tra ragione del mercato e ragione amministrativa; tra esigenze di socialità ed esigenze produttive; tra esercizio della proprietà pubblica e

funzione di controllo; tra momento del rischio e momento della garanzia; tra settore pubblico e settore privato; tra controllo politico, controllo economico, controllo amministrativo e controllo giudiziario. Da questa crisi di criteri operativi, l'economia italiana non potrà uscire senza una riflessione nuova e sistematica sulle sue regole fondamentali di economia mista; senza un riesame che miri a definire la qualità e i modi dell'intervento pubblico nell'economia, non meno della sua dimensione; senza il contributo dell'intelligenza economica come di quella giuridica.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1979

Signori Partecipanti,

nell'ottobre scorso Paolo Baffi ha dato seguito al suo proponimento di rinunciare, «alla soglia degli anni '80», alla carica di Governatore. Il Consiglio superiore lo ha nominato Governatore onorario.

L'attività di Baffi alla Banca d'Italia si è svolta lungo un arco di più di quarant'anni, venti dei quali nel direttorio, e ha segnato profondamente l'intera seconda metà della vita dell'Istituto.

Il Servizio Studi nel marzo del 1936 riuscì a distoglierlo, giovanissimo, da una carriera accademica che, sotto la guida di un economista e statistico quale Giorgio Mortara, si annunciava brillante. Da allora, senza soluzione di continuità, l'apporto di Baffi è stato di grande momento, per livello scientifico, acutezza d'analisi, statura morale, lucidità nell'assolvere ai compiti del governo monetario dell'economia. I risultati di tale apporto si distribuiscono nelle tre fasi in cui esso si è dispiegato all'interno della Banca: quella dell'analisi e della consulenza economica; quella dell'opera quale Direttore generale; quella, infine, della politica monetaria e creditizia quale Governatore. Tra tali risultati, tuttavia, ne va sottolineato innanzitutto uno, perché esso riassume gli altri, rispetto ai quali si pone in un rapporto quasi da causa a effetto. L'azione di Baffi è stata decisiva nel dotare la Banca d'Italia del rigore di un metodo e, quindi, di uno stile: il metodo in base al quale la fondatezza di una valutazione, la correttezza di una scelta, la riprova di una soluzione, si riscontrano esclusivamente sul piano della coerenza del procedimento logico, della ricchezza delle argomentazioni e dell'attendibilità delle informazioni da cui esse sono scaturite o risultano suffragate.

Baffi ha sostanziato il richiamo continuo a tale metodo con importanti contributi analitici e operativi, sin dagli anni trascorsi nel settore degli studi. Sotto la sua guida, l'attività di ricerca economica all'interno della Banca ricevette particolare impulso nel primo decennio postbellico. Furono consolidate allora le strutture organizzative del Servizio Studi; soprattutto, fu fissata un'impostazione di fondo basata sul principio della

complementarità fra acquisizione dei riferimenti teorici e ricerca applicata. La finezza delle tecniche d'indagine delle determinanti della quantità di moneta e dei flussi dei fondi; la pronta ricezione degli schemi di contabilità nazionale; il rilievo attribuito alla riflessione sui temi dell'economia e della finanza internazionali; le cure rivolte alla base statistica e agli aspetti filologici dei documenti prodotti; sono, questi, alcuni dei connotati dell'attività del Servizio Studi che si fissano in quel torno d'anni e che saranno poi conciliati con successo con l'ampliamento delle dimensioni del Servizio e con l'arricchimento delle metodologie.

Tra il 1960 e il 1975, nell'espletamento dei suoi compiti di conduzione interna dell'Istituto quale Direttore generale, Paolo Baffi ha costituito con il Governatore Carli una combinazione dirigenziale di eccezionale livello, il cui prestigio si è consolidato negli anni. Ciò è avvenuto in un contesto di crescenti difficoltà per l'economia italiana, le cui manifestazioni hanno assunto piena evidenza con l'emergere, negli assetti dell'economia mondiale, di quella che viene sempre più frequentemente definita come la crisi degli anni settanta. Deve essere esteso a Baffi il duplice riconoscimento che egli stesso rivolse a Guido Carli nell'esordio delle Considerazioni finali della Relazione sul 1975: di aver saputo offrire al dibattito di politica economica internazionale una partecipazione di grande rilievo e di aver impiegato al meglio gli strumenti della tecnica monetaria e valutaria.

Nell'agosto del 1975 Baffi ha assunto come Governatore l'onere della conduzione della politica monetaria in una fase in cui erano solo sopite le forze destabilizzanti, internazionali e interne, che sarebbero poi riesplose nell'autunno e nell'inverno successivi, rivelando quanto sia precaria l'espansione della domanda quando non vengano affrontati i nodi che avviluppano la struttura di un'economia. Nel 1976 quelle forze ridussero le riserve in valuta a 600 milioni di dollari, in gennaio; fecero salire il cambio con il dollaro a 916 lire, in maggio, e il ritmo mensile dell'inflazione al di sopra del 2 per cento, nel febbraio-maggio. Le vicende bancarie, in taluni casi traumatiche, nel Regno Unito, nella Germania federale e negli Stati Uniti avevano reso altresì manifesto che il ristagno dell'attività economica e le oscillazioni dei corsi dei titoli e delle valute proponevano in termini più pressanti il problema della

stabilità degli intermediari finanziari e, quindi, quello della loro supervisione da parte delle autorità di vigilanza.

Superata, con un complesso di misure economiche, creditizie e valutarie, la fase più acuta della crisi, Baffi è riuscito a cogliere, all'interno di un triennio di persistenti difficoltà, tutti i possibili spiragli di riequilibrio che all'Italia potevano dischiudere la crescita meno instabile, ancorché modesta, della domanda mondiale e la relativa moderazione degli aumenti del prezzo del petrolio.

Nell'intento di realizzare un riequilibrio non precario nei conti con l'estero insieme con un appropriato grado di utilizzo del potenziale produttivo, la manovra del cambio è stata accompagnata dalla restrizione della domanda interna secondo la combinazione richiesta in un'economia caratterizzata da rigidità verso il basso dei prezzi, soprattutto nei settori non esposti alla concorrenza internazionale, e da diffuse forme di indicizzazione dei redditi. L'inflazione è stata ricondotta alla fine del 1978 in prossimità della soglia al di sotto della quale prevalgono la componente strutturale nel lungo periodo e quella importata nel breve. La bilancia dei pagamenti ha realizzato dal 1977 ampi attivi che hanno permesso di far fronte a oneri per il servizio del debito con l'estero pari a 13 miliardi di dollari nel triennio 1977-79 e di ricostituire le riserve valutarie. I progressi sul fronte dell'inflazione e dei conti con l'estero sono stati ottenuti evitando situazioni di assoluto ristagno; anche se inadeguata rispetto alle esigenze sociali del Paese, la crescita del prodotto lordo in termini reali è risultata non dissimile da quella dell'intera area dell'OCSE.

Il riequilibrio della condizione monetaria dell'economia ha consentito all'Italia di non mancare all'appuntamento con il Sistema monetario europeo. È merito di Baffi aver operato, tenacemente e con efficacia, perché ciò avvenisse a condizioni che fossero le più rispondenti, a un tempo, a progressi non effimeri nella costruzione europea e alle capacità italiane di dare a tale costruzione un apporto di stabilità.

Gli squilibri riapparsi sulla scena economica e politica internazionale rendono certo più difficile, ma anche più urgente, l'impegno di non lasciare nulla di intentato affinché i progressi che l'azione di Baffi ha concorso a realizzare non vengano dispersi. Quei progressi si riveleranno solo contingenti se non sapremo trarre il massimo dai margini che essi oggi ancora offrono, in termini di tempo e di risorse, per un'azione

volta ad affrontare in modo coordinato i problemi economici di breve e di lungo periodo.

Le vicende che hanno preceduto la rinuncia di Baffi al suo incarico ci chiamano a un'altra responsabilità, non meno ardua. Esse hanno dato corpo al duplice dubbio che si siano ristretti in Italia gli spazi per persone di alta competenza, integrità morale, senso delle istituzioni e che la tradizione di efficienza e di autonomia della Banca centrale possa incrinarsi. È compito del nostro Istituto, ne siamo consapevoli, anche quello di dissipare, con comportamenti concreti, questo dubbio.

La via da seguire è proprio quella di attenersi al metodo di rigore etico e professionale che l'azione di Baffi ha concorso a formare. Dell'applicazione di questo metodo la Banca d'Italia si è avvalsa costantemente, diffondendolo all'interno delle sue strutture organizzative. L'Istituto ne ha tratto benefici di lungo periodo in termini di capacità e indipendenza di giudizio, e quindi di autonomia operativa entro i limiti fissati dal dettato istituzionale.

Alle maggiori difficoltà e ai più gravosi compiti, che l'evolversi nell'anno trascorso della situazione economica interna e internazionale ha comportato, la Banca ha saputo far fronte attingendo a quei valori, frutto dell'impegno professionale e morale delle generazioni, che in essa hanno operato e operano, e garanzia verso il paese del suo corretto funzionamento. Anche nella maggiore tensione dell'intelletto e talora nell'amarezza dell'animo non è venuta meno la dedizione ai compiti quotidiani.

L'attività di istituto e l'introduzione di innovazioni tecniche e organizzative, alcune di notevole portata, non hanno registrato battute di arresto; la collaborazione con gli organi di governo, con le istituzioni internazionali, con i centri di ricerca è stata richiesta e fornita in misura non certamente inferiore al passato.

Di questo il direttorio, al quale il nuovo Direttore generale Lamberto Dini ha recato il contributo di una valida competenza tecnica e di una lunga esperienza internazionale, ritiene doveroso dare atto in questa sede ai dirigenti e al personale tutto.

La capacità della Banca di corrispondere ai compiti istituzionali in modi appropriati alle esigenze di tempi in rapida evoluzione potrà trarre giovamento dagli accordi di recente raggiunti con le organizzazioni sindacali. Essi rappresentano un

importante momento per i numerosi elementi di innovazione che, innestandosi nella continuità di vita dell'Istituto, potranno veder rafforzata la loro validità.

LA NUOVA CRISI PETROLIFERA

Dopo la recessione del 1974-75 e la ripresa del 1976 i paesi dell'area dell'OCSE hanno conosciuto tre anni di crescita a un tasso prossimo al 4 per cento, ma con un aumento dei prezzi al consumo mediamente superiore al 9. Il 1980 è cominciato in una situazione di rallentamento dello sviluppo e di aumento dell'inflazione. Su entrambe le tendenze ha inciso profondamente la nuova ascesa dei corsi dei prodotti primari e soprattutto di quelli del petrolio, più che raddoppiati tra la fine del 1978 e i primi mesi di quest'anno.

L'impatto dei prezzi petroliferi ha riproposto tre problemi di grande momento: la spinta inflazionistica, grave nei suoi effetti immediati e pericolosa in quelli indiretti quanto più i percettori di reddito nei paesi importatori cercheranno di ricostituire il loro potere d'acquisto nel tentativo di evitare l'imposta petrolifera; le pressioni recessive, esercitate dallo scompenso fra il trasferimento di reddito in favore dei paesi dell'OPEC e la loro capacità di spesa, dal quale deriverà per quei paesi un avanzo corrente di circa 120 miliardi di dollari nel 1980; infine, le difficoltà di riciclare un volume di fondi tanto elevato da coinvolgere gli assetti monetari internazionali.

La risposta immediata di politica economica dei principali paesi industriali è stata volta a combattere l'inflazione. Si è fatto ricorso soprattutto allo strumento monetario e al mantenimento del cambio.

L'ascesa dei tassi d'interesse è principiata nella Germania federale e si è presto propagata ad altri paesi del Sistema monetario europeo, a partire da quelli con moneta in posizione esterna debole. Il movimento ha assunto dimensioni di grande rilievo allorché si è esteso agli Stati Uniti, dove sono stati raggiunti massimi storici prima nell'ottobre, in concomitanza con una serie di misure intese a un più attento controllo degli aggregati monetari e al contenimento delle pressioni sul dollaro, e poi nel marzo

scorso, quando con nuovi provvedimenti veniva temporaneamente accentuato l'indirizzo restrittivo della politica monetaria.

L'inversione ciclica dell'economia americana era un evento atteso, dopo una fase espansiva in atto da quattro anni e l'accelerazione inflazionistica cominciata nell'estate del 1978. Si confidava tuttavia che il ruolo di sostegno della domanda mondiale sarebbe stato assunto dalla crescita del reddito in Europa, in Giappone e nei paesi emergenti. L'inaspettata tenuta dell'economia americana nel 1979 lascia temere che la recessione che si sta ora manifestando coinciderà con il rallentamento delle altre economie industriali, nella maggior parte delle quali sono stati assunti orientamenti restrittivi della domanda.

In questa prospettiva di ristagno con inflazione acquista grande rilevanza un ordinato riciclaggio dei fondi, che consenta il finanziamento dei disavanzi nei confronti dei paesi dell'OPEC senza dare luogo a creazione eccessiva di liquidità internazionale.

Dopo la crisi petrolifera del 1973 il finanziamento dei disavanzi è risultato meno difficile del previsto. Nel 1974-79 lo xenomercato ha intermediato oltre un terzo dell'avanzo di parte corrente dei paesi dell'OPEC, finanziando quasi la metà dei fabbisogni netti dei paesi in via di sviluppo. Inoltre, quell'avanzo è stato riassorbito con relativa rapidità, anche a causa del ricupero dei prezzi dei manufatti rispetto a quelli del petrolio. Oggi, il riciclaggio si prospetta più difficile e prolungato, sebbene in confronto alla precedente crisi gli squilibri iniziali di bilancia dei pagamenti nell'area dell'OCSE riguardino soprattutto paesi in grado di finanziarli più agevolmente. La nuova politica di offerta dell'OPEC rende improbabile una flessione del prezzo reale del petrolio quale quella avvenuta nel 1975-78. Inoltre, il servizio dei debiti accumulati dai paesi in via di sviluppo comporta in non pochi casi seri problemi e le banche internazionali avvertono difficoltà nell'intermediazione per inadeguatezza di capitale proprio e per la concentrazione in alcuni paesi della domanda e dell'offerta di fondi.

Siffatte condizioni suggeriscono una maggiore partecipazione degli organismi internazionali al finanziamento dei disavanzi, nel quadro di una più attenta definizione delle politiche di aggiustamento dei paesi membri. Iniziative congiunte con il sistema bancario privato potranno rivelarsi utili.

Misure immediate di restrizione monetaria, quali quelle prese dalla maggior parte dei paesi, erano necessarie, soprattutto per contrastare lo sprigionarsi di aspettative destabilizzanti. Tuttavia, l'onere che esse comportano e la loro stessa efficacia sono strettamente legati alla determinazione con la quale la politica economica saprà affrontare i nodi strutturali che, all'interno delle singole economie e nei rapporti tra aree, continuano a costituire l'ostacolo principale alla ripresa di uno sviluppo sostenuto e durevole.

L'espansione dell'economia mondiale negli anni cinquanta e sessanta si svolse in un contesto che rispecchiava la logica della riproducibilità. Di fronte a un andamento calante dei prezzi relativi dell'energia e dei prodotti primari, i processi produttivi e la domanda finale furono orientati verso un loro impiego più intenso. L'ultimo decennio viceversa è stato segnato dalla transizione verso condizioni riconducibili alla logica della scarsità, imposte dalle limitazioni intervenute nella disponibilità di risorse naturali.

Inoltre, dalla fine degli anni sessanta, mutamenti importanti sono avvenuti nei mercati e nei rapporti di lavoro, dando luogo a una crescita eccezionale dei salari monetari, assai superiore a quella della produttività e meno sensibile che nel passato alla diversa dinamica di quest'ultima nei vari settori.

Gli impulsi e le pressioni derivanti dai corsi dei prodotti primari e dai salari monetari hanno posto l'intero sistema dei prezzi relativi in forte tensione. La rigidità verso il basso dei prezzi e dei redditi connessa con la diffusione di forme di mercato oligopolistiche ha fatto sì che le variazioni, di inusitata ampiezza, nei rapporti di scambio dei beni e dei servizi siano avvenute non con movimenti di segno opposto nei valori assoluti, ma in una generalizzata tendenza al rialzo. Per gli stessi motivi, anche la variabilità dei cambi ha determinato sui prezzi effetti asimmetrici e quindi globalmente inflattivi: nelle economie la cui moneta si è deprezzata, l'accelerazione inflazionistica è stata maggiore della decelerazione occorsa, insieme con il calo dell'occupazione, nelle economie la cui moneta si è apprezzata.

La prevalenza della componente da inflazione su quella reale nella formazione del reddito non è limitata agli anni più recenti: consentita da un'offerta di mezzi di pagamento elastica, essa ha caratterizzato l'intero ultimo decennio, in contrasto con il ventennio precedente.

La soglia strutturale, e apparentemente irriducibile, dell'inflazione varia da paese a paese. Sulla sua elevatezza influiscono differenze nel segno o nel grado delle variazioni delle ragioni di scambio con l'estero; nella dimensione degli scompensi tra composizione della domanda e struttura della produzione; nell'intensità delle pressioni salariali e nella loro coerenza con l'evoluzione della produttività; nella diffusione e nelle forme della indicizzazione dei redditi monetari; negli assetti della finanza pubblica e nelle modalità dell'intervento dello Stato nell'economia; nella capacità di risposta dell'offerta alle punte della domanda.

L'abbassamento della soglia dell'inflazione è un obiettivo di politica economica altrettanto necessario, anche se meno rapido a raggiungersi, dello spegnimento delle fiammate che di tanto in tanto si levano oltre quella soglia. In questo obiettivo è la garanzia della stabilità dell'occupazione e della volontà d'investire. Alcuni paesi lo perseguono restituendo elasticità ai meccanismi dell'offerta e dei prezzi, salvaguardando le finanze pubbliche e la produttività dell'amministrazione, usando l'intervento dello Stato per assicurare il progresso dell'avanguardia industriale piuttosto che l'artificiosa sopravvivenza della retroguardia, rendendo i lavoratori partecipi della buona o della cattiva sorte dell'impresa. Il controllo della liquidità, volto a evitare eccessi di spesa globale, ha costituito il corollario dell'opera di risanamento, che ha maggiori prospettive di successo quando viene attuata senza rigidità dottrinarie, con chiarezza di indirizzi, con continuità d'azione.

L'alternativa a questi comportamenti è quella di sottostare in via permanente al vincolo delle scarsità e di limitarsi a gestire il volume della domanda, costringendo l'economia in una condizione di ristagno con inflazione.

Se i paesi industriali devono allentare progressivamente quel vincolo, modificando abitudini di vita e processi produttivi e ricercando fonti proprie di energia, è altresì indispensabile che essi si impegnino perché si realizzi una strategia dei rapporti con i paesi dell'OPEC e con quelli in via di sviluppo che faccia affluire verso questi ultimi una crescente quantità di fondi petroliferi. Il triangolo formato da questo sistema di rapporti, che avrebbe ai vertici tecnologia e beni capitali, fonti di energia, popolazione e prodotti primari, formerebbe una vasta area interessata all'espansione del commercio mondiale, e quindi alla stabilità dei cambi e del sistema monetario

internazionale. In questa direzione anche la CEE potrà utilmente adoperarsi, valorizzando la sua articolazione economica, politica, geografica e l'esperienza acquisita nelle relazioni con i paesi in via di sviluppo.

LA LIQUIDITÀ INTERNAZIONALE

Negli anni sessanta la liquidità internazionale ufficiale crebbe del 40 per cento, toccando gli 80 miliardi di dollari; alla fine del 1979, valutando l'oro ai prezzi di mercato, il suo valore risulta decuplicato, avendo raggiunto gli 830 miliardi; l'oro ne costituisce oggi quasi il 60 per cento rispetto al 50 di dieci anni or sono. L'esplosione dell'aggregato è stata accompagnata da mutamenti nella sua composizione e nei processi di creazione e di assorbimento.

Tra il 1970 e il 1973 la fonte principale di liquidità fu il disavanzo della bilancia dei pagamenti americana; la costituzione di riserve, in dollari, si concentrò prevalentemente nei paesi industriali.

Dal 1974, l'accumulazione di fondi liquidi presso il sistema bancario internazionale da parte dei paesi dell'OPEC ha accresciuto le riserve ufficiali. Si è sviluppato, inoltre, l'indebitamento compensativo negli xenomercati, con parziale rideposito negli stessi da parte delle autorità monetarie.

I fatti salienti del 1979 sono costituiti dal forte aumento del prezzo dell'oro, dalla creazione dell'ECU all'interno dello SME e dalla distruzione di liquidità risultante dalla flessione delle passività ufficiali degli Stati Uniti.

Nel corso del decennio, l'ampia liquidità internazionale ha indotto ad allentare i criteri prudenziali di concessione dei crediti bancari, assorbiti in proporzione crescente dai paesi in via di sviluppo: la trasformazione delle scadenze si è accentuata; si è elevato l'ammontare delle singole operazioni di prestito, talora non collegate al finanziamento di progetti di investimento; i margini di intermediazione sono scesi su valori giudicati da alcuni troppo bassi. La maggiore facilità del credito ha comportato ritardi nel processo di aggiustamento, favorendo il prevalere delle pressioni inflazionistiche, e ha aumentato i rischi per il sistema bancario internazionale.

Le banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci hanno raggiunto presso la Banca dei regolamenti internazionali un accordo per rendere operativa la supervisione bancaria su base consolidata mondiale, avendo particolare riguardo all'adeguatezza della copertura patrimoniale, alla liquidità, alla trasformazione delle scadenze e alla concentrazione dei rischi. A questi fini è apparso indispensabile disporre di una più approfondita e tempestiva documentazione statistica delle operazioni delle banche internazionali. Si è altresì convenuto sull'opportunità di ridurre gradualmente i vantaggi competitivi, di carattere istituzionale, connessi con le operazioni creditizie internazionali e di seguire con speciale attenzione gli sviluppi degli xenomercati e i loro collegamenti con la politica monetaria dei singoli paesi.

Altro elemento di preoccupazione è costituito dalla tendenza a diversificare le riserve ufficiali. L'hanno promossa in primo luogo i paesi esportatori di petrolio, che, in una situazione inflazionistica e di prevalente incertezza, hanno incontrato difficoltà nel soddisfare l'esigenza di investire cospicue risorse finanziarie per un orizzonte temporale relativamente ampio e hanno subito perdite sulle attività in dollari. L'hanno alimentata anche altri paesi, in taluni casi detentori di riserve nette modeste, o addirittura negative, ma con elevata liquidità lorda. La stessa flessibilità dei cambi, infine, ha spinto alla costituzione di un portafoglio plurivalutario maggiormente collegato alla composizione per valuta dei flussi delle importazioni.

La diversificazione delle riserve è stata frenata dalla condotta dei maggiori paesi industriali; con accordi informali essi si sono impegnati a non praticarla attraverso gli xenomercati. Inoltre, dal lato dell'offerta, le banche centrali tedesca, svizzera e giapponese hanno ostacolato l'acquisizione di passività interne da parte di autorità monetarie estere. Il loro atteggiamento è ora mutato, in presenza di andamenti meno positivi nei conti con l'estero; ciò consente, in particolare, di attuare forme di finanziamento diretto dei disavanzi e di ridurre l'onere del riciclaggio per i mercati internazionali dei capitali.

L'interazione delle spinte alla diversificazione con le forze operanti in senso opposto ha dato luogo a oscillazioni nella composizione per valute delle riserve internazionali. Non è peraltro emersa una contrazione rilevante nella quota del dollaro, che tra il 1970 e il 1978 è rimasta complessivamente stabile, intorno al 75 per cento; nel

1979 essa ha subito una flessione di oltre dieci punti, ma principalmente come conseguenza contabile della creazione di ECU. La quota del marco è salita nel decennio dall'1,5 all'11 per cento, mentre quella della sterlina è diminuita; le attività in marchi si aggirano attualmente sui 35 miliardi di dollari e sono detenute per circa due terzi negli xenomercati.

I vantaggi derivanti dall'affrontare in maniera concordata il problema della diversificazione delle riserve hanno ridato slancio alla proposta, già avanzata in passato, di creare un conto di sostituzione tra il dollaro e il Diritto speciale di prelievo presso il Fondo monetario internazionale. Nonostante i progressi fatti, difficoltà sono state incontrate nella ripartizione degli oneri derivanti da eventuali flessioni della moneta americana nei confronti del DSP, non compensate da differenziali appropriati nei rendimenti nominali dei due strumenti.

Una pluralità di fattori, tra cui l'accentuarsi dell'inflazione, le incertezze sui cambi e le crisi politiche internazionali, ha scatenato la forte ascesa delle quotazioni dell'oro, alimentata da aspettative estrapolative. Un'oncia del metallo è passata da 260 dollari nel giugno 1979 a un massimo di 850 nel gennaio scorso, per poi aggirarsi, con ampie oscillazioni, intorno ai 500 dollari. Poiché l'oro di proprietà di autorità monetarie ammonta a circa un miliardo di once, il valore delle riserve internazionali ufficiali ha registrato un incremento senza precedenti.

La rimonetizzazione dell'oro appare improponibile per la stessa instabilità del suo mercato; la riedizione di un *pool* da parte delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci potrebbe trasformare il loro sistematico intervento sul mercato dell'oro, in presenza di comportamenti erratici di detentori e di acquirenti residenti e non residenti, in un meccanismo non pienamente controllabile, con riflessi negativi per la gestione della liquidità interna e internazionale.

La via da seguire è quella, prima enunciata, di muovere con maggiore decisione, sia a livello nazionale sia attraverso una fattiva cooperazione internazionale, verso il controllo delle forze che generano l'inflazione, e di restaurare la fiducia nelle monete. Nel periodo di transizione verso equilibri più stabili il problema del ruolo dell'oro nelle riserve ufficiali richiederà atteggiamenti pragmatici, nel quadro di intese internazionali

che ne possano facilitare la mobilitazione, anche attraverso il ricorso a forme già sperimentate.

IL SISTEMA MONETARIO EUROPEO E IL CAMBIO DELLA LIRA

I risultati di questo primo anno dello SME appaiono soddisfacenti, rispetto all'obiettivo di assicurare una maggiore coesione nelle relazioni di cambio tra le monete partecipanti.

All'atto della creazione del Sistema, il Consiglio europeo aveva indicato, in un orizzonte più ampio, finalità di respiro anche maggiore, come la promozione della stabilità monetaria e di una crescita equilibrata, base per il rilancio del processo di unione economica e monetaria europea.

Sotto quest'ultimo profilo, l'evoluzione del Sistema non poteva non risentire dei profondi mutamenti intervenuti nel panorama economico e finanziario internazionale. È mancato un avanzamento verso la convergenza delle economie e non si sono composti i dissensi sul ruolo del bilancio comunitario e nell'attuazione di riforme concordate in linea di principio.

Il proposito di orientare il bilancio in una direzione più attenta alla riduzione dei divari di reddito tra regioni, più incisiva nell'influire sulle potenzialità produttive, e in definitiva più adeguata a fornire sostegno a una durevole stabilizzazione monetaria, risulta compreso tra il vincolo delle fonti di finanziamento autonome della CEE e l'assorbimento di risorse per la regolazione dei mercati agricoli; è necessario operare per allentare almeno uno dei bracci della tenaglia.

I contrasti sul bilancio comunitario hanno influito sulla possibilità di addivenire a una partecipazione generale agli accordi di cambio. Nell'attuazione di questi ultimi si sono avuti sviluppi significativi, anche mercé la cooperazione delle banche centrali nei loro rapporti quotidiani.

Due punti, in particolare, sono stati oggetto di approfondito dibattito: la definizione delle linee di intervento nei confronti del dollaro e la valutazione del significato e dell'utilizzo dell'indicatore di divergenza unilaterale rispetto all'ECU.

Questi due problemi mal si prestavano a soluzioni rigidamente predeterminate, in una situazione in cui il ventaglio dei tassi d'inflazione, invece di chiudersi verso il basso, tendeva ad aprirsi verso l'alto. In queste condizioni, le linee di intervento di fatto seguite, soprattutto nei confronti del dollaro, non potevano non riflettere le esigenze, a volte contrastanti, della lotta all'inflazione e del contenimento delle spinte centrifughe all'interno del sistema di cambio, segnalate dall'indicatore di divergenza.

Proprio in connessione con l'andamento del dollaro rispetto all'ECU, l'esperienza operativa dello SME può essere distinta in tre fasi. Dal 13 marzo agli inizi di giugno, al fine di contrastare l'apprezzamento della moneta americana e frenare l'inflazione importata, la Deutsche Bundesbank è intervenuta sul mercato cedendo notevoli quantità di dollari. In questo arco di tempo, mentre si accrescevano le difficoltà per le monete più deboli dello SME, la lira, sostenuta da un elevato avanzo della bilancia dei pagamenti, risultava la moneta più forte: solo interventi in acquisto di dollari impedivano che, nonostante il margine del 6 per cento, fosse raggiunta la soglia superiore di divergenza.

La seconda fase, caratterizzata dall'andamento declinante del dollaro, copre il periodo fino al 23 settembre, allorché ha avuto luogo il primo riallineamento delle monete, con la rivalutazione del marco. Nella loro azione antinflazionistica le autorità monetarie tedesche muovevano verso l'alto i tassi d'interesse. La posizione della lira, ancora sostanzialmente forte nel periodo estivo, mostrava segni di deterioramento nella seconda metà di settembre, come conseguenza di fattori stagionali e di movimenti di capitali connessi con l'erosione dei differenziali dei tassi d'interesse.

Negli ultimi otto mesi, a parte la svalutazione della corona danese alla fine di novembre, gli equilibri all'interno dello SME venivano mantenuti non solo attraverso aumenti differenziati nei tassi d'interesse, ma anche con interventi sui mercati dei cambi effettuati sia in monete comunitarie sia, in più larga misura, in dollari. Tali interventi sono stati in generale diretti a contenere le pressioni al rialzo della moneta americana, dovute al miglioramento dei conti con l'estero degli Stati Uniti e alle misure prese dalla Riserva Federale che hanno provocato la rapida ascesa dei tassi d'interesse durante il primo trimestre del 1980. Più di recente, la flessione nei tassi americani e la stabilizzazione su livelli elevati, o l'ulteriore lievitazione, di quelli europei, insieme con

nuove perturbazioni politiche, hanno determinato un recupero delle monete dello SME, in particolare del franco francese, che è divenuto la moneta più apprezzata.

In questa terza fase la lira si indeboliva non solo rispetto al dollaro, ma anche nei confronti dell'ECU. L'arretramento, che negli ultimi mesi l'ha portata nella fascia inferiore dello SME, ha coinciso con il peggioramento della nostra bilancia dei pagamenti, che ha mostrato nel semestre dall'ottobre 1979 al marzo 1980 un disavanzo globale di 2.100 miliardi di lire, a fronte di un avanzo di 2.300 nel periodo corrispondente di un anno prima. Il disavanzo è stato finanziato dall'accresciuto indebitamento all'estero del sistema bancario. Nei 45 giorni successivi, il saldo globale negativo è ammontato a 950 miliardi; un importo pressoché pari è affluito attraverso le banche.

Se, nel complesso, l'esperienza dei primi quattordici mesi di applicazione degli accordi di cambio merita una valutazione positiva, sarà possibile perseguire in modo durevole la convergenza degli aggregati monetari e creditizi e la stabilità dei cambi solo allorché si porranno sotto maggiore controllo i fattori autonomi di differenziazione dell'inflazione.

Nelle sedi tecniche e politiche è stato discusso il tema del rafforzamento e della fusione in un sistema definitivo della normativa e delle procedure esistenti in materia di cambi e di sostegno creditizio, anche attraverso la piena utilizzazione dell'ECU come mezzo di riserva e di regolamento. Il passaggio a questo assetto finale, che comporta la creazione formale e sostanziale del Fondo monetario europeo, era stato previsto entro due anni dall'avvio del Sistema.

Diverse opzioni sono state delineate circa le funzioni e la conseguente struttura del Fondo. È nostro convincimento, in uno spirito di integrazione europea, che la funzione monetaria da affidare al Fondo implichi, quali aspetti immediatamente qualificanti, il rafforzamento del ruolo dell'ECU nonché l'analisi e il coordinamento delle politiche monetarie e di cambio, sia interne allo SME sia nei confronti del dollaro.

La soluzione dei problemi giuridici e istituzionali, tanto più complessi quanto maggiore è il contenuto delle funzioni che si intende assegnare al Fondo, può richiedere

tempi non brevi; inoltre, l'esigenza di parallelismo tra integrazione monetaria e integrazione reale impone di evitare forti differenze nei tempi di marcia.

Nell'attuale condizione di incertezza dell'economia internazionale, converrà non vincolare troppo rigidamente i necessari salti di qualità a tempi tecnici che potrebbero rivelarsi angusti, rischiando di compromettere le basi del sistema definitivo.

LA CONGIUNTURA IN ITALIA

L'ampiezza dell'avanzo delle partite correnti, pari a 4.250 miliardi di lire e di poco inferiore a quello del 1978, oltre a consentire di mantenere stabile il valore esterno della lira, ha permesso di rimborsare prestiti compensativi per 2.050 miliardi e di rafforzare la posizione ufficiale netta nei confronti dell'estero. A differenza dell'anno precedente, però, l'attivo è soprattutto derivato dall'apporto del turismo, il saldo merci risultando negativo per 850 miliardi, contro un avanzo di 2.450. Il rovesciamento del saldo commerciale, manifestatosi nel terzo trimestre e che nel quarto ha reso passivo anche quello corrente, trova spiegazione nel progressivo aggravio netto dovuto al petrolio, pari a 2.150 miliardi nell'intero anno, nel sostenuto aumento della domanda interna e nella riduzione dei margini di competitività derivante dalla forte accelerazione del processo inflazionistico.

Il volume delle importazioni è aumentato a un tasso pari a quasi tre volte quello del prodotto interno lordo, cresciuto del 5 per cento in quantità e del 21 in termini nominali. D'altra parte, le esportazioni hanno continuato a fornire un apporto determinante all'espansione della domanda globale; nonostante l'intensità dei conflitti di lavoro e l'utilizzo mediamente elevato delle capacità produttive, la quota italiana sui mercati internazionali è ulteriormente aumentata, raggiungendo il 7,2 per cento, rispetto al 5,9 del 1973.

A formare l'avanzo nel commercio con l'estero dei manufatti è divenuto ancor più rilevante il contributo di industrie tradizionali, quali quelle tessili, dell'abbigliamento, delle calzature, delle pelli e del cuoio. Il saldo attivo di questi settori è salito dai 6.450 miliardi del 1978 a 7.700, superando quello dell'industria

meccanica. La crisi che attanaglia la chimica e la metallurgia ha contribuito ad aggravare, da 1.250 a 2.150 miliardi, il disavanzo della prima e a trasformare il lieve attivo della seconda in un passivo di 1.350 miliardi. L'andamento dei saldi settoriali trova riscontro nella composizione dell'interscambio: in particolare, l'incidenza sulle esportazioni complessive è salita dal 18,5 al 19,1 per cento per le industrie tradizionali, mentre è scesa dal 25,2 al 23,8 per cento per la meccanica e dal 9 all'8,2 per cento per la metallurgia, confermando il regresso dei settori a più alta intensità di capitale.

Negli anni successivi alla prima crisi petrolifera, caratterizzati da uno sviluppo stentato, dalla crisi internazionale di settori dai quali dipende una quota preponderante dell'investimento, da incertezze sulla direzione degli sbocchi, da limitazioni nell'elasticità di utilizzo degli impianti, dall'assorbimento di crescenti disponibilità finanziarie da parte del settore pubblico, l'accumulazione del capitale è sensibilmente rallentata. I rischi connessi con l'aumento dei costi fissi hanno frenato l'ammodernamento e la crescita di una parte rilevante di imprese grandi e medie e hanno limitato il rafforzamento dell'apparato industriale a quelle aziende che, per la loro dimensione e per la natura dei prodotti, potevano ampliare la capacità produttiva con apporti modesti di capitale e in tempi brevi. Il rapporto fra gli investimenti e il reddito, che era stato del 25 per cento negli anni sessanta, è sceso a 21 negli anni settanta; attualmente è del 19 per cento, inferiore di circa 2 punti a quello medio dei paesi dell'OCSE.

La ripresa degli investimenti fissi, che pur si è avuta nel 1979, favorita dall'incremento dei profitti e dal più elevato grado di utilizzo delle capacità produttive, non ha superato l'aumento del prodotto interno lordo; essa ha riguardato principalmente le imprese private. Modesti sono ancora risultati gli investimenti della pubblica amministrazione; anche se ciò può apparire meno grave in un anno di espansione sostenuta, le insufficienze istituzionali e gli scompensi esistenti fra l'amministrazione centrale e quelle locali privano la politica economica di uno strumento fondamentale per la regolazione e il rafforzamento dell'economia.

Il sostegno dei consumi all'aumento della domanda è stato di rilievo. La spesa delle famiglie ha tratto stimolo, dapprima, dalla forte crescita del reddito disponibile negli ultimi mesi del 1978, poi dai miglioramenti derivanti dai nuovi contratti di lavoro,

dal progressivo aumento delle ore lavorate e dall'accelerazione delle aspettative inflazionistiche, che ha sollecitato l'acquisto di beni durevoli.

L'espansione dell'attività produttiva ha determinato l'arresto della tendenza discendente dell'occupazione industriale che datava dalla seconda metà del 1977. I progressi sono stati contenuti nella loro espressione statistica dall'ampia sottoutilizzazione del lavoro che si era formata all'interno delle imprese. La produttività oraria nell'industria, esclusa l'edilizia, è salita, nella media dell'anno, dell'8 per cento circa; nonostante questo sensibile incremento, nell'ultimo quinquennio il suo tasso di sviluppo è caduto al 3 per cento dall'8 del quinquennio precedente. Nello stesso periodo il regresso dei tassi di crescita negli altri principali paesi industriali varia tra un massimo in Giappone, dall'8 al 5 per cento, e un minimo in Francia, dal 6 al 5 per cento.

Oltre che al rallentamento dello sviluppo, la minor dinamica della produttività è dovuta all'insufficiente accumulazione di capitale, all'obsolescenza economica indotta dal mutamento dei prezzi relativi, alla rigidità nell'uso delle risorse produttive. Quest'ultima, d'altra parte, ostacolando l'utilizzazione degli impianti, riduce la prospettiva di contenere i costi attraverso investimenti maggiori e a più elevata produttività; quale risultato di un processo circolare ne risente la stessa propensione a investire.

Nella seconda parte del 1979 il meccanismo moltiplicativo-accelerativo ha operato con intensità. Rispetto ai livelli di un secondo trimestre condizionato da intensi conflitti di lavoro, nel quarto il prodotto interno lordo risultava cresciuto del 5 per cento, la produzione industriale di circa il 7, gli investimenti in attrezzature e mezzi di trasporto del 20, le importazioni del 12; nell'industria, l'occupazione aumentava dell'1,5 per cento, le ore lavorate per addetto del 3 e la produttività oraria del 2,5 per cento. Il movimento è proseguito nel primo trimestre del 1980, durante il quale la produzione è cresciuta ancora del 3 per cento e si è ampliato il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti che, su base stagionalizzata e secondo valutazioni provvisorie, si è aggirato sui 700 miliardi di lire.

I risultati positivi in termini di produzione, occupazione e investimenti della seconda metà del 1979 e dei primi mesi dell'anno in corso rischiano di risolversi in un

episodio effimero, oltre che per le meno favorevoli prospettive della domanda mondiale, perché si sono realizzati in un clima di crescente inflazione. Questa ha investito di nuovo, nel corso del 1979, l'economia italiana con grande violenza, sebbene, rispetto alle punte massime toccate nel 1974 e nel 1976, alla sua accelerazione abbia contribuito solo marginalmente il cambio e sia stata meno forte la spinta proveniente dagli aumenti salariali eccedenti quelli della produttività.

Tra il dicembre 1978 e il marzo 1979 il rialzo dei prezzi all'ingrosso, che dal secondo trimestre del 1977 si era attestato su un tasso dell'8-9 per cento all'anno, raddoppiava, a seguito del triplicarsi, dal 13 al 40 per cento, dei rincari delle materie industriali, particolarmente accentuati per i prodotti non petroliferi; a partire dall'estate diveniva dominante l'impatto delle più elevate quotazioni del petrolio. Agli effetti inflazionistici della forte ascesa dei costi delle materie prime importate si sono sommati, in principio d'anno, quelli derivanti da un più rapido trasferimento dei costi sui prezzi dei manufatti consentito dal rialzo di questi ultimi sui mercati internazionali, e, dall'autunno, quelli indotti, in particolare nell'industria dei beni di consumo, dall'utilizzo elevato e rapidamente crescente della capacità produttiva. A fine anno, l'indice dei prezzi all'ingrosso, sia complessivo sia dei prodotti industriali, superava del 20 per cento i valori di 12 mesi prima; per i prezzi al consumo dei prodotti non alimentari l'aumento risultava del 23 per cento.

La crescita dei prezzi dei manufatti italiani, progressivamente superiore a quella dei principali paesi concorrenti, in presenza di un cambio effettivo della lira deprezzatosi mediamente del 4 per cento ma stabile in corso d'anno, ha determinato una perdita di competitività dell'1 per cento nella media annua e del 7 per cento tra la fine del 1978 e la fine del 1979.

Il rialzo delle quotazioni dei manufatti industriali è continuato a ritmi ancor più elevati nel nuovo anno, mentre per i prezzi al consumo si sono manifestati da marzo segni di decelerazione.

In complesso, nel primo trimestre del 1980, gli sviluppi della produzione, dei prezzi e della bilancia dei pagamenti mostrano un'economia ancora in forte espansione, sostenuta dalla domanda interna. La capacità produttiva presenta un grado di utilizzo pari a quello massimo raggiunto al culmine della fase espansiva del 1974.

L'interscambio commerciale, oltre agli effetti derivanti dai continui rialzi delle quotazioni del petrolio, manifesta significativi peggioramenti dei saldi nei confronti dei maggiori paesi industriali, in particolare di quelli della CEE, per effetto di un notevole aumento delle importazioni e di andamenti cedenti delle esportazioni.

LE RADICI DELL'INFLAZIONE

Nella seconda metà degli anni settanta il tasso annuo di crescita dei prezzi al consumo non è sceso al di sotto dell'8 per cento nell'area dell'OCSE, del 5 nella Comunità, escludendo l'Italia da entrambi gli aggregati, del 3 nella Germania federale, del 9 in Francia e nel Regno Unito; del 12 per cento nel nostro Paese.

Questi dati indicano che gli impulsi destabilizzanti colpiscono con maggiore violenza l'economia italiana o trovano in essa una maggiore predisposizione a tradursi in inflazione prolungata.

L'importanza del petrolio, sebbene la sostituzione con altri idrocarburi e risparmi nei consumi ne abbiano ridotto la quota sul totale delle risorse energetiche, rende ancora oggi la nostra economia particolarmente vulnerabile agli aumenti dei prezzi all'importazione di questo prodotto: il petrolio rappresenta pur sempre il 68 per cento dei consumi energetici, un valore vicino a quello del Giappone, ma ben superiore al 54 per cento della Germania federale, al 48 degli Stati Uniti e al 46 del Regno Unito. La dipendenza dall'estero dell'Italia per le materie prime diverse dal petrolio non offre un quadro e una prospettiva più favorevoli.

Il peso complessivo dei prodotti primari, allorché i loro prezzi relativi sono in aumento, genera effetti inflazionistici, oltre che direttamente, per due vie connesse con il deterioramento delle nostre ragioni di scambio. Il peggioramento della bilancia commerciale spinge alla caduta del cambio, inducendo nuove tensioni inflazionistiche, e costringe a un minore sviluppo. Il rallentamento nella formazione del reddito inasprisce i conflitti distributivi, scoraggia l'investimento, frena la crescita della produttività, rendendo più gravoso il trasferimento all'estero di risorse reali.

Agli impulsi importati si sono sommati quelli di origine interna. Dal 1969 i mutamenti nel mercato del lavoro e nelle relazioni industriali hanno innescato e sostenuto una dinamica ascendente delle retribuzioni monetarie assai più rapida che negli altri paesi, anche qualora si tenga conto degli andamenti della produttività. Nell'ultimo decennio l'aumento annuo del costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria italiana è stato pari al 15 per cento, più che doppio rispetto a quello medio dei principali paesi industriali.

Le tensioni sui prezzi relativi, che derivano da questi impulsi destabilizzanti, e quindi gli effetti inflazionistici e recessivi sono accentuati dalle caratteristiche della nostra economia.

I fenomeni di dualismo, territoriale, settoriale, dimensionale, sono pronunciati. Di questa realtà diversificata l'assetto istituzionale e contrattuale non tiene il dovuto conto; anzi, nel volgere degli anni, esso è stato reso più uniforme, nell'errato convincimento di poter così correggere quei dualismi.

L'indicizzazione dei redditi nominali è molto elevata e non neutrale per le posizioni relative. Di fronte al peggioramento delle ragioni di scambio, si ricerca la salvaguardia del tenore di vita tentando di negare l'inevitabile trasferimento di risorse, e si persegue l'impossibile obiettivo di compensare le cadute del reddito reale con aumenti di quello nominale, anziché elaborare criteri di equa ripartizione di quegli oneri al fine di contenere l'inflazione.

La reazione del sistema economico italiano ai fattori destabilizzanti è stata altresì ritardata da un offuscamento delle regole del gioco economico-istituzionale. Si sono ridotte sia la chiarezza dei segnali indirizzati dal mercato e dal settore pubblico ai consumatori e ai produttori; sia la reattività di questi ultimi nell'orientare le scelte di investimento verso direzioni nuove, per qualità della produzione e tecnologia; sia la possibilità di tradurre in atto quelle scelte: vi ostano, nelle imprese di maggiori dimensioni, la limitata flessibilità nell'utilizzo della manodopera, l'occupazione imposta, la riduzione degli orari di lavoro non compensata dal contenimento dei costi, l'elevato grado di indebitamento, gli interventi della mano pubblica che hanno cristallizzato situazioni di inefficienza.

La necessità di adeguarsi ai mutamenti e alle oscillazioni della domanda e la maggior possibilità di approfittare, in un orizzonte temporale ridotto dall'incertezza, delle condizioni di maggiore competitività offerte anche dal deprezzamento della lira hanno favorito il decentramento produttivo verso imprese di minore dimensione, nella ricerca di temperamenti alle rigidità che sostengono l'inflazione.

L'impiego di tecniche e di sistemi organizzativi spesso caratterizzati da un elevato livello di produttività; la maggior libertà nell'utilizzo della manodopera; la capacità di pronta risposta al mutare delle caratteristiche dei prodotti richiesti dal mercato; il più stretto legame fra la prosperità aziendale e il miglioramento del reddito dei dipendenti; l'agilità delle strutture decisionali: sono questi i fattori che hanno consentito alla piccola impresa di superare il ruolo ancillare di ammortizzatore delle difficoltà cicliche della grande e di acquisire un'autonomia di mercato che ha oltrepassato l'ambito nazionale e alla quale si deve parte non trascurabile del successo delle nostre esportazioni.

Questi sviluppi positivi, dai quali peraltro non ci si può attendere la soluzione dei problemi di fondo dell'industria italiana, vanno distinti da quelli che, sotto la spinta dei costi economici e amministrativi, hanno portato a più diffuse forme di evasione dalle regolamentazioni vigenti e alla creazione di un nuovo dualismo nella nostra economia. Dal lato dell'offerta di lavoro hanno agito in questa direzione l'aumento della durata media della disoccupazione, la ricerca del secondo impiego congiunta non di rado con una concezione assistenziale di quello ufficiale, talora la preferenza del lavoratore per una maggiore flessibilità nei modi e nei tempi della propria prestazione, il morso dell'inflazione. La cosiddetta economia sommersa è una risposta del sistema della quale occorre tener conto, anche perché costituisce talvolta reazione a vincoli eccessivi e a incomprensioni della realtà sociale ed economica; ma essa non può costituire la base di ricambio dell'apparato industriale, sia perché costringe le iniziative nella piccola dimensione, sia perché offre soluzioni che il corpo sociale non può alla lunga accettare.

A provocare l'alto livello dell'inflazione hanno concorso la spesa pubblica e le sue forme di finanziamento.

I ritardi e i limiti dell'apporto della pubblica amministrazione a un migliore impiego delle risorse sono soprattutto connessi con la qualità della spesa. Inoltre, è ricaduto sui bilanci pubblici l'onere di comporre conflitti distributivi e di trovare compensazione, più che soluzione, a punti di perdita del sistema produttivo; innestandosi su tendenze già in atto, ciò ha comportato una rapida crescita della spesa, soprattutto per trasferimenti, correnti e in conto capitale. Tra l'inizio degli anni sessanta e l'ultimo biennio il rapporto tra la spesa della pubblica amministrazione e delle aziende autonome e il prodotto lordo è salito dal 32 al 47 per cento; il ritmo della crescita si è accentuato negli anni settanta. Nello stesso periodo, sempre in rapporto al prodotto lordo, le prestazioni sociali sono cresciute dal 12 al 20 per cento; in particolare, l'onere del sistema pensionistico è passato dal 6 al 12 per cento e quello del sistema sanitario dal 3 al 6 per cento.

La produzione dei servizi pubblici si è ampliata, specialmente nel campo dell'istruzione e in quello ospedaliero, insieme con il numero dei dipendenti. Negli anni settanta hanno trovato collocazione nel settore pubblico nel suo complesso oltre 900 mila persone, circa due terzi delle nuove forze di lavoro. Questi sviluppi non sembrano essersi accompagnati a una maggiore efficienza, né ad apprezzabili miglioramenti nella qualità dei servizi resi. Tra i primi anni sessanta e l'ultimo biennio, nonostante l'aumento della pressione tributaria dal 26 al 33 per cento, il saldo corrente, rispetto al prodotto lordo, è passato da un avanzo del 3 per cento a un disavanzo del 6, mentre il disavanzo complessivo è salito dall'1 al 10 per cento.

Proprio perché composti provvisoriamente, attraverso il bilancio pubblico, in modi poco rispettosi dei criteri di economicità, alcuni squilibri fondamentali hanno finito col perpetuarsi, radicando l'inflazione nel sistema.

La dimensione dei fabbisogni pubblici, che talora hanno superato in notevole misura i valori previsti, e la necessità di limitare lo spiazzamento dell'attività produttiva e di investimento dei privati hanno condotto alla creazione di un volume di credito e di attività liquide che ha permesso una crescita del reddito nel quale la componente inflazionistica è stata largamente prevalente. L'elevato ammontare di attività finanziarie detenute dalle famiglie ha consentito il prodursi di rilevanti effetti redistributivi della ricchezza in favore del settore pubblico e delle imprese, l'imposta da inflazione essendo

quella meno suscettibile di essere neutralizzata da domande di maggior reddito da parte delle famiglie.

Sulle componenti recenti e lontane del movimento dei prezzi, che si sommano e si confondono nell'inflazione di oggi, ci siamo soffermati distintamente solo per poter trarre dall'analisi indicazioni sulle azioni da compiere.

Nell'ultima parte del 1979, l'accentuarsi dell'inflazione, l'espansione sostenuta dell'attività produttiva, l'emergere di tensioni sul cambio, i riflessi delle vicende economiche internazionali compongono il quadro entro il quale sono maturati i provvedimenti di restrizione monetaria presi a partire dal mese di ottobre, e dei quali si darà conto in appresso. Il proseguimento dell'azione monetaria lungo quelle linee, se congiunto con una coerente condotta della politica fiscale e di bilancio, potrà far rallentare l'attuale ritmo del processo inflazionistico; non potrà condurci alla meta, che dobbiamo perseguire, di un grado di stabilità pari alla media comunitaria.

Per ottenere risultati più incisivi e duraturi è indispensabile che la politica economica intervenga sui fattori fondamentali dai quali la più forte inflazione che colpisce l'Italia riceve continuo alimento. Per ciascuno di essi le linee di attacco, da seguire con gradualità e tenacia, discendono dalla stessa analisi.

Occorre che la politica di sviluppo regionale, valorizzando processi già in atto, spinga l'investimento verso il lavoro, orienti l'impresa verso attività ad alto valore aggiunto e persegua l'efficienza produttiva, superando concezioni meramente assistenziali. Occorre un indirizzo dei consumi e degli investimenti energetici che renda meno stretto il nesso sia tra impiego del petrolio e produzione energetica, sia tra consumo energetico e crescita economica. Occorre stabilire relazioni industriali che consentano di portare la produttività a livelli coerenti con la volontà di conservare al nostro paese posti di lavoro e imprese. Occorre far emergere l'economia sommersa senza soffocarla, e soprattutto attuare una politica per le grandi imprese, dalle quali una moderna economia industriale non può prescindere e che debbono essere soggette ad un'unica logica economica, quale che sia il loro assetto proprietario. Occorre rendere meno intense e più razionali le forme di indicizzazione, rescindendone il legame almeno con l'imposizione indiretta, così da restituire pienamente quest'ultima alla funzione di strumento di politica economica. Occorre che a una spesa pubblica pervenuta a

dimensioni europee, corrispondano servizi pubblici di livello europeo, e che il disavanzo sia contenuto entro limiti compatibili con le esigenze dell'accumulazione e coerenti con una politica, nei fatti, antinflazionistica.

L'EVOLUZIONE MONETARIA E CREDITIZIA

La politica monetaria nel corso del 1979 si è nuovamente dovuta misurare con le contrastanti esigenze di assecondare la ripresa produttiva e di combattere l'accelerazione dell'inflazione.

Nel dibattito recente in Italia e all'estero si confrontano posizioni di fondo e conclusioni diverse sul meccanismo di trasmissione e sugli effetti dell'azione monetaria sul reddito nominale e, in particolare, circa la sua incidenza sulla produzione e sui prezzi. Esiste tuttavia un sostanziale consenso sul fatto che le incertezze derivanti da brusche e frequenti correzioni di rotta e i ritardi con i quali queste esplicano i loro effetti possono in definitiva far aumentare la variabilità ciclica dell'economia, piuttosto che ridurla. La politica monetaria tende così a essere riferita a orizzonti sufficientemente estesi, in un quadro previsionale degli sviluppi macroeconomici. La revisione ripetuta degli obiettivi intermedi trova un limite nella considerazione degli effetti destabilizzanti che possono derivare dal perseguimento di un corso monetario incostante; il maggior rigore nell'attenersi alle quantità prefissate comporta l'accettazione di movimenti più ampi nei tassi di interesse.

Nella Relazione trimestrale sul fabbisogno di cassa del settore pubblico allargato presentata dal Ministro del tesoro nel marzo dello scorso anno si presupponeva per il 1979 una crescita del prodotto interno lordo del 5 per cento, un aumento dei prezzi del 14 e un avanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente pari a 3.000 miliardi che, seppur minore di quello dell'anno precedente, appariva il più elevato tra quelli dei paesi industriali. Questa evoluzione scontava, in particolare, lo smorzarsi della domanda mondiale nel corso del 1979, soprattutto per la recessione prevista negli Stati Uniti.

Il quadro macroeconomico era considerato coerente con una creazione di base monetaria, al netto dei depositi postali, di 8.000 miliardi, con un fabbisogno interno del

settore pubblico allargato di 35.200 miliardi e con un'espansione del credito totale interno di 53.300 miliardi.

Il divario tra i rendimenti dei titoli a breve del Tesoro e quelli netti dei depositi bancari e le condizioni di liquidità del sistema alla fine del 1978 hanno fatto sì che nel primo semestre del 1979 il pubblico effettuasse acquisti netti di buoni ordinari e certificati di credito del Tesoro per 9.400 miliardi, rispetto ai 6.800 dell'intero 1978. Complessivamente, in quel semestre, sono stati collocati sul mercato 16.600 miliardi di titoli di Stato, anche a medio termine, per circa la metà tratti dal portafoglio della Banca d'Italia.

In quella fase, se la banca centrale avesse mantenuto lo sviluppo della base monetaria sul sentiero inizialmente previsto avrebbe consentito una diminuzione dei tassi. Si continuò, invece, a far riferimento all'obiettivo del credito totale interno, il cui volume nei mesi centrali dell'anno si è in effetti collocato leggermente al di sotto dell'andamento previsto. D'altra parte, la forza che la lira mostrava nello SME e rispetto al dollaro e l'avanzo di parte corrente nella bilancia dei pagamenti rendevano inopportuno un orientamento della politica monetaria che comportasse nell'immediato un movimento verso l'alto dei tassi di interesse. I differenziali rispetto ai tassi esteri, pur se in diminuzione, permanevano elevati e spingevano all'espansione dei prestiti in valuta: la corrispondente posizione debitoria netta sull'estero delle aziende di credito è aumentata nel primo semestre del 1979 di oltre 2.000 miliardi. Nello stesso periodo la base monetaria ha subito una lieve contrazione. La crescita della quantità di moneta è sensibilmente decelerata.

A mano a mano che, con il procedere dell'anno, si palesava l'entità dello *shock* petrolifero e delle tensioni sui mercati delle materie prime, e più sostenuta si rivelava la dinamica della domanda, le autorità monetarie dei principali paesi industriali rispondevano alle spinte inflazionistiche con misure volte a evitare che la crescita monetaria e creditizia finanziasse la diffusione dell'aumento dei prezzi; ne seguivano ovunque ulteriori rialzi nei tassi di interesse.

A questa tendenza si univano i tassi italiani. In una prima fase l'azione della Banca sui mercati interni ha mirato a favorire la lievitazione dei rendimenti a medio e a lungo termine. L'inversione del movimento con l'estero dei capitali bancari dal mese di

giugno accresceva la domanda di prestiti in lire, la cui offerta era peraltro soggetta al massimale. In settembre i mercati internazionali sono stati interessati da crescenti tensioni, sfociate nel riallineamento delle monete europee e nelle misure annunciate dalla Riserva Federale nei primi giorni di ottobre. Nella nostra bilancia dei pagamenti apparivano i segni del peggioramento; si sviluppavano pressioni sulla lira; la domanda di credito si rivelava sostenuta e l'evoluzione degli aggregati monetari e creditizi tendeva a discostarsi dal sentiero preordinato, anche per il temporaneo riflusso del pubblico verso i depositi bancari.

Al principio di ottobre il tasso di sconto è stato aumentato di un punto e mezzo e portato al 12 per cento; nello stesso mese è stato rinnovato il massimale all'espansione degli impieghi bancari fino al luglio 1980; l'incremento consentito negli impieghi vincolati era pari solo al 10,6 per cento in ragione annua; la soglia di esenzione veniva elevata da 100 a 130 milioni.

L'accelerazione nella crescita dei prezzi interni e la continua ascesa dei tassi esteri, che acuivano le pressioni sulla bilancia dei pagamenti nel periodo stagionalmente sfavorevole, hanno richiesto a dicembre un ulteriore rialzo dei tassi di interesse per prevenire il rischio che venisse compromessa la tenuta della lira e si accentuassero le spinte inflazionistiche. Con un aumento di 3 punti percentuali il tasso di sconto è tornato al suo massimo storico, precedentemente raggiunto nell'autunno del 1976. La curva dei rendimenti assumeva l'andamento decrescente caratteristico delle situazioni di stretta creditizia. La ridotta liquidità, conseguente al rinvio, in parte voluto, di spese del Tesoro, costringeva il sistema bancario a ricorrere in misura elevata al credito di ultima istanza e favoriva la rapida diffusione del rialzo dei tassi ufficiali a quelli bancari attivi.

Nello stesso periodo sono state introdotte innovazioni nelle tecniche di intervento sui mercati e nelle procedure del loro funzionamento. La compravendita di titoli a pronti con contestuale contratto inverso a termine ha fornito alla banca centrale uno strumento flessibile, che permette di regolare la liquidità con prontezza e precisione maggiori. L'istituzione di un deposito collettivo di titoli nelle due principali piazze finanziarie e il collegamento, con terminali elettronici, della Banca d'Italia a una rete per le trasmissioni di informazioni finanziarie agli operatori hanno semplificato le negoziazioni e accresciuto la capacità di azione degli intermediari.

Nel consuntivo del 1979 il flusso del credito totale interno ha coinciso con le previsioni formulate nel marzo. Le minori erogazioni e i maggiori introiti tributari e contributivi, connessi anche con la più accentuata dinamica dei prezzi, sono stati solo in parte compensati dall'evoluzione dei depositi bancari degli enti pubblici, che hanno registrato una crescita in luogo della prevista riduzione; il fabbisogno del settore pubblico, finanziato sull'interno, si è in definitiva ridotto di circa 3.000 miliardi. I finanziamenti diretti al settore privato si sono accresciuti di altrettanto. Effettuando la correzione per i trasferimenti pubblici alle imprese, la quota del credito totale interno affluita al settore privato è stata di poco inferiore alle previsioni del marzo. D'altra parte, all'allocazione delle risorse non giova la pubblicizzazione dei circuiti creditizi attraverso il crescente ruolo di intermediazione assunto dal Tesoro.

Un'indicazione del contenimento operato dalla politica monetaria è data dal rapporto tra il flusso del credito totale interno e il prodotto lordo che è diminuito dal 22,2 per cento del 1978 al 19,8 del 1979. Inoltre il rapporto medio tra la liquidità e i depositi bancari è sceso dall'1,9 per cento del 1978 all'1,5.

La tendenza a una compressione della funzione creditizia specifica degli intermediari bancari ha subito un arresto. Peraltro il superamento del massimale sugli impieghi, manifestatosi nella parte finale del 1979, ha fatto sorgere il timore che ne risultasse inficiata l'azione restrittiva della politica monetaria.

Si è ritenuto che fosse opportuno continuare a ricercare la necessaria stabilizzazione attraverso lo strumento del massimale, piuttosto che facendo esclusivo ricorso al controllo indiretto, per il tramite dei tassi di interesse. L'esperienza, non solo italiana, mostra che, nel breve periodo, la domanda di credito può rivelarsi scarsamente reattiva al costo. Per ottenere gli effetti desiderati sarebbero stati presumibilmente necessari movimenti dei tassi d'interesse tali da determinare rischi per la stabilità dei mercati finanziari, tanto più che quelli italiani non hanno ancora ampiezza, profondità e flessibilità analoghe a quelle riscontrabili nelle maggiori economie industriali. Anche negli Stati Uniti, caratterizzati da mercati finanziari tra i più vasti ed efficienti, per contenere la crescita degli aggregati monetari nei limiti prestabiliti, la Riserva Federale ha fatto ricorso a misure di controllo diretto di alcuni settori del credito, a complemento delle restrizioni operanti attraverso la base monetaria e i tassi di interesse.

Una manifestazione, seppure ridotta e parziale, delle difficoltà che si sarebbero potute incontrare si è avuta agli inizi del 1980, a seguito degli aumenti del tasso di sconto a dicembre. Lo spostamento del pubblico dai depositi bancari ai titoli assunse carattere impetuoso: all'asta di gennaio la domanda superò di 3.000 miliardi l'ammontare in scadenza dei BOT, provocando un calo dei rendimenti e accentuando l'aumento dei tassi interbancari. Questa situazione anomala durò fino all'asta successiva, anche perché solo alcune aziende di credito si mostrarono disposte a cedere alla clientela titoli del proprio portafoglio. Neppure un mercato ampio quale quello dei BOT è in grado di fronteggiare con la necessaria immediatezza così forti variazioni nella domanda.

Il convincimento che fosse indispensabile rafforzare l'efficacia del massimale non faceva venir meno la consapevolezza della insofferenza per un congegno che coarta i prestiti di ciascuna banca a una crescita uniforme. Queste considerazioni ed esigenze, in parte tra loro contrastanti, ci hanno indotto, lo scorso marzo, a istituire l'obbligo per le aziende di credito che superano il massimale di versare in un deposito infruttifero presso la Banca d'Italia una somma correlata all'eccedenza del credito. Si è così inteso confermare la volontà dell'Istituto di mantenere sotto diretto controllo l'espansione degli impieghi, creando nel contempo un incentivo per le banche a non discostarsi dal sentiero di crescita indicato dal massimale; si è peraltro tolto a quest'ultimo il carattere di limite tassativo, rendendo possibile, grazie alle aliquote progressive, un'applicazione che permetta di assorbire, anche se a costi rapidamente crescenti, improvvisi punte di domanda.

Nel 1979 l'attività di prestito e di raccolta degli istituti di credito speciale si è ulteriormente ridotta. Le erogazioni sono rimaste sui livelli del 1978, ma sono diminuite in rapporto agli investimenti. Al netto dei rimborsi e delle rate in arretrato, la crescita degli impieghi è stata del 10,5 per cento: tre punti in meno rispetto all'anno precedente. Preoccupano l'aumento delle rate scadute e non pagate e quello delle sofferenze, riflesso della crisi di alcuni settori e di grandi gruppi dell'industria italiana. Alcuni istituti hanno proceduto a cospicui aumenti di capitale. Difficoltà nella provvista, che nel complesso dell'anno sono state estranee al rallentamento degli impieghi, sono emerse nei mesi più recenti: i mercati finanziari non potevano non risentire di

contraccolpi negativi, in presenza di spinte inflazionistiche e di rarefazione della liquidità. In tali circostanze, come mostra anche l'esperienza internazionale, l'emissione di titoli a tassi fissi si riduce in misura notevole, con la parziale eccezione dei mercati ove è normalmente esercitata la facoltà di anticipato rimborso dei titoli.

Anche in considerazione dell'opportunità di contenere la doppia intermediazione, siamo stati indotti a proporre per il primo semestre del 1980 solo il rinnovo del vincolo di portafoglio con la modesta aliquota già in vigore dalla seconda metà del 1978. Pur assecondando la ricerca ordinata di tassi di equilibrio sul mercato, la nostra attenzione è rivolta a favorire il ricorso da parte degli istituti di credito speciale e dell'ENEL a forme di indebitamento a tassi variabili, da tempo in uso sui mercati internazionali: esse, da un lato garantiscono agli investitori cedole che si adeguano al mutare delle condizioni di mercato, mettendoli quindi al riparo da forti oscillazioni nei corsi, dall'altro riducono il rischio, per i debitori finali, che l'onere del servizio si riveli eccessivamente gravoso.

Varie sono le formule e le modalità tecniche approntate e allo studio. Il collegamento dei rendimenti ai prezzi può utilmente soddisfare le esigenze di determinati settori; una sua diffusione generalizzata ci trova, però, fermamente contrari: potrebbe essere considerata una resa all'inflazione e ridurre ulteriormente i gradi di libertà nella condotta della politica economica. Nell'indicizzazione finanziaria, la consapevolezza che il mercato monetario non ha ancora raggiunto una maturità che gli consenta di garantire tassi non distorti fa preferire un riferimento parziale ai rendimenti dei titoli a lungo termine. Non vediamo con favore il ricorso a formule di indebitamento ancorate a monete di altri paesi. Diverso è il caso di soluzioni, quale quella verso cui si sono orientate istituzioni internazionali, che collegano i rendimenti immediati e il valore capitale all'ECU: su questa unità di tipo paniere è basato lo SME e in essa è presente la lira.

L'accentuata dinamica dei prezzi, il peggioramento dei conti con l'estero nei primi mesi del 1980 e l'andamento previsto di queste variabili nella restante parte dell'anno confermano l'esigenza di contenere l'offerta di credito. Nella Relazione trimestrale sul fabbisogno di cassa del settore pubblico presentata in aprile dal Ministro del tesoro si prevede per l'annata in corso un'espansione del credito totale interno di

59.300 miliardi, coerente con un fabbisogno interno del settore pubblico di 40.500 miliardi. Rapportata al prodotto lordo tale espansione si riduce, per il secondo anno, di circa due punti.

Pur tenendo conto di mutamenti significativi che dovessero intervenire nelle variabili reali e negli impulsi provenienti dall'estero, la banca centrale si atterrà all'indirizzo prefissato contrastando comportamenti contrari alla decelerazione dell'inflazione e alla stabilità del cambio. Il grado di costrizione e le conseguenze negative sull'attività economica saranno tanto maggiori quanto più risulteranno accentuate le spinte che amplificano la componente spuria del reddito.

L'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA NEI SUOI RAPPORTI CON L'IMPRESA E CON LO STATO

Nell'economia moderna caratterizzata da crescente dissociazione tra investimento e risparmio, alla realizzazione degli investimenti concorrono due volontà distinte: una di natura produttiva, di compiere la spesa; l'altra di natura finanziaria, di fornire i mezzi necessari. L'autonomia dei due momenti è salvaguardia dell'uso efficiente delle risorse; attraverso la loro contrapposizione dialettica, la decisione che si realizza è unica.

Fra gli investimenti di imprese, private e pubbliche, che operano in situazione di mercato e quelli pubblici in senso stretto vi è la gamma delle iniziative che costituiscono, nel nostro paese, l'essenza stessa dell'economia mista, quali quelle volte ad adeguare le produzioni di base al fabbisogno degli anni futuri, a ricercare tecnologie nuove in settori strategici, a promuovere lo sviluppo delle zone meno prospere. Non è che queste scelte debbano sfuggire a valutazioni di ordine economico. Ma esse appartengono alla sfera degli obiettivi pubblici e nel tempo hanno condotto alla creazione dei diversi strumenti di intervento dello Stato.

Anche in questi casi, come per gli investimenti interamente soggetti alla logica del mercato, la decisione dell'intermediario creditizio deve scaturire dalla verifica degli equilibri finanziari: quella decisione non può giungere a negare la ragion d'essere

dell'iniziativa, ma l'intermediario deve porre, se i risultati della verifica lo richiedono, condizioni, soprattutto finanziarie, alla sua adesione.

Lo scrutinio sarà efficace se gli intermediari opereranno in autonomia: deve essere cura della collettività che la legge, l'esercizio della funzione amministrativa, l'assetto delle istituzioni e dei mercati siano tali da assicurarla.

Nel nostro sistema creditizio tre aspetti hanno assunto, nel volgere degli anni, particolare rilevanza: la separazione istituzionale fra credito ordinario e credito speciale, l'utilizzo degli intermediari quali canali dell'incentivo e del sostegno pubblico all'impresa, la coesistenza di enti privati e pubblici. Insieme con altri, questi problemi sono al centro di un ampio dibattito che la Banca d'Italia segue con partecipata attenzione.

Le diverse connotazioni economiche delle spese sostenute per l'esercizio dell'attività produttiva e di quelle volte a creare nuove unità, ad ammodernarle o ad ampliarle sono il fondamento della distinzione, di grado e non di natura, fra credito ordinario e credito speciale. Il rendimento differito, il maggior rischio, la dimensione e la rilevanza strategica nella vita dell'impresa degli investimenti finanziati caratterizzano il secondo rispetto al primo. Inoltre, nel credito speciale il legame fra l'esito dei singoli progetti e i risultati aziendali è più stretto, con la conseguenza che le analisi e le valutazioni delle prospettive economiche e della stessa tecnologia dell'investimento tendono ad assumere peso maggiore. Al fine di esercitare il suo compito di scrutinio delle iniziative nel quadro della vicenda complessiva dell'impresa, l'istituto di credito deve valutare l'equilibrio tra spese ed entrate, esaminando piani finanziari che comprendano anche eventuali apporti relativi allo specifico interesse pubblico nell'iniziativa stessa.

Tra un credito e un incentivo, sia esso rappresentato da un sussidio o da uno sgravio, vi è una differenza di natura che, se trascurata, può recare danno al buon governo dell'economia. Col credito si impiega danaro del risparmiatore, vi è assunzione di rischio, sorge un'obbligazione di rimborso; con l'incentivo si utilizza danaro del contribuente, non vi è assunzione di rischio, non sorge obbligazione di rimborso. Se l'incentivo è accordato in via automatica a chiunque realizzi le iniziative previste per la sua applicazione, la sua vera natura economica, che è quella di uno strumento di finanza

pubblica anche quando sia commisurato agli interessi pagati, appare nella massima evidenza.

Ma siffatta natura permane allorché l'incentivo è accordato ad alcune soltanto tra le iniziative che presentano i requisiti che sono richiesti. La valutazione discrezionale delle intraprese più meritevoli di essere incentivate non può compiersi che coi criteri dell'amministrazione pubblica, tra i quali è tipico quello rappresentato dal rispetto di procedure chiaramente definite. Tale valutazione non va confusa con quella, imprenditoriale, attraverso la quale si giunge all'affidamento o al suo diniego; questa ha come carattere specifico il vaglio del rischio. Il legare la gestione dell'incentivo a quella del credito costituisce una commistione di cui bisogna essere consapevoli e di cui occorre ridurre al minimo l'area o, almeno, le possibili conseguenze negative.

Gli incentivi vanno riferiti, più che al credito, direttamente agli investimenti, oltre che all'impiego del fattore lavoro. In tal modo, si stabilisce un rapporto diretto e concluso tra lo Stato e l'impresa beneficiaria. In particolare, per le categorie di imprese, segnatamente le medie e le piccole, per le quali con maggiore probabilità i ritardi procedurali possono risultare pregiudizievoli all'effettuazione degli investimenti programmati, si potrebbe ampliare il ricorso al credito di imposta. Si svincola così il rapporto tra l'impresa e l'intermediario finanziario dal condizionamento di un sussidio che porta all'espansione dell'indebitamento in particolari forme.

Per quella parte dei prestiti agevolati che dovesse rivelarsi incomprimibile, non mancano modi, e i progressi effettuati con la legislazione più recente lo confermano, per migliorare il funzionamento dell'attuale sistema. La concessione automatica di incentivi è in generale da preferire alla discrezionalità. Ove occorra scegliere fra iniziative rispondenti ai criteri richiesti per l'agevolazione, la selezione dovrebbe essere effettuata secondo regole che istituiscano un meccanismo concorrenziale. L'esercizio di una scelta politica dovrebbe essere limitato a quei casi nei quali la particolare importanza dell'iniziativa lo giustifichi. Comunque, una maggiore efficienza del credito agevolato resta affidata alla separatezza non solo degli organi che amministrano rispettivamente l'agevolazione e il credito, ma anche dei canali attraverso i quali questi flussi pervengono all'impresa.

Se queste sono le linee da seguire per promuovere in modo più efficace e più trasparente le nuove decisioni di investimento, non meno importante è nella situazione presente adoperarsi per riorganizzare la capacità produttiva esistente e risolvere le difficoltà di grandi imprese. Tali difficoltà sono particolarmente acute nel settore chimico, nel cui sviluppo si era cercata la conciliazione di molteplici obiettivi, sociali, di riequilibrio territoriale, di rafforzamento della struttura industriale. La esplosione dei prezzi del petrolio e il conseguente, forte rallentamento nella crescita della domanda dei prodotti derivati hanno colpito l'industria chimica italiana in un momento delicato; il risanamento ha incontrato ostacoli meno gravi in paesi che, avviatisi con anticipo nel processo di industrializzazione, erano già pervenuti a solidi assetti dimensionali e finanziari.

Se la crisi di interi settori produttivi è stata percepita con relativa prontezza, non altrettanto è avvenuto per l'attuazione degli interventi. La legge per la ristrutturazione industriale ha avuto una lunga gestazione e una ancor più lunga fase di preparazione applicativa, anche per l'esigenza di inquadrare i piani di riorganizzazione negli indirizzi generali di politica industriale. Situazioni di imprese, che con interventi immediati potevano essere risolte, si sono aggravate, con riflessi per le stesse istituzioni creditizie esposte nei loro confronti.

Questi ritardi hanno generato spinte ad avvalersi della legge 787 del 1978 al di là delle sue finalità originarie, che sono quelle di sovvenire le imprese in difficoltà di natura prevalentemente finanziaria e quindi suscettibili di riequilibrio con interventi temporanei delle istituzioni creditizie. In alcuni casi particolari di crisi di ben più ampia portata, per i quali è stato ritenuto ugualmente utile il ricorso allo strumento delle società consortili, ulteriori norme e segnatamente la legge 573 del 1979 hanno riconosciuto l'esigenza di una valutazione politica, modificando alcune procedure della legge 787 e fornendo a istituzioni creditizie pubbliche insufficientemente capitalizzate i mezzi per l'intervento.

Laddove poi si ravvisino interessi che trascendono quelli avvertiti dal mercato e consigliano la sopravvivenza dell'impresa, è preferibile ricorrere a interventi di salvataggio industriale chiaramente definiti nelle finalità, nei ruoli e nelle dimensioni, anziché forzare strumenti concepiti per scopi diversi e basati sulle scelte autonome di

ciascun ente creditizio nel limite dei mezzi patrimoniali non impegnati. In ogni caso, sia che il salvataggio avvenga con il mantenimento dell'impresa nell'area privata sia con il suo passaggio all'area pubblica, deve essere rispettata la condizione di ricostituire una situazione aziendale economicamente valida.

Le considerazioni sopra svolte valgono indipendentemente dall'assetto proprietario degli istituti di credito. Oggi l'esigenza immediata è quella di restituire al sistema bancario la serenità e il grado di certezza indispensabili al suo normale funzionamento, venuti drammaticamente meno per eventi anche recenti. Per le banche pubbliche il rischio di una paralisi della loro operatività si congiunge a quello, non meno grave anche se differito, di uno scadimento nel ricambio dirigenziale.

La coesistenza di soggetti privati e pubblici è un dato del nostro ordinamento creditizio, che ha scelto l'impresa come modello per lo svolgimento dell'attività bancaria. Attraverso la legislazione italiana, la ragion d'essere di intermediari finanziari al cui capitale lo Stato partecipa in varia forma può essere individuata, al di là dell'origine contingente, nelle esigenze di assicurare l'articolazione del sistema creditizio, di garantire l'autonomia dei singoli intermediari, di evitare l'acquisizione da parte dell'industria di posizioni dominanti nella banca. Esigenze, queste, che possono essere raccordate all'altra, più generale e affidata all'organo di vigilanza, di regolare la concorrenza bancaria al fine di preservarla.

Trasformare gli intermediari finanziari pubblici in strumenti istituzionali per scopi specifici di politica economica significherebbe snaturarne i paradigmi di gestione bancaria. Si incrinerebbe, tra i meccanismi di allocazione delle risorse, quello costituito da un sistema di intermediazione informato, nella scelta degli impieghi, al principio di redditività. Tale principio fondamentale non può venir meno anche quando, per gli istituti pubblici e per alcuni privati, esso trova temperamento nel suo ambito di applicazione, secondo la vocazione che le disposizioni legislative e statutarie hanno assegnato alla generale capacità di diritto privato di ogni istituto.

Coerentemente con siffatta impostazione, la valutazione da parte dell'organo di vigilanza dei risultati aziendali del singolo intermediario, pubblico o privato che sia, è riferita a criteri identici e a parametri fondamentalmente simili, di redditività, efficienza, solvibilità degli enti creditizi. È pur vero che alcuni riscontri di mercato a cui la

dirigenza è sottoposta, e che vanno da quello effettuato dalla proprietà a quello di borsa sino ai processi di assorbimento, non operano nei confronti degli istituti a controllo pubblico, soprattutto se non organizzati nella forma di società per azioni. Questa asimmetria è tuttavia suscettibile di correzioni nell'ambito della normativa statutaria, valorizzando gli autocontrolli che possono essere inseriti in moduli organizzativi di ispirazione pubblicistica e apprestando strutture che accrescano la presenza della imprenditorialità bancaria negli organi chiamati a decidere sulle operazioni, a controllarle e a valutarne i risultati. Quest'ultimo orientamento potrebbe trovare attuazione in un raccordo più stretto, pur nel rispetto della distinzione dei ruoli, tra aziende di credito e istituti di credito speciale, i quali, in particolare, ne trarrebbero una più continuativa conoscenza dell'impresa. La tutela della professionalità bancaria deve altresì realizzarsi nei procedimenti di nomina ai vertici degli enti creditizi. La responsabilità che si è voluto attribuire al Governatore in alcuni tra tali procedimenti è avvertita come un dovere che adempiamo ispirandoci, secondo la tradizione della Banca d'Italia, a criteri tecnici.

La difficoltà, da parte di chi ha il compito di erogare il credito, di tradurre in comportamenti operativi regole tecniche delle quali solo l'esperienza può suggerire l'utile applicazione è pari a quella di verificare se si sia inteso eluderle. Perciò nel valutare il corretto esercizio dell'operatività attribuita dalla normativa statutaria agli intermediari bancari, pubblici e privati, non si può non essere sensibili alle esigenze aziendali delle istituzioni creditizie. Anche nella valutazione della liceità dei comportamenti deve essere seguito un unico criterio di giudizio degli atti posti in essere dagli operatori, privati e pubblici, così che sia preservato, insieme con la ragion d'essere della presenza dello Stato nel settore del credito, il carattere squisitamente imprenditoriale della attività bancaria. Si avverte l'esigenza che questo indirizzo, cui tende costantemente a improntarsi l'azione della Banca d'Italia nel valutare comportamenti identici nel merito, trovi piena affermazione in disposizioni legislative che impediscano il formarsi, tra imprenditori cui si richiede l'applicazione di una stessa logica economica, di un solco che può costituire l'alveo dell'inefficienza.

Il problema di continuare a operare in assetti divenuti incerti, seguendo al tempo stesso direttrici costanti, investe la quotidiana attività di vigilanza. Le difficoltà tra cui

essa ha dovuto svolgersi nei tempi più recenti non hanno determinato soluzioni di continuità nell'impostazione generale e nel concreto orientamento decisionale. Durante l'anno trascorso l'attività si è sviluppata in tutti i settori, con modalità ed esiti documentati nel corpo della Relazione.

Speciali cure sono state rivolte al tema dell'inserimento del nostro sistema creditizio nel generale processo di sviluppo delle attività bancarie internazionali. Nell'indirizzo di supervisione degli xenomercati coordinato tra le banche centrali, il nostro orientamento è quello di non favorire una maggiore presenza di banche italiane all'estero attraverso società affiliate fino a quando mancheranno le informazioni necessarie per un'efficace azione di vigilanza e in particolare per un attendibile consolidamento dei conti. Le aziende di credito interessate hanno dichiarato una loro disponibilità a fornire tali informazioni. Persistono tuttavia difficoltà connesse principalmente con limitazioni di diritto internazionale e interno dei singoli paesi. Il nostro intendimento è di pervenire in tempi brevi alla necessaria chiarezza in un settore particolarmente delicato dell'intermediazione bancaria.

Funzione essenziale della Vigilanza è quella di regolare il sistema finanziario affinché meglio risponda alle diverse esigenze dello sviluppo economico. Il controllo che esercita e gli stimoli che attiva sono intesi a contemperare le spinte imprenditoriali autonomamente espresse dal sistema con le esigenze di stabilità e di efficienza allocativa. La realizzazione di queste finalità coincide con l'espletamento del compito di difesa del risparmio e di disciplina del credito, che intitola la nostra legislazione, e dell'altro compito, in essa implicito ma chiarito dalla teoria e dalla prassi della supervisione bancaria, di evitare che, anche per la presenza di economie di scala, la concorrenza incontrollata conduca a forme di concentrazione eccessiva.

Questa azione implica l'esercizio di una discrezionalità all'interno dei margini di autonomia istituzionalmente previsti. Essa può essere maggiormente riferita a parametri affinati con l'uso di metodologie d'analisi e di forme d'intervento che il rapporto di discussione e di ricerca con gli enti creditizi consentirà di migliorare; non può essere disancorata da valutazioni tecniche dei risultati complessivi dei singoli istituti; verrebbero altrimenti meno la collaborazione e la flessibilità indispensabili per una corretta gestione della funzione di controllo bancario.

Signori Partecipanti,

di fronte a questa assemblea, quando volgevano al termine gli anni cinquanta, Donato Menichella, ravvisando con lucida preveggenza la necessità di un deciso impulso agli investimenti pubblici, dalle infrastrutture alla ricerca scientifica, quale condizione per imprimere un nuovo corso allo sviluppo industriale e all'intera vita economica del Paese, respingeva le incertezze di coloro che temevano non vi fossero sufficienti disponibilità finanziarie, affermando che «tutto è in noi».

In condizioni di pace e di cooperazione economica internazionale, il Paese ha compiuto molto cammino nei vent'anni che sono seguiti anche se non sempre è riuscito a impiegare al meglio le risorse disponibili. L'ancor debole e protetta industria manifatturiera di un'economia largamente agricola ha risposto alla sfida europea affermandosi sui mercati mondiali e assicurando ai suoi addetti, aumentati di un terzo, un reddito medio pro-capite triplicato in termini reali. Non solo nel tenore di vita, ma anche nei rapporti di lavoro, nella tutela della salute, nei diritti alla pensione, nelle possibilità di istruzione per i figli, la generazione che, senza avere conosciuto la guerra, si affacciò al mercato del lavoro alla fine degli anni cinquanta, ha avuto più di ogni altra che l'ha preceduta.

Eppure oggi, nonostante il molto cammino compiuto, una grave inquietudine pesa su di noi. Il nuovo rincaro del petrolio è avvenuto in una situazione politica complessa e pericolosa. Le ineguaglianze fra i popoli diventano più stridenti; le società industriali non sembrano prenderne coscienza, mentre non si placano al loro interno i conflitti sociali. Per la più forte dipendenza energetica e per la sua funzione trasformatrice, il nostro Paese è più esposto di altri ai pericoli di una crisi delle relazioni commerciali e finanziarie internazionali. E questi pericoli non li affronta con la necessaria solidità di assetti produttivi, di efficienza amministrativa, di infrastrutture pubbliche.

Poco più di un anno fa l'Italia decideva di entrare nel Sistema monetario europeo; decisione coraggiosa, rispondente a sentimenti che si ricongiungono alla tradizione risorgimentale; ma decisione che implicava e implica coerenza di comportamenti, pena il suo decadimento ad atto velleitario.

La coerenza dei comportamenti non è sinora seguita; gli eventi esterni l'hanno indubbiamente resa più difficile, ma essa è mancata e manca al di là di quegli eventi. La nostra economia rischia di scivolare lungo la china che aveva faticosamente risalito nel 1977 e nel 1978. Il male sottile dell'inflazione, che da anni la consuma, l'attacca ora con nuova violenza. La competitività dei nostri prodotti si riduce. Il disavanzo del settore pubblico preme sulle risorse disponibili. Il saldo della bilancia dei pagamenti è ritornato passivo. Pericolose crisi aziendali si trascinano aggravandosi e se ne profilano di nuove.

Misure monetarie, quali quelle prese negli ultimi mesi, possono rallentare l'involuzione, attutirne alcuni effetti, ma non possono da sole invertirne il corso perché la natura dei mali è essenzialmente «reale».

Non si risolvono crisi di imprese, private e pubbliche, che accumulano perdite su perdite, con il ricorso a operazioni esclusivamente finanziarie; queste possono essere utili quando siano state affrontate e avviate a superamento le difficoltà di fondo, quelle che attengono alla produzione delle merci e al loro collocamento. Altrimenti si aggiungono sussidi a sussidi, sprechi a sprechi, nell'illusione di rimediare, ma di fatto rinviando i problemi, ampliandone le dimensioni, rendendo più difficili e costose le soluzioni.

Abbiamo ancora margini, seppure ristretti, per provvedere. L'inflazione può essere piegata; urgono misure di contenimento del disavanzo pubblico, di promozione della produttività, di riduzione dei costi, quale primo momento di un'opera volta, a un tempo, a smorzare le fiammate recenti dell'inflazione e a cominciare a rimuoverne le radici profonde. Per parte sua la banca centrale manterrà una linea di severità monetaria.

La vitalità di cui abbiamo manifestazioni in ogni campo è il segno che le difficoltà e i contrasti della nostra società, che talvolta sembrano sul punto di travolgerla, sono i mali di un organismo capace di reagire. È possibile, sta in noi, volgere quella vitalità verso fini scelti attraverso una dialettica non paralizzante, trasformarla in progresso e sostenerne il ritmo con continuità e fermezza anziché disperderla in attriti o fiaccarla con estenuanti incertezze. Lungo questa via potrà essere recuperata la stabilità monetaria, bene di tutti e cura di questo Istituto.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1980

Signori Partecipanti,

ripercorrere vicende che, seppure vicine quali quelle del 1980, l'incalzare degli eventi allontana nella memoria, è doveroso non solo per il rispetto del compito tradizionale della Banca in questa annuale assemblea, ma per il convincimento che la loro analitica conoscenza sollecita e sostiene l'atto volitivo che conduce all'azione.

Desidero in primo luogo sottolineare la continuità, nella vita della Banca, dell'intento di perseguire la funzionalità, attraverso innovazioni negli assetti interni, l'apporto di una compagine ampiamente rinnovata e qualificata dallo svolgersi dei processi formativi, la consapevolezza dell'essenziale legame fra l'istituzione e l'interesse pubblico da servire.

L'interazione delle attività di banca centrale e di vigilanza con la ricerca economica e giuridica si è fatta più intensa. Calandosi maggiormente nella realtà operativa, la ricerca diffonde utilmente le istanze di metodo e di approfondimento che le sono proprie, recependo, a sua volta, proficui stimoli.

Con l'esercizio in corso gli schemi di bilancio sono stati perfezionati, è proseguita la revisione dei meccanismi operativi, in particolare per le Tesorerie provinciali e per i mercati monetario e finanziario; è in fase di realizzazione il progetto che doterà la Banca di nuovi e più complessi sistemi elettronici; sono in avanzato studio altre innovazioni, nei servizi di cassa e nel decentramento di compiti alle filiali.

Miglioramenti sono stati ricercati nell'organizzazione del personale. Anche in seguito agli accordi conclusi lo scorso anno con le rappresentanze sindacali, è stato definito un quadro completo di relazioni negoziali e informative e sono state apportate modifiche all'ordinamento delle carriere, per accrescere la qualificazione funzionale delle singole posizioni e per rendere più stretta la correlazione tra grado, responsabilità e retribuzione.

L'evoluzione di questi aspetti gestionali ha suggerito mutamenti all'organigramma dei Servizi centrali, tenendo conto del rilievo crescente che assumono i metodi di programmazione e di formazione.

Al personale dell'Istituto, al quale mi lega una consuetudine di lavoro maturata in un'intera vita professionale, esprimo un vivo, affettuoso ringraziamento per l'impegno dimostrato. Esso interpreta e rafforza uno stile che è patrimonio della Banca e del Paese, secondo il quale l'efficacia degli atti, nel governo della moneta, si nutre anche di discrezione.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

Nel corso del 1980 l'economia internazionale ha dapprima mostrato uno sviluppo assai ridotto e poi una flessione, sia pure contenuta. Ovunque, agli effetti recessivi determinati dal secondo *shock* petrolifero si sono sommati quelli delle politiche economiche restrittive.

La crescita del prodotto interno lordo nei paesi dell'OCSE è passata all'1,3 per cento dal 3,5 nel 1979. I disoccupati, pari al 5,1 per cento delle forze di lavoro nel quarto trimestre del 1979, hanno superato il 6 alla fine dell'anno passato, raggiungendo i 23 milioni; essi sono ancora aumentati nella prima parte del 1981.

All'esplosione dei prezzi del greggio nel 1973-74 avevano fatto seguito una forte dinamica dei salari nominali e una crescita del tasso di risparmio personale. Alla contrazione dei profitti e dei consumi, in presenza di politiche monetarie generalmente restrittive, le imprese avevano reagito riducendo sensibilmente le scorte e gli investimenti fissi. Erano seguite misure fiscali espansive volte ad attenuare l'incidenza negativa sulla produzione dell'aumento del prezzo del petrolio.

In questa seconda crisi, la risposta salariale è stata moderata; a essa si è accompagnata una diminuzione del tasso di risparmio, mentre le politiche economiche hanno concentrato gli sforzi nel contenere le ripercussioni secondarie sui costi e sui prezzi.

Alla moderazione salariale ha contribuito la convinzione che si va diffondendo tra le parti sociali della necessità di accettare il trasferimento reale connesso con l'accresciuto onere petrolifero, rinunciando a richieste compensative della lievitazione dei prezzi direttamente determinata dall'aumento del costo dell'energia. In alcuni dei paesi dove esistono congegni di scala mobile, interventi di controllo dei redditi ne hanno neutralizzato in parte l'operare.

Il contenimento dei costi interni ha permesso che, nell'intera area dell'OCSE, nonostante l'impatto del prezzo del petrolio, l'incremento del deflatore dei consumi, dopo aver raggiunto un massimo del 12 per cento nella prima metà del 1980, scendesse al 10,5 nel secondo semestre. Prima della nuova crisi petrolifera le retribuzioni medie per addetto stavano crescendo del 9 per cento l'anno e il deflatore dei consumi del 7; nella seconda metà del 1980, le retribuzioni sono aumentate dell'11 per cento, come i prezzi al consumo.

I costi in termini di disoccupazione e di inflazione sono stati minori in quei paesi dove le politiche volte a rallentare la crescita degli aggregati monetari e creditizi hanno operato congiuntamente a indirizzi concertati tra le parti sociali e a una contrattazione collettiva più centralizzata.

La tenuta dei consumi e degli investimenti produttivi, insieme con il fatto che il ciclo delle scorte è stato assai meno ampio che nella prima crisi petrolifera, ha reso la flessione produttiva meno acuta che nel 1974-75, nonostante il minore sfasamento congiunturale tra i vari paesi.

Già nei primi mesi del 1980 si sono mossi verso la recessione Regno Unito, Canada e Stati Uniti; in questi ultimi il mutamento ciclico è avvenuto con un ritardo di quasi un anno rispetto alle generali previsioni. In Giappone, Italia, Francia e nella Germania federale l'espansione è continuata durante il primo semestre. In quello successivo, la flessione ha interessato tutti i principali paesi, con l'eccezione del Giappone e del Canada. Nei primi mesi dell'anno in corso l'economia mondiale ha mostrato una ripresa della crescita, sostenuta principalmente dagli Stati Uniti e dal Giappone.

È peraltro incerta l'incidenza nel breve termine della politica economica americana. La nuova Amministrazione ha definito un indirizzo di medio periodo in base al quale la diminuzione del ruolo del settore pubblico deve avvenire stimolando l'iniziativa e il risparmio privati e riducendo le forme di regolamentazione esistenti. Sarebbero così sollecitati l'accumulazione produttiva e lo sviluppo, rendendo nel contempo meno necessari gli interventi pubblici in favore dei settori in difficoltà. Sul fronte monetario, la decelerazione degli aggregati assicurerebbe il progressivo calo dell'inflazione.

Nell'immediato, il peso della stabilizzazione ricade principalmente sulla politica monetaria. Poiché la domanda di credito stenta a decelerare, gli obiettivi quantitativi della Riserva Federale stanno comportando tassi d'interesse elevati e crescenti. Ciò costringe i paesi europei alla dura alternativa tra accettare una maggiore inflazione attraverso il cambio o perseguire politiche monetarie più restrittive di quanto necessario per motivi interni.

Anche se le politiche economiche si dimostreranno attente all'esigenza di evitare una nuova contrazione produttiva, l'orizzonte mostra, ancor più che negli anni recenti, margini angusti per lo sviluppo della domanda interna e dell'occupazione nei paesi a forte dipendenza energetica. I vincoli risulteranno viepiù stringenti per quelle economie che tarderanno nel sollecitare la ricerca di maggiore efficienza, di più elevata produttività e di ampliamento e riqualificazione della capacità produttiva.

Il commercio internazionale ha svolto nel 1980 un ruolo di trasmissione più che di amplificazione del ciclo. La decelerazione, dal 6,5 all'1,5 per cento, nella crescita del volume delle merci scambiate è dipesa in larga misura dalla flessione di circa il 10 per cento delle esportazioni di petrolio, che si erano invece accresciute del 3,5 nel 1979. In particolare, le importazioni di greggio dei paesi industriali si sono contratte del 14 per cento, con una punta del 20 negli Stati Uniti.

Cadute nel volume delle importazioni complessive, comprese tra il 5 e l'8 per cento, sono state registrate negli Stati Uniti, Giappone, Canada e Regno Unito. I primi due paesi, per effetto dei precedenti deprezzamenti delle proprie monete, hanno inoltre mostrato una dinamica eccezionale delle esportazioni con aumenti in volume pari, rispettivamente, all'8 e al 18 per cento. Il Regno Unito, pur subendo perdite di quota nei

manufatti, ha tratto vantaggio dall'accresciuta produzione di petrolio. Principalmente in seguito a questi movimenti, il Regno Unito e gli Stati Uniti sono tornati a un avanzo corrente, il Canada si è avvicinato al pareggio, mentre l'aumento del saldo negativo in Giappone è risultato di dimensioni relativamente contenute.

Il deterioramento delle partite correnti dei principali paesi industriali si è concentrato nella Germania federale, in Francia e in particolare in Italia, dove è ammontato a 15 miliardi di dollari. In termini assoluti, ma non rispetto al prodotto interno, il più ampio saldo negativo è stato quello della Germania federale che ha raggiunto 16 miliardi, triplicandosi rispetto al 1979. In Francia il disavanzo è stato di 7 miliardi, a fronte dell'avanzo di 1 miliardo nel 1979.

Questi mutamenti sono avvenuti sebbene i più forti peggioramenti in valore assoluto dei saldi energetici siano stati registrati dagli Stati Uniti e dal Giappone, dove il passivo è salito di 15 e 20 miliardi di dollari rispettivamente, raggiungendo in entrambi i casi circa 70 miliardi. L'aumento del disavanzo energetico è stato dell'ordine di 10 miliardi nella Germania federale e in Francia e di 8 nel nostro paese.

L'aggravamento del disavanzo tedesco, il conseguimento di un saldo positivo da parte degli Stati Uniti e del Regno Unito, i nuovi orientamenti della politica monetaria in questi due paesi hanno inciso sui rapporti tra le principali monete, sugli schemi di riciclaggio, sui canali di creazione e di assorbimento della liquidità internazionale.

L'ascesa dei tassi d'interesse era principciata nel 1979 nella Germania federale; nel 1980 e nell'anno in corso il rigido controllo degli aggregati monetari perseguito dalla Riserva Federale ha portato a tassi nominali inusitati e fortemente variabili sulle attività finanziarie in dollari. A essi hanno corrisposto livelli elevati anche nei tassi reali; questi ultimi, sulle attività in marchi, hanno addirittura sopravanzato quelli in dollari, nonostante l'evoluzione economica progressivamente cedente.

Nei movimenti internazionali di capitali a breve termine, l'attenzione degli operatori si rivolge ai differenziali dei tassi nominali e alle loro variazioni, tenendo conto degli andamenti attesi del tasso di cambio nel periodo di detenzione dei fondi. Nel 1980 le posizioni relative, in atto e in prospettiva, delle partite correnti negli Stati Uniti e nella Germania federale rendevano scarsamente plausibile l'ipotesi di un

deprezzamento del dollaro nei confronti del marco. Gli operatori quindi hanno preferito l'investimento in attività denominate nella moneta americana, spingendone verso l'alto il valore esterno. Il favore con cui sono state accolte le linee programmatiche di politica economica del nuovo presidente ha accentuato l'ascesa del dollaro.

Il deprezzamento del marco nei confronti del dollaro statunitense, ma anche del dollaro canadese, della sterlina e dello yen, può essere apparso alle autorità della Germania federale, almeno entro certi limiti, come un costo da sostenere per recuperare margini di competitività; nei confronti di queste quattro monete, dall'inizio del 1980 a oggi, la variazione è stata del 25-30 per cento e non potrà non esplicare effetti rilevanti sulla configurazione dei saldi correnti.

Nel febbraio scorso l'esigenza di contrastare l'inflazione importata ha indotto le autorità monetarie tedesche a dare preminenza alla difesa del valore esterno del marco rispetto al sostegno dell'attività produttiva. Una rarefazione del credito di ultima istanza ha provocato sensibili aumenti dei tassi d'interesse: il rapporto di cambio con il dollaro si è temporaneamente stabilizzato. All'aumento dei tassi tedeschi sono seguiti analoghi movimenti in tutti i principali paesi industriali, con l'eccezione del Giappone. Nel periodo più recente, nonostante la decelerazione dell'inflazione, che misurata sui prezzi al consumo è oggi intorno al 10 per cento, i tassi statunitensi hanno segnato nuovi rialzi: quello primario ha toccato il 20,5 per cento. Ciò ha determinato ulteriori rafforzamenti del dollaro e l'accentuazione degli orientamenti restrittivi negli altri paesi.

Rincorse dei tassi d'interesse non possono che ritardare la ripresa e renderla più fragile: anche sotto questo profilo l'assegnamento preminente, che viene fatto attualmente sulle politiche monetarie per piegare l'inflazione, rivela i suoi pesanti costi.

Nonostante l'ampiezza dell'avanzo dell'OPEC, salito da 65 a 120 miliardi di dollari, il processo di riciclaggio è avvenuto senza gravi tensioni, anche in seguito alla distribuzione dei disavanzi tra i paesi industriali. In particolare, il ricorso a forme di finanziamento diretto presso paesi dell'OPEC, complessivamente per il controvalore di oltre 10 miliardi di dollari, da parte della Germania federale, del Giappone e, in misura minore, della Svizzera ha alleggerito la pressione sui mercati privati internazionali, confermando al tempo stesso l'evoluzione verso un sistema con più monete di riserva, che comprende anche unità composite come il DSP e l'ECU. Questo nuovo assetto non

è necessariamente instabile. Ma i problemi di gestione risultano acuti e richiedono un più complesso processo di coordinamento delle politiche monetarie dei principali paesi.

Il finanziamento netto degli squilibri delle bilance dei pagamenti da parte degli organismi ufficiali si è ampliato da 13 miliardi di dollari nel 1979 a 20 nel 1980, soprattutto per l'azione del Fondo monetario internazionale in favore dei paesi in via di sviluppo. Il totale dei flussi creditizi netti intermediati dai mercati è viceversa rimasto sostanzialmente invariato intorno a 150 miliardi.

I paesi in via di sviluppo hanno continuato ad aumentare l'indebitamento netto anche sul mercato; tuttavia, essi hanno dovuto fare ricorso crescente a rapporti diretti con singole istituzioni creditizie, piuttosto che con consorzi di banche, e subire inasprimenti delle maggiorazioni e delle commissioni; alcuni hanno accettato una contrazione delle riserve lorde detenute presso gli euromercati. Sono, questi, precisi segnali di tensione che inducono a una maggiore sorveglianza sulle operazioni bancarie internazionali, per prevenire un'eccessiva concentrazione dei rischi.

Le difficoltà appaiono rilevanti soprattutto in prospettiva: quelle dovute al rincaro del petrolio e alla stagnazione del commercio internazionale si sommano a quelle derivanti dalla stessa forza del dollaro e dagli elevati tassi. Tra il 1979 e il 1980 i dodici principali paesi in via di sviluppo hanno visto globalmente aumentare la fattura petrolifera da 14 a 39 miliardi di dollari e il peso degli interessi da 7 a 18 miliardi. In alcune importanti economie gli interessi sui debiti in rapporto alle esportazioni hanno raggiunto valori compresi tra il 20 e il 35 per cento.

È necessario evitare che gli oneri finanziari divengano insostenibili. Sta in primo luogo agli stessi paesi meno prosperi adoperarsi per favorire l'aggiustamento interno, anche assicurando condizioni più propizie per afflussi di investimenti diretti. Un ruolo fondamentale non può non competere ai paesi dell'OPEC, che stanno peraltro aumentando notevolmente gli aiuti e i finanziamenti a quelli a più basso reddito. Alla medesima responsabilità non devono sottrarsi, sebbene in disavanzo, gli stessi paesi industriali, mantenendo in particolare un volume adeguato di aiuti rivolti a sollecitare il processo di rafforzamento delle strutture economiche, direttamente o per il tramite delle istituzioni multilaterali.

Gli organismi internazionali hanno già imboccato la strada volta a fornire un sostegno più incisivo, più durevole e più attento all'evoluzione della capacità di offerta, soprattutto nel campo energetico, pur confermando l'impegno a conservare la loro vocazione primaria, che nel caso del Fondo monetario è quella di sorvegliare le politiche economiche e gli squilibri esterni di tutti i paesi aderenti, nonché i processi di creazione della liquidità internazionale.

Sebbene eventuali ricorsi ai mercati da parte del Fondo non debbano essere preclusi, è opportuno che essi siano mantenuti entro proporzioni che non snaturino la struttura della sua provvista basata sulle quote. È preferibile perseguire la via dei finanziamenti diretti al Fondo da parte dei paesi membri: i recenti accordi con le autorità monetarie saudite e con un gruppo di banche centrali dei paesi industriali rappresentano un passo significativo nella giusta direzione.

Nel secondo anno dello SME le monete legate dai meccanismi di intervento hanno mostrato un elevato grado di coesione, favorito dalla tendenziale debolezza del marco rispetto al dollaro. Peraltro, l'effetto di convergenza sulla dinamica dei prezzi è stato sopraffatto dalle differenti propensioni all'inflazione nei vari paesi e i mutamenti nelle posizioni competitive sono stati significativi. Queste modificazioni sono state accentuate dalla diversa importanza delle monete esterne nell'interscambio dei singoli paesi.

La sterlina, che fa parte dello SME ma non è legata all'accordo di cambio, sostenuta dal differenziale dei tassi di interesse e dall'avanzo corrente, si è apprezzata del 30 per cento tra la fine del 1979 e il gennaio 1981 nei confronti delle altre monete comunitarie; successivamente, con l'inversione del differenziale dei tassi, ha accusato una flessione, mantenendo tuttavia un apprezzamento del 27 per cento rispetto alla fine del 1979. Poiché l'inflazione, pur cedendo, è rimasta al di sopra della media degli altri paesi industriali, la perdita di competitività del Regno Unito è risultata superiore all'apprezzamento effettivo della sterlina.

Tra le valute vincolate dall'accordo di cambio, la lira ha mostrato i movimenti più accentuati, in termini di tassi di cambio nominali, in direzione opposta a quella della sterlina.

A partire dal 20 febbraio, dopo la decisione della Deutsche Bundesbank di intensificare l'indirizzo restrittivo, il marco si rafforzava, ritornando nella fascia superiore del sistema, e spingeva oltre la soglia inferiore di divergenza la lira, i cui margini bilaterali disponibili nei confronti del marco e del franco francese si assottigliavano a circa l'1,5 per cento. La nostra valuta diveniva vulnerabile ad attacchi speculativi. Poiché l'andamento delle variabili di fondo non rendeva plausibile che essa si risollevasse dalla soglia di divergenza, il necessario spazio di manovra veniva ricreato riducendo i tassi di cambio centrali nello SME del 6 per cento. Il deprezzamento della lira sul mercato, seguito alla modifica delle parità, risultava contenuto nei confronti delle monete legate dagli accordi di cambio, commisurandosi ieri a meno del 2 per cento.

Tutte le restanti monete del sistema hanno mostrato modeste fluttuazioni bilaterali e miglioramenti, sia pur diversificati, nelle posizioni competitive. Fino alla primavera di quest'anno, il franco francese è sempre rimasto nella parte superiore della fascia di oscillazione, mentre il franco belga ha permanentemente occupato quella inferiore: spesso le due monete hanno raggiunto i limiti bilaterali contrapposti dando luogo a interventi per importi notevoli. Il marco tedesco ha riflesso specularmente le fasi di forza del dollaro: sono stati effettuati rilevanti acquisti a sostegno sia contro dollari, sia contro monete comunitarie. Nelle ultime settimane, in concomitanza con le elezioni in Francia, il franco è stato sottoposto a forti pressioni, che hanno portato a severe misure di restrizione valutaria e monetaria: in particolare, i tassi a breve sono saliti al 22 per cento. Il marco, pur debole rispetto al dollaro, è rimasto l'unica moneta del meccanismo di cambio stabilmente in divergenza verso l'alto.

Nel complesso, nei primi cinque mesi di quest'anno, il sommarsi di pressioni esterne alle difficoltà interne ha determinato forti tensioni nello SME.

Al di là dell'esigenza di un più stretto coordinamento delle politiche economiche tra i paesi aderenti e di un sostegno più efficace sia del bilancio sia degli altri strumenti finanziari comunitari, che andrebbero rafforzati nel ruolo e nelle dimensioni, la coesione del sistema risente della mancanza e di una politica comune nei confronti del dollaro e di comportamenti concordati con le autorità monetarie statunitensi. Queste peraltro hanno recentemente manifestato la volontà di astenersi, nel quadro del nuovo

orientamento della politica economica, da interventi sui mercati dei cambi, salvo che in circostanze eccezionali.

La risoluzione del Consiglio europeo istitutiva dello SME sosteneva la necessità, successivamente riaffermata dai Capi di stato e di governo, di consolidare gli schemi iniziali sulla base di un preciso assetto istituzionale, con la creazione di un Fondo monetario europeo, atto a sostenere il processo di stabilizzazione monetaria.

La tenuta e il rafforzamento dello SME potranno difficilmente prescindere dalla costituzione di un Fondo in grado di valorizzare l'ECU come mezzo di riserva e di regolamento, di assicurarne l'esistenza in forme meno precarie e di prevederne una creazione collegata alle esigenze effettive di liquidità. Ciò implica un salto qualitativo che sarà possibile compiere solo col sostegno di una decisa volontà politica. Quest'ultima deve applicarsi non solo e non tanto alla soluzione dei problemi istituzionali, ma soprattutto a provocare comportamenti conformi agli impegni assunti all'atto del varo del Sistema. Occorrerà in primo luogo una maggiore determinazione nel controllare le spinte autonome all'inflazione da parte dei paesi che, come il nostro, più sono lontani dalla stabilità.

LA CONGIUNTURA IN ITALIA

La moderata espansione dell'economia italiana, seguita alla recessione del 1977, è sfociata tra il giugno del 1979 e l'aprile del 1980 in una crescita della domanda interna che non ha l'eguale nell'ultimo ventennio. La successiva svolta ha aperto una breve fase di declino della produzione, verso livelli più elevati di quelli anteriori alla fase espansiva.

Anche l'inflazione ha avuto un'impennata nei sei mesi precedenti il punto di massimo del ciclo; al suo inasprirsi hanno concorso la dinamica dei costi, soprattutto di quelli dell'energia, le pressioni della domanda, l'acuirsi di strozzature d'offerta settoriali. Al rallentamento nei trimestri centrali del 1980 è seguita una nuova accelerazione a un ritmo di oltre il 20 per cento l'anno.

L'inversione congiunturale nel nostro paese è avvenuta con un ritardo di alcuni mesi rispetto alle previsioni e alle altre principali economie industriali; il vigore della domanda interna è stato molto maggiore. In tempi brevi si è passati da un largo avanzo a un ancor più largo disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti.

A uscire dalla recessione, nel corso del 1978, avevano sospinto, dapprima, le esportazioni e, poi, i consumi privati. Questi ultimi proseguivano la crescita nella prima metà del 1979, sostenuti dall'aumento del reddito disponibile, che sopravanzavano successivamente nel ritmo di sviluppo. La dinamica delle esportazioni e dei consumi innescava nella seconda metà del 1979 una forte ripresa degli investimenti, soprattutto in macchine e attrezzature. Nel primo trimestre del 1980, il grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria segnalava il diffondersi di una condizione di eccesso di domanda. Per nove mesi, dall'inizio dell'accelerazione della fase espansiva, il prodotto interno lordo aumentava a un tasso annuo del 10 per cento. La domanda interna era ancora su valori massimi nel secondo trimestre: l'incremento rispetto a un anno prima è risultato del 10 per cento nel totale, del 6 nei consumi privati e del 26 negli investimenti in macchine e attrezzature.

L'inversione del ciclo è stata preannunciata dalla flessione del volume delle esportazioni nel primo trimestre. In ragione dei ritardi con cui le modifiche dei prezzi relativi agiscono sui flussi di commercio, gli effetti della perdita di competitività, ininterrotta dalla metà del 1979, sono stati particolarmente intensi nella fase espansiva e, al di là di essa, sino all'estate. La minore capacità di inserimento sui mercati esteri si rifletteva nella riduzione della quota delle merci italiane sul commercio mondiale di manufatti, esso stesso in diminuzione dalla primavera. All'iniziale impulso recessivo proveniente dalla componente estera, si aggiungeva il contenimento della crescita dei consumi operato dal drenaggio fiscale automatico e dal peggioramento delle ragioni di scambio. Gli investimenti fissi mostravano una relativa tenuta, regredendo, del 3 per cento, solo nel terzo trimestre. L'accumulo di scorte di prodotti finiti subiva un'interruzione nell'estate: la caduta dell'attività produttiva in quel periodo può essere il segno di una maggiore prontezza che le imprese, approfittando della possibilità di prolungare la pausa per le ferie, hanno mostrato nell'adeguare i piani di produzione ai

cedimenti della domanda, in ciò spinte anche dalla minore disponibilità di credito e dal suo crescente costo reale.

Nei mesi centrali dell'anno, nonostante la minore pressione sulla capacità produttiva e la pausa nell'ascesa dei prezzi internazionali dei prodotti primari, l'inflazione e il disavanzo esterno persistevano su valori elevati, pur con qualche attenuazione. L'intento di correggere la composizione della domanda e di favorire l'affermarsi di una tendenza alla stabilizzazione suggeriva i provvedimenti del 3 luglio, che aumentavano il prelievo sui consumi, riducevano gli oneri sociali delle imprese, detassavano gli interessi sulle obbligazioni di nuova emissione. Quei provvedimenti dovevano essere ripresentati, con alcune modifiche, in agosto; decadevano alla fine di settembre; venivano riproposti e definitivamente approvati nei tre mesi successivi.

In giugno e in agosto, la Banca d'Italia respingeva attacchi al valore esterno della lira. Alla fine di settembre misure monetarie e valutarie restrittive evitavano che aspettative destabilizzanti si innestassero sul passivo della bilancia corrente e su una crisi di governo che aveva avuto origine proprio dai temi della conduzione dell'economia.

L'inflazione tornava ad accelerare. Nel quarto trimestre si aveva così piena la percezione nell'andamento dell'economia della netta cesura seguita alla svolta ciclica: il passaggio a una fase di ristagno con rinnovata inflazione.

A impedire che i prezzi si avviassero verso il sentiero desiderato concorrevano dall'autunno l'ascesa del dollaro. Soprattutto, la nuova dilatazione della spesa e del disavanzo pubblici, al di là degli effetti diretti, dava un'immagine di permissività che suscitava l'attesa di ulteriori rialzi dei prezzi e disordinate rincorse nei redditi. Ma anche misure idonee a evitare l'ampliarsi dei disavanzi pubblici e l'estensione delle aree di perdita, quali gli aumenti delle tariffe, dei prezzi amministrati e delle imposte indirette, concentravano in quei mesi il loro immediato impatto inflazionistico.

Si chiudeva così un biennio nel quale la crescita del prodotto interno lordo e dei consumi privati, in termini reali, ha sfiorato il 10 per cento, quella degli investimenti in macchine e attrezzature il 30, quella della domanda interna il 13: sono tassi due o tre volte superiori a quelli registrati nell'area dell'OCSE. L'economia italiana ha

sopravanzato nel ritmo di sviluppo del reddito e della stessa occupazione gli altri paesi, ma ne ha pagato il prezzo in termini di scompensamento esterno e di inflazione.

L'aumento del prezzo all'importazione del petrolio, del 175 per cento a dicembre 1980 rispetto a novembre 1978, non ha tagliato la punta del ciclo, ma ha dispiegato gravi conseguenze sull'inflazione e sui conti con l'estero. Agli effetti d'impatto e a quelli indiretti del maggior costo del petrolio sono dovuti circa un terzo dell'aumento del deflatore del valore aggiunto industriale e circa un quarto di quello dei consumi privati, pari, nella media del 1980, rispettivamente, al 18 e al 20 per cento.

Il peggioramento della bilancia dei pagamenti correnti, cominciato nel terzo trimestre del 1979, si è commisurato, tra i due anni, al 5 per cento del prodotto lordo; esso è per quasi due terzi contabilmente ascrivibile all'aumento del disavanzo petrolifero, a sua volta dovuto per intero ai prezzi, essendo le quantità importate diminuite. Al maggior costo del greggio, e più in generale allo sfavorevole andamento delle ragioni di scambio, si sono sommate, nel 1980, una caduta del 5 per cento delle quantità esportate e una crescita del 7 di quelle importate. Le hanno determinate principalmente il vigore della domanda interna, rispetto sia a quella estera sia alla capacità produttiva disponibile, e il calo della competitività; quest'ultimo è stato del 2 per cento nel 1979 e del 4 nel 1980.

Già prima della fine dello scorso anno, il livello della domanda interna relativamente sostenuto, l'andamento recessivo dell'economia mondiale, l'ascesa del dollaro e l'ulteriore peggioramento delle ragioni di scambio avevano impedito, in assenza di significativi apporti della competitività di prezzo, un'attenuazione dello squilibrio esterno. La richiesta di credito era tornata ad aumentare ed era stata soddisfatta, sia pure a costi crescenti, utilizzando l'elasticità del massimale e soprattutto, tra le esenzioni, quella degli impieghi in valuta. In relazione a tali elementi, alla fine di gennaio 1981 la Banca annunciava il rinnovo del massimale in anticipo e con condizioni più restrittive.

Nei primi mesi dell'anno la situazione non ha accennato a migliorare. La spirale alimentata, nel corso del 1980, da politiche di prezzo in molti casi attente soprattutto ai margini di profitto di breve periodo, da meccanismi di indicizzazione che trasmettono e amplificano le spinte inflattive, da una spesa pubblica in espansione, mostrava di

avvitarsi nel pullulare di richieste settoriali di maggiori redditi, in comportamenti speculativi sui mercati dei cambi, dei titoli e delle merci. La posizione della lira nello SME cedeva sino alla soglia di divergenza.

Questo quadro, deteriorato nella realtà presente e preoccupante in prospettiva, induceva a sollecitare un complesso articolato di misure stabilizzatrici che operassero in tre direzioni: la spesa pubblica corrente, la dinamica dei redditi monetari, l'offerta di credito.

Maturavano così le decisioni del 22 marzo. Il Governo dichiarava l'impegno di tagliare il disavanzo, apriva una pausa di riflessione nelle contrattazioni salariali per i pubblici dipendenti, invitava a una moderazione nella dinamica dei redditi nel settore privato. Il tasso di sconto veniva portato dal 16,5 al 19 per cento e la riserva obbligatoria marginale dal 15,75 al 20 per cento. La parità della lira nello SME veniva modificata per difendere dalla speculazione la nostra moneta, riportandone la quotazione al centro della fascia di oscillazione.

La traduzione operativa degli intendimenti dichiarati è tardata, consumando il margine guadagnato con le misure di pronto intervento, valutarie e monetarie, che sottintendevano il seguito sollecito di una più ampia e decisa manovra economica. Solo in coincidenza con l'apertura della nuova crisi di governo sono stati approvati, con decreto legge, provvedimenti di riduzione del disavanzo. Si è dovuto ricorrere a un'ulteriore misura di emergenza, istituendo un deposito del 30 per cento, infruttifero e vincolato per 90 giorni, sui pagamenti verso l'estero.

La bilancia commerciale, in disavanzo di 19.000 miliardi di lire nel 1980, gravata per il 1981 dal peso aggiuntivo di circa 4 miliardi di dollari per i soli aumenti già intervenuti nelle quotazioni del petrolio, non riesce ad avviare il necessario processo di compensazione. Le importazioni complessive mostrano una riduzione delle quantità, ma il modesto miglioramento è più che vanificato dall'apprezzamento del dollaro. Le esportazioni stentano ad accrescersi in un quadro internazionale di domanda debole. Nel primo trimestre il disavanzo commerciale è stato di circa 5.000 miliardi, a fronte dei 3.800 dello stesso periodo dell'anno precedente. Nei primi quattro mesi le partite correnti valutarie hanno raggiunto un saldo negativo pari a oltre la metà di quello dell'intero 1980.

Questi dati indicano con crudezza quale sia la dimensione del mutamento nel rapporto tra la domanda interna e quella estera occorrente per avviare un processo di riequilibrio attraverso l'esportazione netta di risorse a compenso della perdita, avvenuta e in corso, nelle ragioni di scambio.

Sul livello della domanda interna continua a influire il fabbisogno di cassa del Tesoro, che da mesi si aggira sui 4.000 miliardi, contrastando gli effetti e le aspettative legati alla manovra monetaria e costringendo quest'ultima a una continua azione di riassorbimento della liquidità eccessiva. Le inchieste congiunturali effettuate presso le imprese all'inizio di aprile segnalano una ripresa del flusso degli ordinativi e attese di andamenti della produzione non cedenti, mentre la domanda di impieghi bancari non accenna a rallentare. L'inflazione persiste su tassi annui dell'ordine del 20 per cento, consolidando il differenziale con gli altri paesi. Nel settore manifatturiero, la crescita dei costi unitari di produzione tende a eccedere quella dei prezzi finali.

Questa preoccupante evoluzione è in parte dovuta all'aggravarsi di cause esterne; ma proprio da questa constatazione deve nascere la consapevolezza della stringente necessità di più decisi comportamenti per quanto riguarda le variabili economiche che è nel potere del Paese controllare.

La rapidità con cui l'espansione della domanda ha incontrato il tetto della capacità produttiva nei primi mesi del 1980; i sostenuti livelli dell'attività economica che hanno prevalso anche successivamente, nonostante le restrizioni creditizie; il persistere di un elevato disavanzo nei conti con l'estero anche dopo il culmine del ciclo: tutto ciò può essere meglio compreso se, oltre che ai fattori congiunturali e agli impulsi esogeni interni e internazionali, si fa riferimento ad alcune condizioni di fondo del nostro apparato produttivo.

La crescita e l'ammodernamento della capacità avevano sofferto, dal 1974, del ristagno degli investimenti fissi, che ha rallentato la ristrutturazione richiesta dalle ampie modificazioni nei prezzi relativi e nella distribuzione del reddito e della ricchezza. In tale situazione, la fase espansiva degli investimenti è stata molto intensa: le imprese hanno incontrato presto il limite del pieno utilizzo degli impianti disponibili e la spinta ad ampliare la capacità si è aggiunta alla necessità di adottare tecniche più coerenti con la nuova struttura dei prezzi e dei costi.

Al risveglio degli investimenti le imprese sono giunte con strutture finanziarie deteriorate. Nel decennio 1969-1978, l'indebitamento era aumentato sino a sfiorare il 60 per cento dei fondi amministrati, e il peso dei debiti a breve si era accresciuto dal 37 al 44 per cento del totale. La quota dei ricavi destinata al pagamento degli oneri finanziari, pari al 3 per cento nel 1973, era raddoppiata nel 1978 con punte del 12 in alcuni comparti.

Movendo da siffatte condizioni, le esigenze di accumulazione potevano essere soddisfatte solo contrastando la tendenza al peggioramento dei rapporti finanziari di bilancio. Alla normale e prevalente relazione, che lega profitti e investimenti secondo un nesso causale che va dai primi ai secondi, se ne è sovrapposta un'altra dettata dalla necessità, per le imprese che più avvertivano l'urgenza della ristrutturazione, di recuperare margini di utile per contenere il rischio finanziario. Probabilmente, aspettative di deprezzamento del cambio hanno reso meno attente le imprese esposte ai pericoli di perdita di quote sui mercati, nel presupposto di poter rapidamente compensare la minore competitività.

Nell'industria manifatturiera i profitti lordi hanno beneficiato sia dell'espansione delle vendite sia di un tasso di incremento dei prezzi di produzione del 19 per cento, eccedente di poco quello dei costi unitari complessivi. All'interno di questi ultimi, il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato, sempre nella media dell'anno, del 14 per cento, tenendo conto degli effetti della fiscalizzazione aggiuntiva degli oneri sociali: il costo per dipendente è infatti cresciuto del 21 per cento e la produttività del lavoro del 6.

L'urgenza degli investimenti di ristrutturazione, troppo a lungo rinviati, e il più alto autofinanziamento richiesto per la loro realizzazione hanno ridotto la sensibilità delle imprese all'elevato costo del credito imposto dalla politica monetaria.

L'intensificarsi degli investimenti ha coinciso con l'emergere di preoccupanti fenomeni di consumismo, antinomici con il superamento delle difficoltà presenti. Il prolungato svilimento del potere d'acquisto interno della moneta, accompagnandosi a una struttura per più versi distorta dei prezzi relativi dei prodotti e dei beni patrimoniali e al ricupero di ritardi nel rinnovo della dotazione di beni di consumo durevoli, si è riflesso sulla propensione al consumo delle famiglie, salita del 4,5 per cento tra il 1978

e il 1980. La rivalutazione della componente reale della ricchezza può avere più che compensato la svalutazione della componente finanziaria, sollecitando al consumo. Soprattutto, i tempi dei processi di apprendimento e di reazione dei consumatori, di fronte al persistere e all'accentuarsi del fenomeno inflazionistico, si sono accorciati. Il radicarsi dell'inflazione rischia di far venir meno l'alta propensione media al risparmio delle famiglie italiane.

L'intreccio tra andamenti congiunturali e carenze di fondo, oltre che nel processo di accumulazione, si è manifestato nell'interscambio con l'estero di manufatti.

Il contenuto di importazioni della spesa per beni di investimento, nel nostro paese da sempre elevato, è stato accentuato dalla rallentata crescita del potenziale produttivo nel 1975-78, che aveva interessato soprattutto il settore dei beni capitali. Inoltre, la domanda mondiale si è orientata verso i beni di investimento, piuttosto che di consumo e, all'interno dei secondi, verso prodotti diversi da quelli cosiddetti maturi, quali i tessili e l'abbigliamento, tradizionale appannaggio degli esportatori italiani. In questi ultimi settori, poi, si è acuita la concorrenza dei paesi in via di sviluppo, soprattutto dell'Estremo Oriente.

I dati di tendenza mostrano che, a differenza di altri paesi industriali, l'Italia ha accentuato la specializzazione nei settori maturi, per i quali più conta la competitività di prezzo. Questo orientamento genera il pericolo di scivolare nel gruppo delle economie di secondo rango, poco presenti nei settori di punta e incalzate dai paesi di nuova industrializzazione, che si avvalgono di mano d'opera a buon mercato e non protetta da estese legislazioni sociali.

L'intensità dell'accumulazione di capitale costituisce l'eredità più apprezzabile del ciclo espansivo dell'ultimo biennio ed è un presupposto del ricupero di capacità competitiva, il cui manifestarsi è legato a una maggiore flessibilità nell'impiego dei fattori, quale frutto di miglioramenti nelle relazioni industriali e di interventi di politica economica.

IL GOVERNO DELLA MONETA E DEL CAMBIO

In una situazione in cui sia l'evoluzione spontanea del ciclo internazionale sia le politiche economiche dei principali paesi determinavano tendenze alla caduta degli scambi, il contenimento della domanda interna e il mantenimento di una sostanziale stabilità del valore esterno della lira rappresentavano la via obbligata per resistere alle spinte sui prezzi. La volontà di piegare l'inflazione; la consapevolezza che la difesa del cambio sarebbe divenuta più ardua, qualora il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti avesse assunto dimensioni rilevanti; l'intento di superare in tempi brevi le difficoltà congiunturali, così da concentrare le risorse del Paese verso il rafforzamento della struttura produttiva: era a queste coordinate che la politica economica andava riferita.

La finalità di contenere la domanda aggregata, salvaguardando gli investimenti e le esportazioni, avrebbe dovuto suggerire misure che limitassero il disavanzo del settore pubblico, aggiungendosi agli effetti automatici provocati dall'espansione in atto del reddito nominale, e riducessero la crescita dei costi delle imprese e del reddito disponibile delle famiglie.

Viceversa, a mano a mano che la lievitazione del gettito tendeva a contrarre il disavanzo, venivano decisi aumenti di spese e riduzioni di entrate che annullavano in larga misura gli effetti di stabilizzazione automatici. Nel dicembre del 1979 la scala mobile per i dipendenti pubblici era stata resa trimestrale; nel febbraio del 1980 i trattamenti pensionistici venivano migliorati; in aprile si accrescevano le detrazioni dell'Irpef e gli assegni familiari; si consentiva che nell'anno si concentrassero i pagamenti di arretrati e di anticipi connessi con i nuovi contratti dei pubblici dipendenti. Nell'intero anno la spesa aumentava del 26 per cento e il fabbisogno complessivo del settore pubblico allargato, rispetto al prodotto lordo, restava sui livelli del 1979.

La manovra fiscale decisa ai primi di luglio si moveva nella giusta direzione, ma le vicende che l'accompagnavano ne vanificavano in parte le finalità, con riflessi negativi sui prezzi.

I provvedimenti assunti nel 1980 cominciavano a esplicare i loro effetti sul bilancio, determinando un onere netto di circa 6.000 miliardi, nel secondo semestre,

allorché il rapporto tra disavanzo pubblico e prodotto toccava i valori più elevati dell'ultimo quinquennio. Sul finire dell'anno e nei primi mesi del 1981, oltre alla definizione del contratto dei dipendenti pubblici per il 1979-1981, sono stati decisi o concordati con le organizzazioni sindacali altri interventi con effetti espansivi: tra questi, la quadrimestralizzazione della scala mobile sulle pensioni, nuove detrazioni e aliquote dell'Irpef, il rinnovo delle convenzioni con il personale sanitario. I problemi della bilancia dei pagamenti e dell'inflazione divenivano quindi più acuti, anche per i negativi effetti d'annuncio.

La politica monetaria aveva assunto un orientamento restrittivo già nell'ultimo trimestre del 1979 con l'aumento di 4,5 punti del tasso di sconto e con il rinnovo del massimale, che stabiliva nell'11 per cento la crescita su base annua degli impieghi bancari sottoposti a controllo sino a luglio 1980.

I tassi d'interesse si innalzavano, con particolare rapidità nel comparto a breve. Quelli sugli impieghi bancari salivano dal 17,5 al 22 per cento tra gli inizi di ottobre 1979 e l'aprile 1980. Un aumento ancor più rapido avrebbe rischiato di provocare squilibri nel sistema finanziario e soprattutto in quello delle imprese, caratterizzato da rapporti di indebitamento alti e molto diversificati.

Il superamento dei limiti all'espansione degli impieghi nell'autunno del 1979 e nei primi mesi del 1980, fino a un massimo di circa 4.000 miliardi in gennaio, ha assecondato la produzione e gli investimenti, ma ha concorso ad aggravare il processo inflazionistico e il disavanzo dei conti con l'estero. Pertanto, l'azione di controllo indiretto esercitata attraverso le riserve delle banche e l'innalzamento dei tassi d'interesse veniva integrata rafforzando i controlli diretti con l'introduzione, in marzo, del deposito infruttifero a fronte degli sconfinamenti dal massimale.

All'elevazione e alla modifica della struttura dei tassi ha fatto riscontro nel primo semestre uno spostamento del pubblico verso i BOT, sottoscritti per 13.300 miliardi, a scapito soprattutto dei depositi, ma anche dei titoli a medio termine. Le aziende di credito hanno registrato nello stesso periodo una diminuzione della raccolta di 2.300 miliardi. Dinanzi a un fenomeno non nuovo, sebbene mai realizzatosi in misura così rilevante, e in presenza di una forte domanda di credito, il sistema bancario ha preferito reagire, più che con una rincorsa dei tassi passivi, riducendo i titoli del Tesoro

nel proprio portafoglio per un ammontare che ha raggiunto i 7.700 miliardi; in tal modo esso ha potuto accrescere ben oltre il previsto i finanziamenti in lire esenti dal massimale.

Nei mesi centrali le difficoltà sul mercato dei cambi rendevano più complessi i compiti di stabilizzazione della politica monetaria. Alla fine di maggio la lira attraversava completamente la fascia ristretta dello SME. Nel giugno si manifestava un primo attacco alla nostra moneta: l'ampiezza del margine di oscillazione consentiva di assorbire in parte le pressioni attraverso un ulteriore slittamento del cambio di quasi il 2 per cento nei confronti delle altre monete comunitarie. L'ondata speculativa veniva arrestata dal segnale di fermezza dato al mercato con l'anticipato rinnovo e l'inasprimento delle disposizioni sui massimali del credito. Il flusso dei capitali a breve si invertiva in luglio, consentendo di recuperare riserve. Ma ad agosto nuove voci di svalutazione richiedevano rilevanti sostegni, che continuavano, sia pure in misura ridotta, in settembre.

All'indomani della crisi di governo, che comprometteva l'efficacia della manovra fiscale di luglio, il tasso ufficiale di sconto veniva innalzato di un punto e mezzo; venivano altresì assunte misure valutarie volte a contrastare movimenti di capitali di carattere speculativo.

Dopo il superamento della crisi, tra le opposte esigenze di finanziamento del disavanzo esterno e di contenimento del credito, si riteneva di dover attenuare la particolare rilevanza assegnata alla prima e si abrogavano in dicembre le restrizioni valutarie introdotte alla fine di settembre.

Anche per effetto dell'operare di quei vincoli, nell'ultimo trimestre l'indebitamento bancario verso l'estero si accresceva di 4.000 miliardi, consentendo di finanziare il saldo globale della bilancia dei pagamenti, negativo per 1.900 miliardi, e di aumentare le riserve. L'indebitamento netto verso l'estero del sistema bancario raggiungeva l'importo di 15.000 miliardi, più che raddoppiandosi rispetto alla fine del 1979.

Per il complesso dell'anno, la lettura congiunta dei dati relativi agli aggregati finanziari e ai tassi di interesse, in rapporto all'andamento del reddito e dei prezzi,

indica il prevalere di condizioni restrittive della liquidità del sistema e sui mercati del credito, in particolare nei trimestri centrali.

Il tasso di crescita della base monetaria è stato del 13,6 per cento, press'a poco uguale a quello dell'anno precedente, nonostante la pressione esercitata dal fabbisogno del Tesoro; l'aumento di oltre 3 punti del tasso di interesse medio sui BOT ha concorso a modificare le preferenze di portafoglio del pubblico in favore dei titoli a breve e ha ridotto la domanda di base monetaria da parte delle banche.

Nella media dell'anno le attività finanziarie dell'economia, in relazione al prodotto lordo, sono diminuite del 5 per cento rispetto al 1979; di altrettanto è sceso il rapporto di liquidità delle imprese; il tasso sugli impieghi bancari si è innalzato di oltre 4 punti e alla fine dell'anno ha raggiunto il 23,5 per cento.

Il rapporto tra aumento del credito totale interno e prodotto lordo, che tra il 1978 e il 1979 si era abbassato dal 22,2 al 19,6 per cento, si è ulteriormente ridotto al 18,8. Il contenimento è stato particolarmente intenso fino al terzo trimestre: nei dodici mesi terminanti a settembre il valore del rapporto era sceso al 16,2 per cento. Nell'ultimo trimestre l'espansione del disavanzo pubblico, in quel periodo pari alla metà del valore realizzato in tutto l'anno, e dei finanziamenti in valuta ha quasi raddoppiato il tasso di crescita del credito rispetto a quanto avvenuto nei nove mesi precedenti.

Anche qualora si faccia riferimento a un concetto più ampio di finanziamento, che includa i prestiti a medio termine dall'estero, le accettazioni bancarie e le azioni, resta confermata la diminuzione del rapporto fino a settembre, peraltro quasi interamente riassorbita dall'accelerazione del credito complessivo nel quarto trimestre.

Con il nuovo anno, le difficoltà risultavano accresciute; già dal tardo autunno del 1980, a mano a mano che le statistiche segnalavano l'aggravarsi del disavanzo commerciale nei conti con l'estero e il riacutizzarsi delle tensioni sui prezzi, veniva avvertita l'esigenza di rafforzare le restrizioni creditizie. Per la regolazione delle riserve bancarie si faceva ricorso per importi notevoli allo strumento delle vendite temporanee di titoli e alla tecnica dell'asta competitiva.

Alla fine di gennaio veniva annunciato il rinnovo del massimale sugli impieghi, stabilendo il blocco dei finanziamenti in valuta alle importazioni e l'estensione del

vincolo alle esposizioni inferiori a 130 milioni. Le esenzioni erano state utilizzate al di là delle previsioni, consentendo l'aumento dei prestiti bancari anche in favore di imprese medio-grandi; ciò era avvenuto attraverso una diffusione della pratica dei fidi multipli spinta ben oltre i livelli fisiologici, che rischiava di deresponsabilizzare le banche nella selezione degli affidamenti.

Nei primi tre mesi del 1981 il fabbisogno statale ha raggiunto i 12.000 miliardi e la variazione del credito totale interno ha superato i 17.000; nello stesso periodo dell'anno precedente il disavanzo era stato pari a 4.000 miliardi e l'espansione creditizia complessiva di poco superiore a 7.000. Il fabbisogno è rimasto molto elevato anche negli ultimi due mesi.

Per contrastare gli effetti espansivi sulla liquidità e fronteggiare le difficoltà insorte sul mercato dei cambi, anche in relazione alle tensioni internazionali, si sono resi necessari, a marzo, l'aumento del tasso di sconto e del coefficiente della riserva obbligatoria e il 27 maggio l'introduzione del deposito infruttifero sui pagamenti verso l'estero.

Un maggiore controllo della creazione di base monetaria e un più rigoroso perseguimento degli obiettivi quantitativi per questa variabile, e per le riserve bancarie in particolare, potranno derivare dalla modifica del sistema di finanziamento del Tesoro. Allora, la Banca d'Italia cesserà di assorbire alle aste tutti i BOT non collocati sul mercato, ma li acquisterà solo nella misura coerente con gli obiettivi della politica monetaria. Pertanto, il Tesoro cercherà, anche aumentando la frequenza delle aste, di reperire il finanziamento in contropartita con il mercato.

Siamo consapevoli dei problemi posti dalla coesistenza di metodi diretti e indiretti di controllo: a entrambi abbiamo apportato nell'anno trascorso modifiche intese a salvaguardare l'efficacia del loro congiunto operare in questa fase. I vincoli amministrativi producono i loro massimi effetti allorché sono introdotti o modificati; vengono poi logorati da forme di elusione, costose per gli intermediari, distorsive per il sistema economico, difficili da neutralizzare per le autorità.

Ma le attuali condizioni dell'economia e, in particolare, il permanere di attese di inflazione elevata e variabile, l'insufficienza delle politiche non monetarie,

l'opportunità di contenere l'inasprimento dei tassi di interesse non consigliano per ora l'allentamento dei controlli amministrativi.

Il modesto aumento dei tassi sui depositi bancari, connesso anche con l'operare del massimale sui prestiti, ha concorso in misura rilevante a comprimere il rendimento nominale della ricchezza finanziaria assai al di sotto dell'inflazione: lo spostamento nella composizione della ricchezza in favore delle attività reali è stato solo in parte contrastato dal livello dei tassi d'interesse. Un risvolto positivo è stato il ritorno del risparmio verso il finanziamento diretto delle imprese, e in particolare al capitale di rischio, ma il volume della spesa e la domanda di beni rifugio sono aumentati.

Una più netta differenziazione delle categorie dei depositi in funzione della stabilità e della durata potrebbe mitigare la penalizzazione del risparmio finanziario e assicurare una maggiore trasparenza dei mercati. Vanno incoraggiati mutamenti nelle politiche delle banche atti a conseguire queste finalità.

L'esperienza fatta nel 1980 ha confermato che, quando è alta l'incertezza del mercato circa l'andamento futuro dei tassi, è difficile e può risultare inopportuno ostacolare lo spostamento verso i titoli a breve. Offrendoli, il disavanzo pubblico può essere coperto contenendo la creazione di base monetaria, anche se il grado di liquidità delle attività finanziarie resta elevato. Allorché il ripetersi di situazioni di instabilità consolida nei risparmiatori un'avversione nei confronti di strumenti finanziari estesi a un arco temporale ampio, la gamma di quelli a breve si allarga, esaltando le possibilità di sostituzione fra attività e riducendo il significato della crescita dei mezzi di pagamento quale indicatore della disponibilità di fondi.

In circostanze siffatte assumono particolare rilievo le politiche di finanziamento non monetario del fabbisogno pubblico e il prolungamento della durata del debito.

La revisione delle caratteristiche dei CCT emessi nel 1981, con la corresponsione di una maggiorazione sui tassi a breve, si propone di favorire questo processo, e altresì di ridurre l'onere del servizio del debito nella fase di decelerazione dei prezzi. Occorre procedere lungo questa direzione, soprattutto nella prospettiva di poter contare su un mercato monetario ampio ed elastico: l'indicizzazione finanziaria potrà soddisfare le esigenze di mutanti e mutuatari nell'odierna situazione di

incertezza degli operatori sui tempi di rientro dell'inflazione, come dimostra l'espansione della raccolta a tasso variabile da parte degli istituti di credito speciale nel 1980.

Appare inopportuno il ricorso dello Stato alla tecnica tradizionale di emissioni a tasso fisso che vadano oltre il medio termine. Il rendimento assai elevato che dovrebbe essere corrisposto per superare le remore del pubblico potrebbe avere effetti negativi sulle attese di riduzione durevole dell'inflazione. Al manifestarsi poi di questa diminuzione, il servizio del debito risulterebbe eccessivamente oneroso.

D'altra parte, l'indicizzazione generalizzata del debito pubblico ai prezzi potrebbe apparire una resa al degrado monetario e una manifestazione dell'incapacità di eliminare o di attenuare nel nostro sistema i meccanismi che perpetuano e amplificano gli impulsi inflazionistici. Nel caso di indicizzazione del valore capitale si aggiungerebbe il timore che il governo, allentandosi ulteriormente nell'immediato il vincolo del bilancio di cassa, possa incontrare ancor maggiori difficoltà nel resistere a spinte per altre spese.

In passato ci siamo espressi con favore circa emissioni obbligazionarie, da parte di istituzioni finanziarie, collegate nel valore capitale all'ECU, coerentemente con gli auspici di convergenza monetaria in Europa e di consolidamento della lira nello SME. Ma qualora a effettuarle fosse lo Stato, non si può sottovalutare il rischio che ciò appaia come abdicazione alla volontà di ricercare la stabilità della propria moneta. Neppure il ricorso al metodo dell'asta per emissioni così indicizzate potrebbe evitare scompensi nel mercato finanziario interno, a meno che i titoli non fossero riservati a ben determinati comparti.

Diverso sarebbe il caso ove l'introduzione di titoli pubblici ancorati all'ECU avvenisse in corrispondenza di misure di politica economica concordate con le parti sociali e volte ad affrontare i nodi strutturali dell'inflazione. Il riferimento all'ECU potrebbe costituire il suggello della sfida del paese e del governo all'inflazione e dell'impegno a comportamenti pienamente coerenti con l'appartenenza allo SME.

In questo contesto si colloca altresì il tema della razionalizzazione dei diversi modi di tassazione delle attività finanziarie. Con un'inflazione che le corrode, il

rendimento nominale spesso non consente una remunerazione reale, ma rappresenta un rimborso anticipato del capitale. Mutamenti nel regime fiscale, validi in condizioni di stabilità monetaria, inciderebbero sulla fiducia del risparmiatore, che occorre invece ristabilire.

Per il 1981 l'espansione del credito totale interno è programmata in 64.500 miliardi; in rapporto al prodotto dovrebbe scendere al 16,5 per cento. Anche i finanziamenti all'economia, inclusi i fondi ricevuti dal settore pubblico e dall'estero, dovrebbero ridursi di 2 punti percentuali in relazione al prodotto. Tali obiettivi si fondano sull'impegno, richiamato in recenti documenti governativi, che il fabbisogno interno del settore pubblico allargato non superi 37.500 miliardi: ciò impone, dati i risultati dei primi cinque mesi, una successiva forte riduzione.

Il perseguimento di questi obiettivi creditizi è indispensabile al ricupero della stabilità dei prezzi; ma, per avere successo, esso deve essere iscritto in un complesso di interventi sul bilancio pubblico, sull'allocazione delle risorse, sui redditi.

La manovra monetaria e creditizia può arginare e rallentare l'inflazione, non può stroncarla senza il contributo di modifiche profonde dei comportamenti collettivi. Se essa avrà un effetto determinante, non sarà quello di dispensare da tali modifiche, ma di farle precipitare in una società divenuta cosciente e persuasa della loro necessità.

Complemento di questa condotta monetaria restrittiva è l'azione volta a ridurre l'inflazione importata per il tramite della strategia del cambio, che trova peraltro limitazioni nelle fasi, come l'attuale, di forza del dollaro.

L'aver resistito alle spinte al ribasso della lira nello SME, nel quadro entro cui si erano determinate durante il 1980, oltre a contribuire direttamente al contenimento dell'inflazione, ha attivato nel sistema reazioni e comportamenti portatori essi stessi di una maggiore stabilità dei prezzi. Chiusa la prospettiva facile della svalutazione, in molte imprese, con il concorso di entrambe le parti sociali, è stata migliorata l'organizzazione produttiva per resistere alle spinte dei costi.

Ciò non significa che ci si debba precludere in ogni condizione provvedimenti formali di modifica delle parità all'interno dello SME. Il ricorso a essi è coerente con le norme e lo spirito del sistema. È ciò che è accaduto il 22 marzo scorso. È stato un atto

necessario, imposto dalla realtà; ma è la realtà amara di un insuccesso, che un'economia e una società efficienti avrebbero potuto risparmiarsi; si è riguadagnato spazio di manovra, ma ciò è avvenuto arretrando. Quello della svalutazione è stato un giorno di realismo; certamente non è stato un giorno fausto.

ASPETTI DELL'INTERVENTO PUBBLICO NELL'ECONOMIA

L'ultimo decennio ha visto crescere ancora la somma delle domande sociali rivolte alle strutture pubbliche. È giunto a un punto di tensione il movimento che prese l'avvio dalla crisi degli anni trenta e che portò in tutti i paesi ad assegnare alla politica economica e sociale un ruolo centrale e permanente nel perseguimento dello sviluppo e del benessere. Si è offuscato il disegno, che pure a quel movimento era sotteso, di rafforzare e di stabilizzare le capacità accumulative del sistema, e il compito che esso prefigurava è scaduto spesso a sostegno passivo. In non pochi casi i trasferimenti alle famiglie hanno assunto natura di permanente sussidio più che di temporanea sostituzione di redditi mancanti; i contributi alle imprese hanno redistribuito valore aggiunto più che orientare gli investimenti e la loro localizzazione; l'aumento dell'occupazione nell'apparato pubblico è servito ad assorbire forze di lavoro più che a espandere la capacità di produrre servizi.

La rapidità con cui il rapporto tra la spesa pubblica e il reddito è salito e i livelli elevatissimi, in taluni paesi prossimi al 50 per cento, cui è pervenuto, testimoniano delle sollecitazioni alle quali le strutture pubbliche sono state sottoposte, dando luogo ad aspettative che, sotto l'incalzare delle richieste, non potevano non rivelarsi eccessive.

La consapevolezza del rilievo decisivo che la riallocazione delle risorse assume nella crisi attuale ha stentato a farsi strada. Essa è tuttavia cresciuta di recente, insieme con la convinzione che, oggi, nel momento della politica economica il compito principale è di accelerare lo svolgersi di quel processo, attraverso azioni che non estendano ulteriormente la presenza dello Stato nell'economia. L'opportunità che i cittadini rifuggano, o vengano dissuasi con misure positive, dall'atteggiamento secondo il quale lo Stato debba farsi carico in prima istanza di ogni esigenza; la necessità di evitare un'ipertrofia delle funzioni pubbliche, oltre quelle essenziali per il

funzionamento di una società; la preferenza per misure che additino soluzioni alla sfera privata, nel rispetto di un equilibrato rapporto con quella pubblica: sono queste le direttrici di un metodo volto ad aggredire la crisi alle sue radici piuttosto che a lenirne le conseguenze.

Nel nostro paese, la spesa pubblica si è accresciuta con particolare rapidità, in forme determinate dallo stesso stratificarsi di misure spesso disorganiche e talvolta tra loro contrastanti. La dimensione degli interventi necessari a promuovere indispensabili mutamenti nella struttura produttiva e nella composizione della domanda richiede scelte indilazionabili nell'uso della quota pubblica delle risorse, che non può essere ulteriormente ampliata. Il fatto che talora quegli interventi non potranno non assumere un carattere diretto impone moderazione nelle altre domande che la società rivolge allo Stato nonché uno sforzo inteso ad accrescere la capacità operativa delle strutture e l'efficacia dell'azione pubblica.

Il perseguimento di quest'ultima finalità esige sia la riconsiderazione sotto il profilo organizzativo dell'Amministrazione pubblica nella sua funzione di offrire servizi alla collettività, sia una maggiore dotazione di beni capitali. La quota degli investimenti sulla spesa pubblica complessiva in Italia è tra le più basse, ed è insufficiente ad alimentare il progresso tecnico all'interno degli apparati pubblici e a integrare l'accumulazione degli altri settori, accrescendone la produttività.

Ma investimenti maggiori non servirebbero, se non fossero accompagnati da un più rigoroso impegno per la minimizzazione dei costi e per il miglioramento delle prestazioni.

Sotto l'aspetto più strettamente economico, il criterio fondamentale resta quello di accentuare gli stimoli concorrenziali esterni al settore pubblico e di attivarne di analoghi al suo stesso interno. Condizione indispensabile perché ciò avvenga è che il vincolo di bilancio torni a operare come fattore di disciplina, sia sul piano regolamentare sia su quello deontologico. Una lunga tradizione ne aveva fatto la cerniera per tenere unite una società eterogenea e un'economia da sempre tentata di rifugiarsi nel sussidio.

Chiare priorità nelle scelte sono necessarie non solo per l'efficienza dell'Amministrazione pubblica nell'offerta dei servizi essenziali, ma altresì per la sua capacità di orientare la destinazione delle risorse nel resto del sistema.

I nessi che legano le varie attività economiche nonché la natura e l'acutezza peculiari dei problemi pongono al vertice della scala delle priorità il settore energetico e quello agricolo-alimentare. È soprattutto là che si manifestano carenze d'offerta, frenando lo sviluppo e gravando sulla bilancia dei pagamenti. Ciò è avvenuto sin dagli inizi degli anni settanta; nel corso del decennio le limitazioni sono emerse a livelli sempre più lontani dal pieno utilizzo del potenziale produttivo dell'economia.

Il nostro paese non può, senza scivolare sul piano inclinato del protezionismo, continuare a sopportare nei suoi conti con l'estero i disavanzi di questi due comparti. Nell'agricoltura, i problemi presentano una manifesta rilevanza sociale, ove si consideri che circa un decimo della popolazione italiana vive di essa, e una complessa articolazione economica: dai rapporti all'interno di una CEE allargata, a quelli con l'industria trasformatrice; dalla distribuzione e commercializzazione del prodotto, alla dimensione delle unità produttive e alla diffusione del progresso tecnico. Solo un attacco coordinato sui diversi fronti può avviare a soluzione le difficoltà del settore.

Nel campo energetico gli indirizzi da attuare sono tracciati dalla tecnologia e dalla struttura dei costi delle diverse fonti. Nonostante l'abbassamento dell'elasticità dei consumi energetici al reddito negli ultimi anni, il potenziale di risparmio rimane non trascurabile. Alcuni risparmi possono realizzarsi ancora senza spese; altri richiedono rilevanti investimenti, insieme con ampie riconversioni negli assetti produttivi e nei modelli di consumo. Entrambi i tipi di economie vanno sollecitati e sostenuti con incentivi specifici, con un'appropriata regolamentazione, con modifiche dei prezzi relativi, con una migliore informazione.

La prospettiva di aumenti del consumo pro-capite, comparativamente basso, e la necessità di ridurre la dipendenza dall'estero non consentono di limitare lo sforzo al risparmio, ma richiedono di estenderlo al potenziamento dell'offerta interna. La via da seguire è indicata dalla esigenza di diversificazione delle fonti, tra le quali il petrolio tuttora rappresenta i due terzi del fabbisogno complessivo, e dai costi di produzione dell'energia ottenuta dalle centrali a olio combustibile, che superano della metà quelli

dell'energia prodotta dal carbone e giungono a oltre il doppio di quelli dell'energia di derivazione nucleare.

In altri settori di base, tra i quali il chimico e il siderurgico, una condizione di crisi internazionale si intreccia con gli specifici problemi che travagliano in Italia la grande impresa: problemi di gestione, di relazioni industriali, di finanza, di ruolo in rapporto alla natura pubblica o privata.

Nella chimica quei fattori hanno prodotto effetti dirompenti, con la dissoluzione di alcuni importanti gruppi. La riaggregazione degli impianti secondo criteri di specializzazione presuppone la rigorosa valutazione delle possibilità di una loro gestione economica. Il nuovo assetto potrà essere reso più valido dal delinearsi di una più netta distinzione riguardo alla natura, pubblica o privata, dei due principali complessi produttivi. Le difficoltà interne hanno reso la siderurgia italiana, e in particolare quella a partecipazione statale, più vulnerabile alla crisi di mercato, nonostante la validità di una buona parte degli impianti.

Per ambedue i settori misure finanziarie, che assorbiranno risorse ingenti sottraendole ad altri usi, dovranno essere strettamente legate alla incisiva razionalizzazione degli apparati produttivi e al ripristino di condizioni operative che consentano di eliminare le rigidità nell'utilizzo dei fattori e di sottoporre a severe verifiche l'efficienza economica.

Più in generale, nell'intera questione delle imprese in crisi, alla quale da anni si applicano le forze politiche, sindacali, imprenditoriali e finanziarie, si sono sinora fatti progressi scarsi, rispetto ai costi sopportati, anche per la lentezza nel liberarsi da paralizzanti pregiudizi, quale quello di legare il salvataggio di un'impresa alla sua pubblicizzazione.

Il salvataggio pubblico di un'unità che il mercato condannerebbe al fallimento può trovare giustificazione in considerazioni di interesse generale ed è un intervento praticato anche in economie fortemente orientate verso il mercato. Il passaggio alla mano pubblica non è il necessario corollario dell'operazione. Esso non è l'unico modo per evitare la dispersione di risorse, che si ritenga utile mantenere combinate, salvaguardando il principio che l'imprenditore incapace sia allontanato dall'impresa e il

proprietario e i creditori, secondo la natura delle rispettive posizioni, subiscano le conseguenze di rischi liberamente corsi. Il denaro della collettività è destinato al salvataggio non di loro, ma di ciò che può essere recuperato dell'avviamento dell'impresa e degli impianti. L'intervento può essere limitato al ripristino delle condizioni necessarie perché si trovi chi sia disposto ad assumere un nuovo rischio. Se non si trova, vorrà dire che occorre un'azione più incisiva per il risanamento dell'impresa o una decisione di taglio della capacità.

Queste riflessioni rispondono a un orientamento nascente da due presupposti: che il nostro sistema produttivo è caratterizzato da una presenza pubblica le cui dimensioni non hanno l'eguale tra i paesi dell'occidente e ci avvicinano alla soglia oltre la quale esso cesserebbe di essere un sistema di mercato; che è cresciuta la necessità di scelte collettive che influiscano sui comportamenti degli individui e delle imprese.

L'esperienza dell'Italia e di altri paesi induce alla conclusione che, fissate le priorità essenziali, l'efficacia degli interventi è in generale maggiore se essi sono volti a influire sulla struttura dell'offerta in modi indiretti, piuttosto che diretti. Invece di coartare con apparati amministrativi di comando-controllo le scelte degli operatori, è preferibile agire sul flusso delle informazioni, sugli assetti istituzionali, sul sistema remore-incentivi che le determinano.

Aumentare l'efficienza interna dell'Amministrazione pubblica, fissare nette priorità nella politica allocativa, perfezionarne gli strumenti, sono linee da seguire avendo costantemente presente che, unico fra i grandi paesi industriali, l'Italia ha ancora, per una parte importante del proprio territorio, un'acuta esigenza di sviluppo. Quello del Mezzogiorno resta il problema centrale della società italiana. Il terremoto del 23 novembre lo ha riproposto in termini drammatici. La ricostruzione e lo sviluppo economico delle zone colpite della Campania e della Basilicata possono avviare una nuova tendenza, in cui l'azione dello Stato non si esaurisca nell'ampliare ulteriormente i trasferimenti pubblici. Resistendo alle comprensibili spinte settoriali e municipali, il fabbisogno finanziario va calcolato con estremo rigore, distinguendo nettamente le occorrenze per il ripianamento dei danni materiali da quelle per lo sviluppo. La ricostruzione, d'altra parte, deve essere coordinata con la strategia degli insediamenti

produttivi, in relazione alle infrastrutture esistenti, e deve poter fare affidamento sull'imprenditoria sana, che va salvaguardata.

Le indicazioni e i principi qui richiamati hanno trovato nell'ultimo anno un grado di attuazione insufficiente rispetto all'urgenza dei problemi. Il Piano triennale manifesta la volontà di operare una svolta. In un quadro macroeconomico-strutturale che sotto il profilo metodologico prescinde dall'evoluzione ciclica della domanda, esso riafferma esigenze di riqualificazione del bilancio pubblico, mirando a ridurre il peso del disavanzo corrente e ad accrescere la quota della spesa in conto capitale. Sono, questi, due obiettivi intermedi da perseguire distintamente, all'interno di un vincolo di bilancio prefissato, escludendo ogni compensazione. Quelle esigenze coincidono in larga misura con l'altra, di modificare gli stessi meccanismi istituzionali e decisionali che, all'interno dell'Amministrazione pubblica, generano le spese meno essenziali o meno produttive. Tale modifica presuppone una pratica di allocazione delle risorse consistente nella netta definizione di priorità e nella diretta verifica dell'idoneità dei singoli programmi a realizzare gli obiettivi che si propongono.

VERSO UN MIGLIORE ASSETTO DEL SISTEMA CREDITIZIO

Nella formazione delle attività e passività finanziarie complessive il 1980 ha visto intensificarsi le spinte alla riduzione della quota che si riflette nei bilanci degli intermediari creditizi, in particolare di quelli bancari, e all'aumento di quella costituita dai rapporti diretti tra gli utilizzatori finali dei fondi e i risparmiatori.

In un sistema finanziario storicamente caratterizzato da un accentuato orientamento verso gli intermediari piuttosto che verso i mercati dei capitali in senso stretto, una tendenza alla crescita del peso relativo dei secondi può contribuire a rendere in via permanente più equilibrato, efficiente e solido l'intero assetto creditizio. È necessario però che la riduzione di quota degli intermediari, e in particolare delle aziende di credito, venga graduata in modo che la loro attività complessiva, il risultato di gestione e il grado di capitalizzazione se ne avvantaggino, così che il processo si attui in condizioni di piena stabilità.

Nell'anno trascorso e nei primi mesi del 1981 il fenomeno ha assunto ritmi talora troppo rapidi, sotto la spinta di fattori anche contingenti e per taluni aspetti preoccupanti. Dalla intermediazione in certo modo impropria effettuata dal settore pubblico hanno continuato a diffondersi pressioni a sostituire l'attività degli enti creditizi, spesso con conseguenze negative per l'allocazione delle risorse. Lo sviluppo degli istituti di credito speciale ha risentito degli ostacoli che un'inflazione elevata e variabile frappone all'emissione di passività a medio e a lungo termine, della delicata fase di riassetto organizzativo e di ricambio dirigenziale, dell'attesa di chiarimenti nel quadro giuridico istituzionale. Anche in seguito alle maggiori possibilità di profitto tipiche di un anno, nel quale si è collocato il punto di svolta superiore del ciclo e l'indirizzo della politica monetaria è stato restrittivo, il margine di interesse delle aziende di credito è tornato dopo un quadriennio a elevarsi, concorrendo alla loro disintermediazione.

Si è conseguentemente riaperta la polemica sulle cosiddette rendite bancarie, alimentata da considerazioni di opposto segno. Sebbene il sistema creditizio italiano non sia particolarmente concentrato, nei diversi segmenti della sua attività e nel territorio sussistono condizioni non uniformi di concorrenza, segnalate da prezzi dei servizi e da saggi di profitto non livellati. D'altra parte, sul margine di interesse bancario si riflette la composizione degli attivi di bilancio, irrigidita dagli obblighi amministrativi che l'autorità monetaria è tuttora costretta a imporre: l'inasprimento del massimale sugli impieghi si è aggiunto al vincolo di portafoglio e alla remunerazione bassa e invariante delle riserve obbligatorie. Quest'ultima, soprattutto allorché la struttura dei tassi si innalza, determina, per il tramite delle banche, un trasferimento di risorse dalle famiglie e dalle imprese alle casse dello Stato. La stessa dinamica dei costi operativi, in un settore pur sempre ad alta intensità di lavoro, non può non risentire di un fenomeno inflattivo in cui la componente salariale è tendenzialmente rilevante. Lo scorso anno, a un notevole aumento dei costi bancari per dipendente non hanno corrisposto significativi e generalizzati guadagni di produttività.

Ma sul processo di disintermediazione hanno influito anche fattori positivi e di carattere non contingente. La concorrenza, cui il sistema degli intermediari finanziari italiani è esposto, si è accresciuta: i mercati monetari si sono ampliati e irrobustiti, sia

nel comparto dei titoli pubblici sia in quelli delle accettazioni e dei crediti commerciali; il mercato azionario ha segnato una significativa ripresa di attività; i rapporti con il sistema finanziario internazionale si sono intensificati e il volume dei fondi affluiti dall'estero alle imprese italiane è stato particolarmente ampio. Lo stesso aumento del risultato di gestione delle aziende di credito è stato determinato anche dal diffondersi di comportamenti volti a massimizzare gli utili curando il vaglio del rischio, piuttosto che a ricercare la crescita dimensionale a ogni costo. Il fenomeno deve essere valutato favorevolmente sotto il profilo di una più attenta selezione dei fidi; inoltre, gli stessi accantonamenti e ammortamenti erano venuti contraendosi negli ultimi anni, mentre il grado di capitalizzazione delle aziende di credito italiane è pur sempre inferiore alla media internazionale.

Il rafforzamento degli assetti patrimoniali è stato opportunamente perseguito dagli istituti di credito speciale, in particolare da quelli per i quali era prioritario l'impegno di risolvere le esposizioni verso i settori in difficoltà strutturale. Esiti favorevoli sono stati ottenuti attraverso i risultati di gestione, l'apporto di nuovo capitale, l'ampliamento delle possibilità di impiego, la differenziazione delle forme di raccolta e la definizione, da parte della legge 784 del 1980, delle modalità di trasformazione dei crediti verso imprese dissestate in titoli pubblici, anche se infruttiferi.

Nel 1980, commisurata ai mezzi fiduciari, la capitalizzazione è salita dall'8,4 al 9,3 per cento per gli istituti di credito speciale e dal 4,1 al 4,6 per le aziende di credito. Il processo è continuato nei primi mesi del 1981, anche mercé gli apporti pubblici: in particolare, la legge 23 del febbraio scorso ha previsto conferimenti per 500 miliardi circa.

La decisione dello Stato di ricapitalizzare gli intermediari pubblici ha significato conferma della validità di una differenziata tipologia di imprenditori creditizi e ha risposto all'esigenza di valorizzare un elemento di sviluppo del sistema finanziario nella pluralità di intermediari in concorrenza. Rispettando questo dettato istituzionale, la struttura degli enti pubblici di credito va adeguata, nella consapevolezza che l'autonomia presuppone, e alimenta, l'efficienza, e che questa deve trovare espressione

in moduli operativi e organizzativi i quali salvaguardino e potenzino la situazione patrimoniale.

L'azione degli operatori creditizi si integra con l'impegno della Banca d'Italia di individuare i fattori, anche organizzativi, che accrescono i costi dell'intermediazione. In adempimento di tale compito lo scorso anno in questa sede era stata affermata la necessità di correggere l'asimmetria tra intermediari privati e pubblici, apportando alla disciplina statutaria modifiche che arricchissero gli elementi d'impresa nei secondi e rendessero la loro gestione più aderente al principio della redditività. Questa impostazione è stata oggetto di approfondita riflessione alla luce del dibattito dottrinale, nell'intento di cogliere le implicazioni operative e le connessioni giuridiche delle possibili soluzioni organizzative.

L'orientamento che ne è scaturito è stato già posto dalla Vigilanza a base dell'esercizio delle competenze in materia di statuti e così recepito da alcuni intermediari pubblici, che ne hanno colto le favorevoli prospettive. Anche sul piano legislativo, la ricapitalizzazione di importanti enti bancari pubblici è stata collegata dalla legge 23 alla revisione dei loro assetti statutari, preoccupandosi, nel rinnovare la fiducia all'impresa, di trarre dall'esperienza acquisita dettami per i comportamenti futuri.

Natura dell'attività, disciplina degli apporti esterni ai mezzi patrimoniali, configurazione dei controlli interni sulla gestione: sono questi tre aspetti della banca avente personalità giuridica pubblica che richiedono di essere meglio qualificati.

L'oggetto sociale non può essere altro che l'intermediazione creditizia, e questo compito essenziale deve essere scolpito negli statuti: eliminare, nella definizione dell'operatività degli enti bancari pubblici, quei condizionamenti che risalgono a situazioni ormai superate e ne ostacolano l'attività serve a chiarire che sono consentiti solo comportamenti coerenti con i principi della redditività e della concorrenza.

Anche per gli istituti pubblici deve aprirsi l'accesso al mercato, per attrarre quel risparmio che intenda condividere il rischio dell'impresa bancaria, secondo schemi che non sottraggano l'ente al controllo pubblico di maggioranza, esercitato secondo le attuali forme di partecipazione, e quindi alla sua collocazione istituzionale. In alcuni

casi il ricorso a moduli organizzativi prossimi alla società per azioni, già presenti nell'ordinamento bancario, permette di rivolgersi al mercato, con opportune clausole limitative, e di risolvere i problemi della rappresentanza del capitale di rischio negli organi di gestione. La conservazione di modelli differenziati, come quello vigente per le Casse di risparmio, impone la ricerca di strumenti per consentire apporti, esterni ai fondi di dotazione, mediante titoli negoziabili che incorporino anche forme di partecipazione ai risultati economici e al rischio dell'azienda, ma non alla sua conduzione.

L'organizzazione deve astringere la banca pubblica al rispetto dell'esigenza che siano espresse al suo interno valutazioni di convenienza sugli indirizzi della gestione e sui singoli negozi. L'efficacia complessiva della funzione di vigilanza è correlata in modo essenziale con il compimento continuo e puntuale di tali valutazioni da parte degli organi aziendali.

Non si può prescindere da una corretta distribuzione dei poteri tra gli organi di presidenza e di direzione delle aziende di credito. Le procedure pubbliche di nomina, ove lo scrutinio si compia tra persone professionalmente qualificate all'esercizio del credito, mirano a rendere effettiva quella corretta distribuzione.

Nell'anno decorso è stata rimossa la situazione anomala esistente in un gran numero di Casse di risparmio, i cui vertici risultavano vacanti o scaduti. Richiesto, in conformità dell'interpretazione delle norme data anche in sede parlamentare, di formulare proposte, ho presentato rose di nominativi, scelti secondo criteri eminentemente tecnici, al Ministro del Tesoro, che le ha prese a base delle proprie decisioni, sentito il Comitato del credito. Nei limitati casi in cui le autorità di governo hanno ritenuto di ricorrere ad altre candidature, si è evitata ogni commistione di procedure e ne è stata seguita una diversa, nella quale l'ufficio del Governatore è consistito nel fornire, come per i Monti di credito, un parere tecnico, vincolante allorché non fosse favorevole. Le nomine compiute, che hanno ottenuto l'approvazione del Parlamento, hanno sciolto nodi che si erano aggrovigliati nel tempo e hanno restituito pienezza di poteri ai consigli di amministrazione.

In una situazione di mercato che vede crescere, soprattutto sul piano internazionale, le sollecitazioni ad ampliare la gamma dei meccanismi di finanziamento

dell'economia, l'organo di vigilanza deve sostenere l'evoluzione operativa degli intermediari creditizi, privati e pubblici, salvaguardandone la stabilità. Il problema, sotto l'aspetto più specifico delle partecipazioni assumibili dalle banche, è stato oggetto di una recente delibera del Comitato del credito con la quale si è precisato il quadro delle acquisizioni possibili, stabilendo in linea di principio che gli investimenti azionari possono essere effettuati solo allorché siano diretti a favorire una migliore strutturazione del sistema creditizio e a incrementarne l'efficienza e l'economicità. In questo quadro, le aziende di credito possono assumere partecipazioni in altri enti creditizi ovvero in soggetti che gestiscono servizi collaterali all'attività bancaria. Allo stesso scopo di rafforzare i confini entro i quali questa va mantenuta, le interessenze acquisite per il ricupero dei crediti dovranno essere alienate entro prestabiliti limiti temporali.

Condizioni più complesse e rischiose nei mercati internazionali ed esigenze di trasparenza hanno inoltre consigliato di vietare, con la medesima delibera, che le aziende di credito italiane assumano partecipazioni in società finanziarie estere. In relazione alla circostanza che gli stabilimenti di una banca con articolazione internazionale sono tenuti a conformare la propria condotta a regolamentazioni dissimili, è stato altresì stabilito che le autorizzazioni di insediamento all'estero per il tramite di affiliate tengano conto della diversa possibilità di acquisire i necessari elementi conoscitivi, nonché delle strutture di vigilanza operanti nei vari paesi.

Ai fini dell'accertamento della solvibilità aziendale, la tecnica più valida è quella del consolidamento dei conti, il cui impiego presuppone la circolazione delle informazioni, attraverso le frontiere, tra filiazioni e case madri, e sarà favorito dalle intese tra gli organi di vigilanza. In attesa che provvedimenti legislativi introducano il bilancio consolidato, la collaborazione delle banche dovrà essere data per fornire sin d'ora sistematiche informazioni sui rapporti finanziari con le loro controllate estere.

Nel settore del credito speciale l'obiettivo della ristrutturazione è stato perseguito, oltre che con il rafforzamento patrimoniale, ampliando l'ambito operativo degli istituti e le possibilità di frazionamento del rischio, e disponendo l'incorporazione dell'Istituto di credito per le imprese di pubblica utilità nel Crediop, al quale è stata riconosciuta una competenza istituzionale anche in materia di credito all'industria.

Soprattutto, sono stati rivisti i modi del controllo di vigilanza nel settore, sottoponendo tutti gli istituti, in modo paritario, ai poteri conoscitivi, a quelli autorizzatori in materia di ampliamento dell'organizzazione territoriale, a quelli relativi alle sanzioni amministrative e alla liquidazione.

Il dibattito che si è svolto in varie sedi ha consentito utili approfondimenti sui limiti delle agevolazioni creditizie e sull'opportunità di affidare direttamente all'Amministrazione pubblica la gestione degli incentivi intesi a favorire gli investimenti industriali e a correggere lo sviluppo disuguale della nostra economia. Sono emersi tuttavia, in sede di formulazione di nuove normative, indirizzi che addirittura accrescono la responsabilità della gestione dei contributi pubblici da parte degli intermediari finanziari. Così è quando si propone che la Cassa per il Mezzogiorno debba pronunciarsi sulla richiesta di contributo esclusivamente in base agli elementi insiti nel contratto di mutuo. In tal modo, solo apparentemente viene rescisso il legame tra credito e sussidio, e il fatto che quest'ultimo non sia del tutto certo incide sulla valutazione della redditività dell'iniziativa e quindi sulle scelte degli enti creditizi.

Un indirizzo più rispettoso dei distinti ruoli dell'Amministrazione pubblica e degli intermediari finanziari è stato seguito dalla legge che disciplina gli interventi per la ricostruzione e lo sviluppo nei territori meridionali colpiti dal sisma. Essa ha previsto che i contributi alle imprese danneggiate siano determinati da uffici pubblici territorialmente competenti in modo che l'eventuale apporto creditizio avvenga a tasso ordinario.

L'accresciuto grado di capitalizzazione degli enti creditizi, le modifiche legislative per gli istituti di credito speciale, le nomine al vertice degli intermediari pubblici, le innovazioni in materia statutaria migliorano l'intermediazione, in una situazione economica delicata che richiede, nell'interesse del sistema produttivo, una maggiore solidità ed efficienza delle strutture finanziarie.

Signori Partecipanti,

L'intento di esporre con completezza le recenti vicende economiche e di rendere conto dell'operato della Banca non avrà celato la tensione con la quale quelle vicende

sono state vissute e la preoccupazione di fronte alle difficoltà della nostra economia, che gli accadimenti internazionali rendono più complesse.

Il 1980, insieme con l'eredità positiva di una crescita degli investimenti sconosciuta da anni, e dei segni di un rinnovato impegno di imprenditori e lavoratori, ha lasciato una situazione grave per la moneta, bene di tutti, bene indispensabile all'esplicarsi dei legami economici e civili che ci congiungono in una società.

Non è più tollerabile un'inflazione, la cui componente di fondo continua a elevarsi e ci allontana dai paesi ai quali siamo uniti per storia e per cultura.

Un'inflazione da nove anni non inferiore al 10 per cento, da due intorno al 20, ha provocato non solo ingenti e ciechi trasferimenti di ricchezza e le inefficienze dovute all'incertezza e alla volatilità dei prezzi relativi; essa ha alterato l'essenza stessa della moneta, svuotandola in gran parte della sua funzione di riserva di valore, per lasciarle solo un'umiliata funzione di numerario e di mezzo di pagamento.

Una complessa economia di scambio non può vivere senza una misura di valore attendibile nel presente e per il futuro. Per sottrarsi all'inganno di una moneta che si corrode in modo rapido e imprevedibile, essa adotta quale proprio metro, attraverso una molteplicità di pratiche e di istituti, l'insieme stesso dei beni e dei servizi che produce. In tali condizioni anche i successi della manovra monetaria tradizionale rischiano di risolversi in episodi tattici che non evitano la sconfitta strategica rappresentata dal consolidamento dell'inflazione.

Quando questo processo è in corso da anni, non è con l'attrito di una liquidità scarsa o di un cambio non accomodante che si ripristina l'equilibrio monetario. Il ritorno a una moneta stabile richiede un vero cambiamento di costituzione monetaria, che coinvolge la funzione della banca centrale, le procedure per le decisioni di spesa pubblica e quelle per la distribuzione del reddito.

Prima condizione è che il potere della creazione della moneta si eserciti in completa autonomia dai centri in cui si decide la spesa. Vi fu un tempo in cui questa esigenza si pose rispetto al sistema produttivo e fu allora che si precisarono la natura pubblicistica delle banche centrali e la separazione fra banca e impresa. Oggi quella esigenza deve esser soddisfatta soprattutto nei confronti del settore pubblico, liberando

la banca centrale da una condizione che permette ai disavanzi di cassa di sollecitare una larghezza di creazione di liquidità non coerente con gli obiettivi di crescita della moneta.

Ciò impone il riesame dei modi attraverso i quali, nel nostro ordinamento, l'istituto di emissione finanzia il Tesoro: lo scoperto del conto corrente di tesoreria, la pratica dell'acquisto residuale dei buoni ordinari alle aste, la sottoscrizione di altri titoli emessi dallo Stato. In particolare è urgente che cessi l'assunzione da parte della Banca d'Italia dei BOT non aggiudicati alle aste.

Ma in una società democratica, in rapido mutamento, dove forte è l'aspirazione a un più alto tenore di vita, intensa la dialettica sociale, ancor diffusi e profondi gli squilibri, le pressioni alla creazione di liquidità spingono la moneta quasi fatalmente oltre la soglia della stabilità se non si pongono difese nelle aree stesse in cui si forma la domanda.

Seconda condizione sono perciò regole di procedura che collochino le grandi decisioni di spesa nella prospettiva dell'equilibrio monetario. Un fondamentale principio di libertà economica e politica vieta di sottrarre il contenuto di quelle decisioni alle scelte delle famiglie, delle imprese, dell'intera collettività espressa nel Parlamento e nel Governo. E l'esistenza stessa della moneta, potere d'acquisto non finalizzato, è espressione di questa libertà. Ma la società deve organizzarsi per impedire che le decisioni di spesa si compiano facendo preda di quel patrimonio comune che è la stabilità monetaria. Per far ciò essa deve disciplinare i modi dello scegliere senza dettare alcun contenuto di scelta, così come altre norme stabiliscono i modi, e perciò stesso la possibilità, del muoversi senza comandare la meta.

Vi sono, certo, le decisioni individuali attraverso le quali il reddito si ripartisce fra risparmio e consumi, e questi si definiscono nella loro struttura. Lo strumento fiscale può dare a quelle scelte gli indirizzi necessari per iscriverle in un coerente quadro di compatibilità. Ma assai più che nei bilanci familiari, la rottura dell'equilibrio monetario si determina nelle decisioni di spesa del settore pubblico e in quelle di distribuzione del reddito all'interno dell'impresa. È là che la relazione tra impieghi e risorse si tende fino a fare dell'aumento dei prezzi e della svalutazione dei debiti un necessario perverso strumento di ricomposizione.

Alle decisioni di spesa pubblica bisogna dare regole che costringano al rispetto sostanziale dell'obbligo di copertura. Un tempo, la coerenza tra la spesa, prerogativa del sovrano, e i tributi, sopportati dal popolo, era assicurata dalla dialettica fra esecutivo e parlamento. Divenuto sovrano il popolo, il vincolo di bilancio ha operato a lungo secondo la regola rigida del pareggio. Il venir meno di questo vincolo ha condotto le finanze pubbliche a una situazione in cui l'equilibrio economico non ha altro ancoraggio che la capacità di autogoverno della collettività. L'articolo 81 della Costituzione ha inteso rafforzare questa garanzia, ma l'attuazione che ne è stata fatta si è mostrata troppo spesso incapace di impedire che la spesa, invece di esercitare una attenta funzione stabilizzatrice, si affrancasse dal vincolo della copertura. Occorre ricercare e definire solennemente forme, quali ad esempio l'obbligo del pareggio fra le entrate e le uscite correnti, con le quali dare concreta attuazione al principio enunciato nella Costituzione.

Metodi e riferimenti sono necessari anche nelle decisioni di spesa delle imprese. Un'economia di trasformazione, che importa materie prime ed esporta manufatti a prezzi internazionali, ha quale principale fattore di costo da governare il lavoro, nella duplice componente del salario e della produttività. Questo governo il nostro ordinamento lo affida alle parti sociali, attraverso il sistema della contrattazione.

Per l'importanza degli effetti economici e monetari, per la vastità degli interessi coinvolti, per gli istituti di rappresentanza e di delega che vi operano, la contrattazione collettiva, nazionale e aziendale, è un vero momento di politica economica, comparabile a quello attraverso il quale si definisce la spesa del settore pubblico, e bisognoso come quello di criteri che impediscano la deriva verso l'instabilità monetaria.

Al pari di ogni esplicitazione della libertà di iniziativa economica, la libertà di contrattazione non può non patire il limite dell'interesse generale. Oggi i meccanismi stessi della negoziazione, la frammentazione in diversi livelli, la mancata accettazione di riferimenti macroeconomici che operino come vincolo di compatibilità generale, rendono oltremodo difficile alle parti sociali l'assunzione di decisioni che significhino a un tempo scelta di equa distribuzione del reddito e rispetto della stabilità monetaria. Occorre ricercare e definire forme istituzionali attraverso le quali la negoziazione

collettiva ritorni a essere strumento di governo della dinamica dei redditi e della condizione del lavoro anziché di distruzione della moneta.

Sempre minore affidamento dovrà farsi su automatismi che sviscerano la capacità delle parti di far incontrare le proprie volontà e si rivelano insensibili ai mutamenti delle condizioni economiche e di quelle sociali. Nei momenti di maggiore accelerazione del moto inflazionistico si è creduto di trovare un surrogato della stabilità nel ricorso all'indicizzazione; è proprio il suo diffondersi che sanziona e consolida la rovina della moneta.

La stabilità monetaria è un bene troppo prezioso e troppo fragile perché il fronte che lo difende possa essere indebolito assicurando a individui o a gruppi il salvacondotto di una protezione automatica, soprattutto quando essa sia frequente e indifferente all'origine degli impulsi inflazionistici.

Nel paese della Comunità che più di ogni altro ha saputo, in questi anni, mantenere stabili i prezzi, è sancito il divieto esplicito di ogni forma di indicizzazione, non solo nei contratti collettivi, ma anche nella forma di clausole che in contratti individuali aggancino a un qualsiasi indice le obbligazioni pecuniarie delle parti. Nello stesso paese quella stabilità, affermata e difesa, si esprime anche nella facoltà di muovere liberamente la moneta oltre i confini.

Autonomia della banca centrale, rafforzamento delle procedure di bilancio, codice della contrattazione collettiva sono presupposti del ritorno a una moneta stabile.

Ormai da dieci anni, rescisso anche il legame indiretto all'oro attraverso la convertibilità del dollaro e la fissità dei cambi, la lira, come le altre monete, è divenuta un bene ancor più immateriale e astratto, garantito nel suo valore da null'altro che dalla forza dell'economia e dalla capacità del corpo sociale di organizzarsi e di governare.

Uno statuto della moneta è indispensabile per la riconquista di un metro stabile di tutti i beni presenti e futuri e per garantirci dal rischio di ricadere verso assetti che non ci hanno aiutato a combattere l'inflazione, quando non l'hanno rafforzata.

Questi sono i problemi che la gravità e l'urgenza della situazione economica ci impongono di affrontare nella loro complessità e interezza. Il dibattito degli ultimi tempi indica che le scelte sono maturate negli animi e che già nell'immediato possono

essere fatti passi concreti nelle direzioni indicate. Perché la sua efficacia non si disperda, quel dibattito deve tradursi oggi, urgentemente, in volontà di realizzazione. Più che affinamenti tecnici, occorre la capacità di liberarsi da pregiudizi, da diffidenze, da miope difesa di interessi particolari. E questa capacità ha la sua radice nella coscienza civile, ultimo insostituibile presidio di una moneta stabile così come di ogni altro ordinamento di una società libera e giusta.

CONSIDERAZIONI FINALI – 1981

Signori Partecipanti,

nel gennaio scorso Mario Sarcinelli è stato chiamato dal Governo alla responsabilità di Direttore generale del Tesoro. Il conferimento dell'alto incarico è riconoscimento delle sue elevate doti morali e professionali ed è di onore per la Banca, alla quale egli ha dato venticinque anni di appassionato impegno, operando in ogni settore, dalla ricerca economica alla vigilanza bancaria, dall'elaborazione elettronica alla politica monetaria, con l'efficacia nascente da una vasta cultura, da un'acuta facoltà di analisi, da pronta capacità di decisione e fermezza di determinazione. Il compiacimento per il significato della nomina è venato dal venir meno per l'Istituto di un apporto raro di competenza, di vivacità di ingegno, di spirito critico; lo è soprattutto per chi ha avuto con lui una lunga, salda consuetudine di lavoro, iniziata al suo ingresso in Banca agli Studi, divenuta anche più intensa dal 1976 nel Direttorio. L'Istituto lo ha ora valido interlocutore nella ricerca di soluzioni ai gravi problemi posti dalla condizione economica del Paese.

Poche settimane dopo, la Banca perdeva Alfredo Persiani Acerbo, spento a 49 anni da un male che ha affrontato con lucida compostezza. Al lavoro egli è stato volto sino alla fine, con piena dedizione. La sua vita professionale si è ispirata a un altissimo senso dell'Istituto, nei diversi settori che ha guidato da profondo conoscitore degli assetti organizzativi e legali. Dal 1978 nel Direttorio, si era impegnato soprattutto nell'amministrazione interna, offrendo su ogni questione il consiglio di una fine cultura giuridica, con la discrezione e l'eleganza di tratto che lo distinguevano. Il rispetto per la forma era in lui funzionale all'innesto del nuovo nella migliore tradizione della Banca, concepita come patrimonio pubblico da preservare e arricchire.

Questi vuoti, determinatisi per ragioni tanto diverse, sono stati colmati con la nomina a Vice direttore generale di Antonio Fazio e di Carmelo Oteri.

L'Istituto piange, insieme con quella di Persiani Acerbo, la scomparsa di Giuseppe Manuti, Capo del Servizio rapporti col Tesoro, e di Franco dell'Uva, Capo del

Servizio elaborazioni e sistemi informativi, anch'essi nel pieno della loro maturità. Si dice che le istituzioni abbiano vita oltre quella di coloro che le incarnano. La Banca ha in sé le risorse professionali necessarie, anche in transizioni difficili. Non si attenua per questo la tristezza per la perdita, che è irreparabile, delle qualità umane dei colleghi che sono mancati.

Nell'anno trascorso è proseguita l'opera volta a migliorare la funzionalità dell'Istituto.

L'avvio di un ampio programma di nuove procedure contabili, l'introduzione della gestione automatizzata dei depositi in titoli, la ristrutturazione del servizio di cassa, snellimenti nell'organizzazione delle filiali, la costituzione negli stabilimenti di maggiore dimensione di direzioni intermedie e di nuclei per la ricerca, che offrano agli interventi operativi il sostegno dell'analisi della realtà economica locale: sono queste le più significative misure adottate.

L'innovazione degli assetti interni è essa stessa testimonianza dell'impegno che i dirigenti e il personale tutto della Banca pongono al servizio dell'interesse generale. A essi esprimiamo il nostro vivo apprezzamento.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

Una recessione che perdura ben oltre le previsioni iniziali e una inflazione ancora elevata pur se in diminuzione dominano l'economia mondiale. Nei paesi dell'OCSE i disoccupati hanno raggiunto i 29 milioni. Il tasso d'inflazione si è ridotto dal 14 al 9 per cento in due anni; il miglioramento è stato significativo nelle tre principali economie. Il protrarsi della fase recessiva e l'entità della disoccupazione sottolineano i costi che si pagano nel piegare l'inflazione quando non se ne attacchino le radici attraverso un insieme coerente di interventi.

Il passivo della bilancia corrente dei paesi dell'OCSE si è fortemente contratto, così come l'attivo di quelli dell'OPEC. È invece peggiorata la posizione esterna dei paesi in via di sviluppo e si sono acuite le difficoltà nelle economie pianificate. I problemi dell'indebitamento internazionale si sono aggravati.

Le previsioni attualmente formulate dall'OCSE collocano l'avvio della ripresa nella seconda metà dell'anno, scontando un'espansione della domanda interna negli Stati Uniti e in Giappone. Un anno fa si riteneva che questa evoluzione si sarebbe manifestata già nell'ultima parte del 1981. Ma l'economia americana è ricaduta, dal terzo trimestre, in un periodo di flessione; di recente lo stesso prodotto interno lordo del Giappone ha subito una lieve contrazione, dopo sette anni di crescita ininterrotta. Anche nella Germania federale continuano ad abbassarsi i livelli produttivi.

Gli elevati tassi d'interesse americani e la forza del dollaro, alimentata anche dall'avanzo delle partite correnti, hanno creato e creano un dilemma per quei paesi industriali che potrebbero allentare la restrizione, ma temono che sulle loro economie si riversino pressioni esterne, tali da vanificare i risultati faticosamente acquisiti nella lotta all'inflazione. D'altra parte, segnatamente nei paesi in via di sviluppo, l'onere del debito è accresciuto dai livelli inusitati dei tassi e rischia di compromettere i programmi di aggiustamento e le capacità di crescita, con ripercussioni sulle stesse economie industriali.

La nuova amministrazione americana aveva impostato il programma economico sul raggiungimento di tre principali traguardi: rientro dell'inflazione, riequilibrio delle finanze pubbliche, stimolo alla crescita attraverso l'espansione del risparmio privato e della produttività. Nella scelta degli strumenti è prevalsa la fiducia, da un lato, in schemi monetaristi e, dall'altro, nell'elasticità di risposta dell'apparato produttivo ai tagli nelle imposte personali, agli incentivi all'investimento, all'allentamento della rete delle regolamentazioni. La fede nella capacità dei mercati di trovare posizioni di equilibrio ha suggerito, come corollario, di astenersi da interventi di indirizzo o di correzione nei mercati dei cambi.

Un successo considerevole è stato ottenuto nell'abbassare l'inflazione e nel determinare atteggiamenti nuovi nel mercato del lavoro, dove le richieste salariali sono divenute più attente alle conseguenze sull'occupazione. È mancata sinora la risposta degli operatori agli stimoli fiscali e alla riduzione dei vincoli amministrativi. Nel corso del 1981 alle forti flessioni degli investimenti e delle esportazioni si è aggiunta la stasi dei consumi privati. Ciò ha contribuito a dilatare il disavanzo federale, inizialmente previsto in 45 miliardi di dollari per il corrente anno finanziario. Le ultime stime

ufficiali lo indicano in circa 100 miliardi, un ammontare pari al 3 per cento del prodotto interno lordo, ma che assorbirebbe oltre i due terzi del risparmio delle famiglie anche se, come prevede l'OCSE, la quota di risparmio sul reddito disponibile dovesse salire al 7 per cento.

Al di là della sfavorevole evoluzione ciclica e anche ove venissero approvate le proposte di aumento delle entrate e di riduzione delle spese attualmente in discussione, appare abbandonato il proposito di pervenire al pareggio del bilancio federale nei prossimi anni. Le incertezze sul disavanzo si riflettono sull'atteggiamento degli operatori. Un costo dell'indebitamento a lungo termine del 15 per cento, in un paese in cui il ritmo di accrescimento dei prezzi è stato ricondotto al 7, non può non incidere negativamente sugli investimenti e rivela dubbi dei mercati sulla realizzazione dei programmi annunciati.

I tassi a breve, pur rimanendo al di sotto dei massimi raggiunti nell'estate del 1981, sono risaliti nei primi mesi di quest'anno, avvicinandosi a quelli a lungo termine. In presenza del forte ampliamento del disavanzo pubblico, pressioni sui tassi sono derivate dalla determinazione con cui la Riserva Federale persegue il controllo monetario e dal ricorso a tecniche fondate sul riferimento a una particolare grandezza quantitativa, laddove le innovazioni finanziarie e l'instabilità delle aspettative modificano le tradizionali relazioni di domanda.

A fronte dei risultati nella lotta all'inflazione stanno gli impulsi negativi che derivano, per il resto del mondo, dagli elevati e oscillanti tassi d'interesse e dai riflessi inflazionistici delle impennate della moneta americana, anche se quei riflessi sono stati in parte controbilanciati dal calo delle quotazioni in dollari delle materie prime.

I differenziali d'interesse rispetto alle attività in yen e in marchi, favorendo l'apprezzamento del dollaro, hanno indebolito la posizione concorrenziale americana; la recessione e i ritardi con cui i mutamenti della competitività dispiegano pienamente i loro effetti hanno finora contenuto il deterioramento delle transazioni correnti con l'estero. Le difficoltà delle imprese nel sostenere la concorrenza internazionale suscitano pressioni protezionistiche negli Stati Uniti; preoccupanti spinte nello stesso senso desta, al di qua e al di là dell'Atlantico, l'avanzo commerciale del Giappone.

L'andamento dei cambi nei mesi recenti, in particolare tra il dollaro e lo yen, è dovuto in larga misura alle conseguenze immediate della diversa combinazione delle politiche seguite: restrittiva, quella monetaria, espansiva, quella fiscale, negli Stati Uniti; l'opposto in Giappone.

A chi non abbia una fiducia assoluta nella capacità degli operatori di assumere in ogni occasione posizioni in cambi a lungo termine scoperte e stabilizzanti, appare opportuno un impegno concertato delle autorità monetarie a intervenire sui mercati. Si preverrebbero movimenti eccessivi e fluttuazioni erratiche dei cambi. Le conseguenze degli interventi sulla creazione di moneta e sui differenziali dei tassi non dovrebbero peraltro essere sistematicamente compensate.

L'esigenza di coordinare le politiche è pressante in un mondo che poggia su delicati equilibri economici e che necessita di profonde modifiche strutturali e quindi di uno sforzo di accumulazione. Una maggiore stabilità dei prezzi negli Stati Uniti tenderà a esplicare effetti positivi sulla propensione a investire, anche in altri paesi. Ma nelle attuali condizioni di incertezza, una ripresa dell'attività produttiva, dell'accumulazione e degli scambi deve essere stimolata dai paesi che hanno ottenuto risultati significativi nell'aggiustamento. Si avvierebbe al loro interno il riassorbimento della disoccupazione, salvaguardando la stabilità dei prezzi con gli incrementi di produttività, e si offrirebbe un sostegno alla domanda nelle economie che, per i ritardi nel loro risanamento, devono mantenere o accentuare gli indirizzi restrittivi.

La stagnazione dell'economia mondiale e le politiche di risparmio dell'energia e di diversificazione delle fonti hanno determinato, nell'ultimo biennio, una contrazione del 15 per cento dei consumi di petrolio nei paesi dell'OCSE. La variazione delle scorte petrolifere da positiva è divenuta negativa. Le importazioni sono cadute di oltre un quarto. Dalla metà del 1981 il mercato del greggio è mutato in favore dei paesi importatori, attenuando temporaneamente i loro problemi di bilancia dei pagamenti e d'inflazione; ma il calo del prezzo sarà controproducente se determinerà incertezze e ritardi nelle iniziative per l'ulteriore riduzione dei consumi di energia e per la diversificazione e l'ampliamento delle fonti di approvvigionamento.

L'eccessivo e repentino aumento del prezzo del petrolio, che è all'origine della stagnazione dell'economia mondiale, si è rivolto contro gli stessi paesi dell'OPEC.

Negli ultimi due anni le loro esportazioni sono scese dal 60 al 45 per cento dei consumi petroliferi del resto del mondo. Il loro avanzo corrente potrebbe ridursi quest'anno a 15 miliardi di dollari dai 110 del 1980. In quei paesi dell'area che hanno larga capacità di espansione della domanda interna emergono disavanzi di parte corrente insostenibili oltre il breve periodo. Ne risulta rallentata la realizzazione dei loro piani di sviluppo.

Alla riduzione degli opposti sbilanci nelle partite correnti dei paesi dell'OPEC e di quelli dell'OCSE si contrappone, anche in prospettiva, la persistenza di elevati fabbisogni di finanziamento esterno dei paesi in via di sviluppo non petroliferi. Pur se è difficile racchiudere sotto una stessa denominazione economie spesso profondamente diverse, la maggior parte di esse ha in comune l'esigenza di accentuare l'accumulazione e la riconversione interna: ma questi obiettivi incontrano difficoltà di finanziamento internazionale.

Indipendentemente da qualsiasi considerazione di equità nella distribuzione delle risorse, le economie industriali non possono non offrire appoggi concreti ai processi di aggiustamento e di crescita equilibrata dei paesi in via di sviluppo, che concorrono in misura non indifferente alla formazione della domanda mondiale. Le loro importazioni rappresentano un quinto della domanda esterna dell'area dell'OCSE e hanno mostrato negli anni recenti tassi di accrescimento sostenuti.

Il primo contributo che i paesi industriali possono dare alla crescita di quelli meno prosperi sta nel sottrarsi e nell'opporvi a tentazioni protezionistiche. Vanno inoltre perseguiti con decisione gli obiettivi di riqualificazione e specializzazione produttiva nei settori particolarmente esposti alla concorrenza dei paesi con più basso costo del lavoro; al fine di prevenire l'insorgere di condizioni di crisi in quei settori, sarà necessario continuare a sorvegliare nelle sedi multilaterali le relazioni di scambio, favorendo l'instaurarsi di forme di commercio orizzontale anche fra i paesi emergenti.

Si dovranno altresì garantire alle istituzioni di Bretton Woods e alle banche regionali di sviluppo le risorse necessarie perché possano mantenere la funzione che loro compete nel processo di finanziamento internazionale. D'altra parte, il flusso di aiuti verso le aree geografiche dove la povertà è perpetuata dalla stagnazione deve essere intensificato, e con esso la cura nel limitare le forme di mera assistenza.

L'aumento dell'onere del debito e il rallentamento delle esportazioni, come conseguenza della recessione mondiale, hanno aggravato, facendola emergere, la crisi di efficienza di alcune economie pianificate. Il problema del rischio nei confronti di queste economie assume spesso dimensioni politiche all'interno dei paesi creditori e nei loro rapporti con quelli debitori.

La gestione di queste relazioni di credito da parte delle banche, delle autorità di vigilanza e dei governi dell'Occidente è resa più difficile dall'incompleta disponibilità di elementi oggettivi di valutazione degli andamenti e delle politiche economiche seguite. L'ingresso di alcuni paesi dell'Est europeo nel Fondo monetario internazionale deve essere visto positivamente, anche sotto l'aspetto di una migliore conoscenza. Le recenti difficoltà dovrebbero confermare nelle banche internazionali il convincimento che la valutazione tecnica della capacità di far fronte al servizio del debito in valuta rappresenta il criterio principale per decidere sui finanziamenti richiesti.

In questo panorama complesso e disarticolato l'Europa non riesce a esprimere una volontà e una capacità concreta di costituirsi in polo omogeneo, con possibilità di iniziativa corrispondenti al suo potenziale. Gli andamenti divergenti delle finanze pubbliche, la divaricazione dei costi, segnatamente di quelli del lavoro, la dispersione dei tassi d'inflazione mostrano che ai proponenti di integrazione economica non corrispondono comportamenti coerenti. La revisione della struttura del bilancio comunitario non riesce ad avanzare, impedita da dispute sterili e dal prevalere di interessi particolari e contingenti.

Alcuni progressi sono stati compiuti, anche per la disciplina esercitata dall'operare del Sistema monetario europeo. Ma gli sforzi per porre in essere un processo di convergenza devono estendersi, nei singoli Stati, sia al bilancio pubblico sia ai costi di produzione. Non possono non manifestarsi tensioni quando le principali economie perseguono obiettivi e utilizzano strumenti per più versi difforni. Sono messi in pericolo il buon funzionamento e l'avanzamento istituzionale dei principali meccanismi economici e monetari della Comunità.

Un'Europa divisa negli andamenti e nelle strategie economiche non può affrontare la sfida implicita nella creazione di un proprio, credibile segno monetario e nell'istituzione, da essa inscindibile, di un vero Fondo monetario europeo, dotato di

potestà e autonomia nella creazione di ECU. In mancanza di nuove iniziative si finisce con l'accettare nei fatti la tendenza verso un crescente ruolo del marco quale moneta di riserva. Ne conseguirebbero difficoltà per il funzionamento del Sistema monetario europeo e oneri per la Germania federale, giudicati elevati dalle stesse autorità monetarie tedesche. Al contrario, l'affermazione dell'ECU come moneta internazionale consentirebbe all'Europa nuovi gradi di libertà e contribuirebbe alla definizione di assetti monetari più stabili.

IL PROFILO CICLICO DELL'ECONOMIA ITALIANA, LA MONETA E IL CAMBIO

Ristagno degli scambi, forte apprezzamento del dollaro, strascichi del rincaro del petrolio hanno configurato una combinazione di andamenti internazionali tra le più ardue che il nostro paese si sia trovato ad affrontare.

Le ripercussioni sull'economia italiana hanno investito la moneta e i conti con l'estero. Il balzo di oltre il 30 per cento dei prezzi all'importazione in lire delle materie prime industriali ha alimentato l'inflazione in misura considerevole. Le ragioni di scambio si sono deteriorate del 10 per cento, incidendo per circa 12.000 miliardi sulla bilancia commerciale. La crescita delle esportazioni di merci, del 9 per cento in quantità, è dipesa solo per circa un terzo da quella della domanda mondiale.

La nostra economia si è iscritta nelle difficili vicende internazionali partendo da condizioni interne preoccupanti: una forte dinamica salariale; un bilancio pubblico in crescente squilibrio quantitativo e qualitativo; un'attività economica, nonostante la stasi ciclica, ancora su livelli elevati rispetto non alla capacità produttiva, ma agli altri paesi industriali. Nel corso dell'anno non sono stati frenati i redditi nominali, non si è avviato il riequilibrio delle pubbliche finanze. Da entrambi i lati hanno continuato a sprigionarsi spinte inflattive e tensioni sui conti con l'estero.

Le retribuzioni lorde per dipendente nell'industria sono salite nella media del 1981 del 22 per cento in termini nominali e del 3 in termini reali. L'evoluzione dei salari si è dimostrata insensibile alla crescente pesantezza della disoccupazione. È stata

sostenuta dalle indicizzazioni e, in minor misura, da aumenti in precedenza pattuiti e dalla contrattazione aziendale.

Sull'opportunità e sui modi di introdurre elementi di razionalità nei meccanismi di indicizzazione si è svolto un dibattito tanto esteso, approfondito, ricco di spunti interessanti quanto sterile negli esiti. Comportamenti conformi delle parti sociali stentano a seguire agli assensi con cui è stata accolta l'indicazione, espressa dal Governo in Parlamento fin dalla scorsa estate, di orientare le trattative salariali all'obiettivo comune di imporre un tetto all'inflazione. In altri paesi, dagli equilibri economici più saldi del nostro, sono stati stretti accordi che prevedono tagli del salario reale. In alcuni casi, come nella Germania federale, i sindacati li hanno accettati nella convinzione che la minore inflazione che ne conseguirà consentirà sicurezza del posto di lavoro e, a non lunga scadenza, ricuperi durevoli di potere d'acquisto.

Hanno trovato conferma i timori che la capacità di spesa del sistema economico venisse alimentata dal disavanzo pubblico in seguito all'operare dei cosiddetti stabilizzatori automatici e all'effetto di provvedimenti discrezionali di bilancio presi nel 1980 e nello stesso 1981, in particolare in materia di prestazioni previdenziali e di remunerazioni dei dipendenti. Non è mai venuto meno il rischio che, sostenuta dalle aspettative, la sequenza perversa tra finanze pubbliche, conti con l'estero, cambio, prezzi, sfuggisse al controllo.

Nel 1981 la spesa pubblica, escluse le poste finanziarie, è passata da 160.000 a 207.000 miliardi e il suo peso sul prodotto interno lordo è aumentato dal 47 al 52 per cento; si è ancora una volta ridotta la quota della spesa in conto capitale. La pressione tributaria è salita dal 35 al 36 per cento del prodotto, soprattutto in seguito a una più rapida crescita del gettito delle imposte dirette.

I disavanzi sono tornati ad ampliarsi. Quello corrente è balzato dal 4 al 7 per cento del prodotto lordo. Si è pagato anche il fatto che nel 1980 le maggiori entrate determinate dall'espansione dell'economia furono utilizzate per accrescere la spesa e non per ridurre il disavanzo. L'indebitamento netto è risultato di 50.000 miliardi, rispetto ai 31.000 del 1980; il rapporto con il prodotto lordo è salito al 13 per cento, dal 9 di un anno prima. È il valore più alto dal dopoguerra; eccede in misura abnorme quello degli altri principali paesi dell'OCSE.

In momenti di più acuta tensione, dapprima in marzo, poi in giugno, il Governo confermava la volontà di contenere il fabbisogno interno nei limiti della previsione di 37.500 miliardi formulata per il 1981. Il fabbisogno, peraltro, si ampliava ulteriormente nella seconda metà dell'anno, nonostante il ricorso a operazioni di tesoreria intese a riassorbire le disponibilità bancarie degli enti di spesa decentrati.

Il quadro internazionale, le condizioni nelle quali l'economia italiana vi si è inserita, l'operare ininterrotto, al suo interno, di fattori di squilibrio hanno richiesto che la politica monetaria mantenesse una linea stabilizzatrice strettamente integrata dalla manovra valutaria.

Il problema della compatibilità tra gli obiettivi perseguiti si è manifestato con maggiore acutezza nella manovra del cambio. Accettare il deprezzamento della lira oltre determinati limiti sarebbe stato pregiudizievole per la lotta all'inflazione. L'indirizzo seguito ha inteso contemperare l'esigenza di favorire il riassorbimento del disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti con quella di costringere le imprese alla ricerca di economie di costo e di incrementi di produttività. Le modificazioni della parità nello SME sono state decise in condizioni in cui, diversamente dal giugno del 1980, la capacità produttiva disponibile poteva consentire di trarne immediato beneficio.

Nella media dell'anno, soprattutto in ragione del deprezzamento rispetto al dollaro, il cambio effettivo della lira è disceso del 13 per cento. Nei confronti dei nove principali paesi concorrenti, la variazione è stata del 9; la posizione competitiva delle merci italiane è migliorata del 3 per cento, compensando parzialmente il deterioramento del 1980.

In corso d'anno, le variazioni del valore esterno della lira sono avvenute soprattutto dopo i riallineamenti in seno allo SME del marzo e dell'ottobre. Peraltro, anche in questi passaggi più delicati e difficili le correzioni di competitività attraverso il cambio sono state tali da non dare per scontato alle imprese il ripristino per questa via dei margini di profitto. Durante i primi cinque mesi del 1982 la lira si è deprezzata del 2 per cento nei confronti delle altre monete comunitarie e del 7,7 rispetto al dollaro.

L'attenzione all'avvicinarsi degli eventi ha consentito di coordinare, nelle diverse fasi, la politica monetaria e quella valutaria, di graduare la pressione degli

strumenti, di rappresentare la realtà della condizione economica del paese nelle sedi istituzionalmente previste. La sequenza dei fatti ha confermato l'analisi secondo cui si erano aperti squilibri fondamentali, che solo politiche economiche incisive e articolate possono risolvere al di là di miglioramenti precari.

Le condizioni per un allentamento delle restrizioni monetarie e creditizie non si sono realizzate sia per la persistenza delle difficoltà esterne sia per l'insufficienza dei provvedimenti di natura non monetaria. A più riprese, si è dovuto prendere atto della necessità di pronte contromisure di contenimento della liquidità e delle pressioni sui cambi e sui prezzi, nella consapevolezza che il non intervenire a tempo avrebbe precipitato il Paese in una crisi valutaria e inflazionistica.

Nel gennaio del 1981 si è agito sulla costringibilità del massimale sugli impieghi bancari, nel marzo sulla ragione dello sconto e sulla riserva obbligatoria. In occasione del riallineamento di marzo, ancora una volta il disegno di un'azione di politica economica, incentrato su una pluralità di interventi, si è di fatto ridotto all'impiego degli strumenti monetari e valutari per la mancata o parziale approvazione parlamentare di alcuni provvedimenti di taglio del disavanzo.

Nel maggio, sia la politica creditizia sia quella valutaria hanno dovuto affidarsi di nuovo a uno strumento amministrativo, il deposito sui pagamenti verso l'estero. La prontezza dell'effetto sulle dilazioni di tali pagamenti, sulla liquidità e quindi sulla propensione delle imprese a importare ha fatto premio, nella scelta, su controindicazioni di natura allocativa. L'obbligo veniva prorogato, in forma attenuata, in settembre per essere abolito nel febbraio scorso, in anticipo per ridurre le ripercussioni delle aspettative connesse con l'approssimarsi di un termine di scadenza certo.

La difficoltà di procedere sulla via di un controllo concertato dei redditi e del riequilibrio del bilancio pubblico induceva, in dicembre, a rinnovare ancora una volta il vincolo sui prestiti bancari, confermandone le modalità di stretto rigore. Nello scorso aprile, al manifestarsi di nuove tensioni sui mercati dei cambi, sono state assunte misure valutarie volte ad anticipare gli introiti da esportazioni e a contenere gli eccessi di domanda di valuta; è stata altresì inasprita la penalizzazione delle inosservanze del massimale sugli impieghi bancari. Nelle ultime settimane sul nostro mercato delle valute l'attività si è fatta normale.

Nell'intero periodo esaminato la crescita rapida e irregolare del disavanzo pubblico ha richiesto alla Banca d'Italia un'azione intesa a riassorbire e a ridistribuire una liquidità bancaria tendenzialmente in eccesso. L'impegno si è intensificato allorché maggiori sono apparsi i rischi che le disponibilità liquide minassero l'equilibrio esterno della lira. A questi fini si sono rivelate di grande utilità le operazioni temporanee in titoli sul mercato secondario, introdotte alla fine del 1979.

Nonostante il ristagno produttivo e l'attenuarsi dell'inflazione, la domanda di credito è stata sostenuta dal più intenso ricorso del settore pubblico all'indebitamento e dal persistere di un tasso di accumulazione relativamente elevato in presenza di diminuiti margini di profitto e di autofinanziamento delle imprese.

L'offerta di credito è stata frenata dal vincolo sugli impieghi; è stata frenata altresì da un'espansione della base monetaria contenuta, nel 1981, entro il 12 per cento. La difficoltà di finanziarsi presso le banche ha determinato un largo ricorso degli operatori agli istituti di credito speciale e ai mercati dei capitali, interni e internazionali. La sostituzione delle fonti di credito è avvenuta solo in parte, a costi crescenti.

Il deposito infruttifero sui pagamenti all'estero ha costretto le imprese a esprimere una maggiore domanda di fondi, per tale via operando in senso restrittivo in un momento in cui era particolarmente urgente raffreddare le aspettative, contenere la domanda di scorte, attenuare le pressioni sul cambio.

Il credito totale interno è aumentato di 73.000 miliardi, rispetto ai 63.000 del 1980 e ai 64.500 preventivati all'inizio dell'anno. La maggior crescita è dovuta per intero al fabbisogno statale, che ha superato di 9.000 miliardi l'ammontare previsto e di 11.000 quello del 1980. Il credito all'economia è stato inferiore di 1.000 miliardi rispetto al 1980 e in linea con le previsioni. Anche qualora si tenga conto dei finanziamenti del settore pubblico alle imprese, la quota del credito totale utilizzata dall'economia è scesa al 45 per cento, 11 punti in meno dell'anno precedente; per la prima volta essa è stata inferiore alla metà dei finanziamenti complessivi.

L'andamento in corso d'anno dei tassi d'interesse ha riflesso la relativa scarsità di credito. Il costo dei prestiti bancari è salito di 2 punti, movendo da livelli già elevati; i dati più recenti segnalano tassi per la clientela primaria ancora dell'ordine del 22 per

cento; presso gli istituti di credito mobiliare i costi dei mutui sono saliti di circa 3 punti; lo stesso accesso ai mercati internazionali si è rivelato non poco oneroso. La crescita dei tassi è stata particolarmente rapida per i titoli a medio e a lungo termine, i cui rendimenti sono saliti di 5 punti.

L'ascesa dei saggi nominali d'interesse ha coinciso con tassi d'inflazione dapprima costanti, poi, dall'estate, gradualmente cedenti. I saggi reali d'interesse hanno manifestato una tendenza crescente, in particolare dopo la prima metà dell'anno.

La restrizione creditizia è stata decisiva, insieme con la manovra del cambio, per il contenimento dello squilibrio esterno; essa ha inoltre consentito, con il miglioramento nello scorcio dell'anno di alcuni fattori internazionali, di segnare qualche successo nella lotta all'inflazione.

Nonostante la spinta di un conto per importazioni di petrolio greggio aumentato in un anno di 8.000 miliardi e il peggioramento generale delle ragioni di scambio, il disavanzo commerciale è diminuito di 1.200 miliardi. Il passivo delle partite correnti è salito da 8.300 a 9.200 miliardi soprattutto per i maggiori oneri del servizio del debito estero, che alla fine del 1981 ha raggiunto i 48 miliardi di dollari. A quella data, tenendo conto delle attività finanziarie, la posizione del Paese verso l'estero risultava debitoria per 13 miliardi, a fronte dei quali stavano riserve auree equivalenti a 29 miliardi di dollari.

Il disavanzo delle partite correnti ha presentato una sensibile flessione in corso d'anno, scendendo da oltre 3.000 miliardi di lire nel primo trimestre a meno di 1.000 nel quarto. Quest'ultimo risultato, e le informazioni relative ai mesi più recenti lo confermano, sovrastima l'aggiustamento, riflettendo gli effetti, in certa misura reversibili, di provvedimenti specifici e di fattori occasionali. Le imprese italiane hanno in parte riconquistato la quota di commercio mondiale perduta nel 1980. Ma il ricupero è avvenuto nell'area del dollaro e soprattutto nei mercati dell'OPEC, insicuri perché legati alle vicissitudini degli avanzzi petroliferi; persistono difficoltà di affermazione nei mercati europei.

La crescita dei prezzi al consumo a distanza di dodici mesi è scesa dal 21,5 per cento nel quarto trimestre del 1980 al 18,3 nel quarto trimestre del 1981, al 17,0 nel

primo del 1982, al 16 nell'aprile. Si è smorzata la componente ciclica dell'inflazione, significativa nel 1980. Le stesse aspettative inflazionistiche si sono attenuate. Esse permangono, tuttavia, elevate. Sul fronte dei prezzi all'ingrosso dei manufatti il miglioramento è dovuto soprattutto a una compressione dei margini di profitto, avvenuta in presenza di una crescita dei costi unitari di produzione di 3 punti superiore a quella del 1980.

Il prodotto interno lordo e la produzione industriale hanno presentato nella media del 1981 flessioni lievi e inferiori a quelle avvenute nei principali paesi industriali; nel corso dell'anno il profilo dell'attività economica è stato sostanzialmente piatto. La propensione al risparmio ha trovato un presidio in rendimenti reali crescenti delle attività finanziarie; la sua tendenza a diminuire si è arrestata. Nella composizione della domanda, la positiva variazione del saldo commerciale con l'estero ha riflesso la moderazione dell'investimento in scorte, in particolare di materie prime e di semilavorati.

I costi maggiori hanno colpito il mercato del lavoro. Nel quarto trimestre il tasso di disoccupazione, corretto per i dipendenti in Cassa integrazione guadagni, ha sfiorato l'11 per cento, rispetto al 9 dell'ultimo trimestre del 1980. È una punta elevatissima nell'esperienza del nostro paese, anche se non nel confronto con altre economie industriali. L'aumento della disoccupazione è dovuto in gran parte a fattori demografici e sociali che accrescono le forze di lavoro. Ma si è avuta in corso d'anno una riduzione dell'occupazione industriale di 120.000 unità, la più forte dall'inizio degli anni settanta.

Gli andamenti nei primi mesi del 1982 e le previsioni a breve scadenza che possono ragionevolmente avanzarsi confermano che per il miglioramento duraturo della situazione economica del Paese occorrono comportamenti più rigorosi.

Non ingannino alcuni progressi fatti. Pur essendo l'economia nella fase bassa del ciclo, il tasso d'inflazione è molto elevato; ulteriori riduzioni cozzeranno contro la pietra dura delle cause strutturali dell'inflazione. Il disavanzo commerciale, sia pure per il concorso di fattori occasionali, si è di nuovo ampliato e ha ecceduto quello del primo trimestre dell'anno precedente. Il fabbisogno statale nei primi cinque mesi dell'anno può valutarsi, in via preconsuntiva, in 27.000 miliardi, a fronte dei 20.000 nello stesso periodo del 1981. Nella seconda metà dell'anno l'usuale aumento delle esigenze di

finanziamento sarà aggravato da fattori di dilatazione delle spese e di rallentamento delle entrate, in parte riferibili a recenti decisioni. Il fabbisogno che di mese in mese si sta formando non è in linea con la politica economica annunciata, nonostante che con la legge finanziaria sia stata esercitata un'azione di contenimento: ciò rende inattuali, come già è accaduto lo scorso anno, gli obiettivi quantitativi a suo tempo indicati per lo sviluppo del credito totale interno e fondati su un fabbisogno del settore pubblico di 50.000 miliardi.

La politica monetaria e quella del cambio sono riuscite a tenere l'economia lungo un crinale sottile. Il sistema produttivo è in grado di inserirsi in una ripresa dell'economia mondiale; le premesse per affermarsi sui mercati internazionali sono state poste con l'accumulazione di capitale effettuata nell'ultimo triennio. Uno scatto dei costi del lavoro vanificherebbe l'apporto che i maggiori investimenti hanno recato al rafforzamento della posizione competitiva e impedirebbe di trarne beneficio in termini di occupazione.

Il riequilibrio della bilancia dei pagamenti potrà essere raggiunto se si riuscirà a trarre vantaggio dall'espansione della domanda mondiale, prevista per il prossimo autunno. Se prima di allora la domanda interna venisse rilanciata dalle spese di consumo, alimentate dal disavanzo pubblico e dalla dinamica salariale, verrebbe compromesso il cammino percorso nell'aggiustamento esterno e si riaccelererebbe il moto inflazionistico.

La condizione dell'economia italiana richiede che, introducendo rigore nella politica di bilancio e moderando i redditi, si segua il profilo ciclico dei principali paesi industriali. Il rischio che la stasi dell'economia mondiale perduri oltre il previsto non attenua, anzi rende più urgente, l'impegno ad attuare tali indirizzi.

LE DIFFICOLTÀ DELL'ECONOMIA OLTRE LA CONGIUNTURA

In un anno difficile, le imprese italiane hanno dato ancora una volta prova di vitalità, effettuando investimenti in capitale fisso e rinvenendo sbocchi nuovi all'estero per le loro produzioni. La ricerca attiva di risposte alla crisi dell'ultimo decennio si è

estesa dalle piccole aziende e dalla cosiddetta economia sommersa alle imprese medie e grandi, soprattutto private. L'esigenza di analoghi orientamenti sta emergendo anche nel sistema delle partecipazioni statali; i programmi di ristrutturazione formulati si propongono l'adattamento alle situazioni del mercato e il ricupero dei corretti equilibri gestionali.

Tuttavia, nell'utilizzo delle tre essenziali risorse produttive, capitale, energia, lavoro, i progressi compiuti sono insufficienti e diseguali. L'economia soffre ancora per i nodi strutturali che la stringono, sui quali ci siamo soffermati nelle Relazioni degli ultimi anni.

In rapporto al prodotto interno lordo, gli investimenti fissi valutati a prezzi costanti erano caduti, quasi senza soluzione di continuità, dal 24,4 per cento del 1970 al 18,9 del 1978. Con la ripresa successiva il rapporto si è risollevato al 20,1 per cento nel 1980. Nel 1981 il tasso di accumulazione è rimasto invariato, mentre nella generalità dei paesi industriali ha subito cedimenti. La reazione delle imprese alla stretta creditizia, anche per i modi con cui questa ha operato, è stata principalmente di ridurre le scorte. L'ammortamento dei processi produttivi è proseguito attraverso ammortamenti accelerati; ha continuato ad ampliarsi la dotazione di capitale per addetto, secondo una caratteristica di lungo periodo delle economie industriali. Il maggior peso assunto dagli acquisti di macchinari e attrezzature sugli investimenti fissi è indice indiretto di una spinta a razionalizzare, e non anche a espandere, la base produttiva. Un riflesso e un'ulteriore conferma si rinvencono nell'andamento della produttività oraria; in un anno di recessione essa è cresciuta nell'industria del 3 per cento, anche in seguito a una maggiore flessibilità del lavoro.

Il fenomeno attesta l'impegno delle imprese ad adeguarsi a una struttura dei prezzi e dei costi profondamente mutata nel corso degli anni settanta. La vitalità delle aziende e con essa le loro prospettive di sviluppo sono la prima garanzia per l'occupazione. Nelle presenti condizioni, la moderazione salariale è necessaria per assicurare quella vitalità, per evitare che vengano effettuati investimenti al solo scopo di risparmiare lavoro, per consentire che tornino a prevalere gli investimenti di ampliamento.

Indicazioni qualitative sulle caratteristiche dell'evoluzione del nostro apparato industriale provengono anche dall'esame del commercio con l'estero. Nello scambio di manufatti la crescita del volume delle esportazioni ha concorso in misura notevole a produrre un avanzo di entità più che doppia rispetto al 1980. Esso è concentrato nei comparti tessile, dell'abbigliamento e meccanico. Contributi positivi sono derivati dall'industria del legno e del mobilio, delle pelli e del cuoio, dei mezzi di trasporto, da alcuni rami della metallurgia. Molte imprese che operano su questi mercati hanno mostrato di saper innovare le tecniche e migliorare la loro organizzazione. Solo attraverso la maggiore qualificazione dei prodotti e dei processi produttivi e il contenimento dei costi è possibile far fronte su tali mercati agli effetti del ristagno della domanda mondiale e alla crescente concorrenza dei nuovi paesi industriali.

Preoccupa però che si siano accentuati i caratteri strutturali del nostro commercio con l'estero secondo un modello di specializzazione nei beni cosiddetti tradizionali. La quota dei prodotti tecnologicamente avanzati sulle esportazioni è rimasta sui valori di dieci anni fa; lo scarto rispetto ai principali paesi industriali si è ampliato.

Dalla prima crisi petrolifera la bilancia energetica ha accusato disavanzi drammaticamente crescenti: 1.600 miliardi nel 1973, 8.000 nel 1977, 20.000 nel 1980, quasi 30.000 lo scorso anno, salendo dal 2 all'8 per cento del prodotto interno lordo. Nel complesso dei paesi aderenti all'Agenzia internazionale dell'energia, dal 1979 sono stati ottenuti risultati significativi su tre fronti: crescita della produzione interna, contenimento del rapporto tra energia e reddito, riduzione della quota del petrolio sul fabbisogno energetico complessivo. Al primo movimento l'Italia non ha partecipato, mentre nei paesi dell'AIE la produzione di energia è cresciuta, tra il 1978 e il 1980, dell'8 per cento, permettendo di ridurre dal 33 al 28 per cento una quota importata già notevolmente inferiore a quella italiana, che eccede l'80 per cento. L'elasticità rispetto al reddito del fabbisogno energetico e l'importanza relativa del petrolio sono diminuite anche nel nostro paese, i cui squilibri iniziali tuttavia erano ben più accentuati. I risparmi energetici sono derivati dal ridimensionamento delle industrie con alto utilizzo di energia e da modifiche della combinazione dei fattori produttivi.

Nell'ultimo triennio la maggior parte delle economie industriali, inclusa quella italiana, ha adeguato all'aumento del costo del greggio i prezzi interni dei prodotti energetici in misura più ampia rispetto a quanto avvenuto dopo la precedente crisi. La diminuzione del consumo di energia per unità di prodotto in Italia è stata tuttavia la metà di quella conseguita negli altri paesi dell'AIE, i quali peraltro muovevano da livelli di consumo più elevati. Data la situazione di maggiore dipendenza dal petrolio e dalle altre fonti d'importazione, sarebbero stati necessari interventi più incisivi e di più ampio respiro. Sulla consapevolezza di questo ritardo si fonda il recente Piano energetico nazionale per gli anni ottanta. Ora è essenziale realizzarlo.

Oltre che sui conti con l'estero la debolezza della struttura produttiva si riflette sui prezzi e sull'occupazione soprattutto allorché il sistema economico è sottoposto a traumi di origine esterna o interna. Questi, più che l'eccezione, sono stati la regola nell'ultimo decennio, con il susseguirsi e talvolta l'accavallarsi delle vicende legate ai corsi dei cambi e dei prodotti primari, nei mercati internazionali, alla dinamica dei salari e delle finanze pubbliche, all'interno. Si determinano movimenti dei prezzi relativi, influenzati dalla diversa incidenza settoriale dei costi e dal diverso potere di mercato delle imprese. Le asimmetrie e le rigidità presenti nei mercati sospingono l'inflazione e acquiscono gli scompensi nel tessuto produttivo anche tra unità appartenenti a un medesimo ramo o localizzate nella stessa regione.

Tra le aziende manifatturiere i cui bilanci sono oggetto di rilevazione da parte della Banca d'Italia, gli indici della profittabilità lorda e dell'indebitamento presentano attorno ai livelli medi una dispersione notevolmente elevata e, dal 1974, in continua crescita. La percentuale delle imprese finanziariamente fragili raggiunge valori molto alti in alcuni rami; fra di essi non mancano quelli caratterizzati, per le interdipendenze interne al sistema, da una capacità di influire sensibilmente sulla produzione e sull'occupazione nel resto dell'economia.

Questi nodi non possono sciogliersi che attraverso un processo di riallocazione delle risorse che interessi insieme la composizione della domanda e della produzione, la dimensione delle aziende di ciascun settore, la combinazione dei fattori produttivi all'interno dell'impresa.

Misure di allocazione settoriale delle risorse non competono alla banca centrale, anche se essa non può ignorare l'articolazione interna del sistema produttivo. In un'economia mista lo svolgersi del processo di ristrutturazione è alimentato dall'operare congiunto di meccanismi autonomi, prevalentemente imperniati sul mercato, e di interventi di politica industriale e istituzionale sui quali l'attenzione è stata più volte richiamata. Gli uni e gli altri possono tuttavia dispiegare i loro effetti solo se si realizzano alcuni presupposti più generali della mobilità delle risorse.

L'esigenza di mobilità del lavoro ha trovato sfogo in un ricorso alla Cassa integrazione guadagni che ha travalicato le originarie funzioni dell'istituto. Dalla metà degli anni settanta l'insieme delle ore concesse dalla Cassa ha seguito una curva di crescita esponenziale. La tendenza è essenzialmente imputabile agli interventi straordinari, aumentati di sei volte tra il 1975 e il 1981 in termini di ore; quelli ordinari hanno correttamente operato da stabilizzatore ciclico, alleggerendo le imprese di larga parte del costo della manodopera temporaneamente eccedentaria, senza privarle delle capacità professionali necessarie al momento della ripresa produttiva.

Gli interventi straordinari hanno del pari ridischiato alle imprese margini di flessibilità, erosi su altri fronti delle relazioni industriali, e hanno sostenuto i redditi degli operai e degli impiegati. Nondimeno, si sono rafforzati i dubbi sulla rispondenza degli interventi straordinari della Cassa al loro scopo istituzionale, che è anche quello di assecondare la mobilità del lavoro verso altri settori e imprese, cogliendo le tendenze del sistema produttivo, orientate da opportune politiche industriali. Gli interventi si sono troppo spesso configurati come meri trasferimenti di reddito, scadendo in sussidio permanente di disoccupazione nascosta, inducendo al lavoro sommerso, minando l'equità distributiva tra lavoratori dipendenti, frenando, in ultima analisi, la mobilità. Questi inconvenienti sono riconducibili a carenze dell'istituto, oltre che ai ritardi con cui emergono e si attuano gli indirizzi di politica industriale.

Assenza di limiti temporali all'indennità, scarso controllo di merito sulla sua concessione, meccanismi di finanziamento che non pongono remore a utilizzi anomali da parte delle imprese: sono, questi, gli aspetti che richiedono correttivi, non meno urgenti della riforma di altri istituti che regolano il mercato del lavoro.

Inoltre è doveroso, anche nella formazione culturale, contrastare la tendenza verso atteggiamenti di rifiuto di alcune occupazioni, dipendenti e autonome; iniziative già promosse per l'orientamento professionale meriterebbero una sollecita approvazione.

L'edilizia abitativa costituisce un altro problema centrale nell'allocazione delle risorse. La mobilità del lavoro non è praticamente realizzabile se alla naturale resistenza al trasferimento si aggiunge la difficoltà di trovare un nuovo alloggio. Nel tempo si sono ingigantiti tre fenomeni preoccupanti: la scarsità di abitazioni nei grandi centri, accompagnata dalla diffusione della seconda casa, l'eccezionale aumento dei prezzi degli immobili, il venir meno di un vero mercato dell'affitto. I proprietari sono dissuasi dalla locazione da un sistema normativo che, nonostante il superamento del blocco dei contratti conseguente alla legge dell'equo canone, tende a ricreare preesistenti situazioni di indisponibilità degli immobili.

Il problema della casa va affrontato sia favorendo l'offerta di nuove abitazioni, carente soprattutto negli affitti, sia promuovendo un più efficiente utilizzo del patrimonio edilizio esistente. Al proprietario va garantita la certezza della disponibilità dell'alloggio allo scadere del contratto; il sistema tributario deve essere reso più coerente con l'esigenza di agevolare i trasferimenti di proprietà, lungo la linea di recenti provvedimenti fiscali; l'intervento pubblico deve proporsi lo snellimento delle procedure amministrative e il contenimento dei costi di costruzione.

Non è limitata al settore della casa la precarietà dei criteri di riferimento delle decisioni economiche. Essa nasce dai profondi mutamenti intervenuti negli ultimi anni nei prezzi dei prodotti e dei fattori, nei cambi, nei tassi d'interesse, e più in generale nel contesto economico istituzionale. L'operatore è costretto a decidere in un quadro di maggiore indeterminatezza, che si esprime anche in alcune tendenze dell'ordinamento verso una legislazione che, sotto l'urgenza di provvedere, non tiene pieno conto dei collegamenti sistematici, risultando talora non chiara nelle regole e non univoca negli obiettivi. Si è fatto di conseguenza più difficile il compito di interpretarla e di applicarla.

La somma dei fattori di incertezza comporta per il sistema economico e sociale oneri aggiuntivi per le attività, in senso lato assicurative, necessarie a farvi fronte.

Inevitabilmente, nelle scelte diviene maggiore la possibilità di errore, si restringe l'orizzonte temporale, si fa più frequente la revisione delle iniziative prese. Quanto più cresce l'incertezza tanto più risultano frenate le decisioni di produzione e di investimento.

PER UNA MONETA STABILE

Il ricupero del bilancio pubblico come strumento di politica economica sta al vertice principale del triangolo che figuratamente racchiude gli elementi necessari a riconquistare una buona moneta, agli altri due trovandosi la coerenza dei comportamenti che regolano la dinamica dei redditi e l'autonomia della creazione di moneta dai centri di spesa.

Negli anni settanta l'aumento delle uscite della pubblica amministrazione è stato rapido e tumultuoso. Nel 1981, in rapporto al prodotto interno lordo, esse hanno per la prima volta superato quelle dei principali paesi europei, mentre le entrate sono rimaste sensibilmente inferiori.

Si sostiene, giustamente, che nel valutare la pressione fiscale non si può non tener conto del più basso livello del reddito pro capite dell'Italia. Ma lo stesso ragionamento dovrebbe in prima istanza essere addotto per contenere le spese, fin quando quel livello non si sarà sufficientemente elevato.

Se i disavanzi avessero per origine uno sforzo di accumulazione volto ad ampliare e a rafforzare la struttura produttiva, e quindi a generare reddito nell'avvenire, si potrebbe ritenere che siano destinati a chiudersi nel tempo. Ma essi per oltre la metà sono rappresentati dal divario tra incassi e pagamenti correnti; gli altri grandi paesi industriali hanno chiuso il 1981 con un avanzo corrente.

Gli stretti legami tra la politica monetaria, il fabbisogno pubblico e le sue forme di copertura, che di recente la dottrina ha riesaminato e approfondito, sono in fondo riconducibili a un principio elementare: per nessuna unità economica le spese correnti possono a lungo eccedere le entrate. Il vincolo del bilancio impone l'aggiustamento all'individuo e all'impresa; alla pubblica amministrazione la capacità primaria di credito

consente di rinviarlo, non di eluderlo indefinitamente. Il tentativo di eluderlo non può che inasprire l'imposta perversa dell'inflazione.

Occorre dunque tornare al rispetto di principi che pongano limiti diretti e invalicabili al sistematico assorbimento di risparmio da parte del settore pubblico.

Il vincolo del pareggio del bilancio corrente attiverrebbe meccanismi di controllo della qualità e della quantità delle spese, costringendo a operare un diretto raffronto tra i benefici e i costi delle prestazioni richieste alla pubblica amministrazione. Si eviterebbe, altresì, il rinvio di vere soluzioni ai problemi di fondo dell'economia, che spesso è favorito dal poterne far ricadere gli oneri sul settore pubblico.

Per dare inizio al cammino verso il pareggio è necessario realizzare un più stretto collegamento tra il bilancio annuale e quello pluriennale; quest'ultimo dovrà essere il frutto di una valutazione delle entrate e delle spese attenta e coerente con l'evoluzione prevista dell'economia. La prima norma da introdurre, nello spirito dell'articolo 81 della Costituzione, è l'obbligo di un'integrale copertura tributaria, sia per l'esercizio in corso sia per quelli successivi, di ogni spesa corrente decisa in aggiunta a quelle già considerate nel bilancio pluriennale.

Non va certo affidato al gioco automatico dell'inflazione e del drenaggio fiscale il compito di accrescere la pressione tributaria, ma non si può pensare di neutralizzare la progressività delle imposte e di trascurare al tempo stesso le dimensioni globali del problema. Non si tratta solo di intensificare risolutamente la lotta all'evasione, ma di restituire all'area impositiva settori che hanno finito con l'esserle sottratti.

Squilibri gravi si annidano nel sistema previdenziale e in quello sanitario. In assenza di decisi interventi essi determineranno nel volgere di pochi anni una pressione insostenibile sulle risorse, soprattutto per l'invecchiamento della popolazione e il pieno dispiegarsi degli automatismi introdotti anche di recente. Nel settore sanitario, con l'attuazione del decentramento si sta perdendo il controllo dei flussi di spesa; non vi è chiarezza nella determinazione dei limiti posti agli organi locali; gli sconfinamenti finanziari che si accumulano finiscono con il riversarsi al centro, dove le possibilità di intervento sono ridotte.

Non si conseguiranno risultati significativi se non si abbandonerà la pretesa secondo cui lo Stato debba e possa farsi carico di ogni bisogno del cittadino. Sono indispensabili riforme che non si limitino alla correzione delle attuali incongruenze. Esse dovranno avere per fondamento la distinzione tra prestazioni essenziali, a carico della collettività, e forme integrative, a carattere assicurativo e volontario, i cui oneri vanno coperti con risparmio privato, come avviene in quasi tutti i paesi della CEE.

Nonostante l'entità delle spese, l'Italia continua a soffrire di servizi pubblici insoddisfacenti o addirittura carenti. La soluzione non sta nell'espandere senza limite il numero degli addetti, ma nella ricerca di efficienza e nella riqualificazione dei servizi.

Senza erigere a vincolo assoluto la copertura con le tariffe delle spese d'esercizio delle imprese di pubblica utilità, il vaglio dei casi in cui è nell'interesse generale consentire l'uso di determinati servizi a prezzi inferiori ai costi dovrà essere severo; le sovvenzioni, da iscrivere tra le spese correnti, dovranno essere chiaramente individuate, definite negli importi, collegate alle prestazioni fornite e non risultare dalla semplice copertura a posteriori di qualsiasi disavanzo. I finanziamenti concessi alle imprese a partecipazione statale, attualmente compresi nel conto capitale, solo in parte si riferiscono a veri investimenti: in parte ripianano perdite della gestione corrente. Anche qui occorrerà fare chiarezza nei conti.

La voce della spesa pubblica che ha mostrato negli ultimi anni la dinamica più accentuata è costituita dagli interessi sul debito. Nel 1981 essi sono ammontati a 30.000 miliardi, triplicandosi in quattro anni. L'espansione è dipesa sia dalla lievitazione dei tassi sia dalla crescita del debito, che alla fine dell'anno ascendeva a 275.000 miliardi.

V'è chi sostiene che l'aggiustamento dovrebbe cominciare proprio con interventi volti a ridurre i pagamenti per interessi, proponendo alcuni di allentare la restrizione monetaria, altri di introdurre forme di indicizzazione reale dell'indebitamento pubblico che concentrerebbero l'onere del servizio alla data di scadenza dei titoli.

Alla prima proposta rispondono le considerazioni appena svolte sulla congiuntura interna e internazionale e sui motivi che costringono a mantenere un orientamento di rigore monetario. Non si deve confondere tra cause primarie e secondarie del disavanzo e dell'inflazione, o addirittura tra cause ed effetti. I tassi

d'interesse reali positivi frenano la domanda interna e favoriscono l'accumulazione di attività finanziarie. Certo sono essi stessi elementi di costo e il loro aumento ha conseguenze indesiderate sull'inflazione; ma questi effetti sono di gran lunga inferiori a quelli di segno opposto derivanti dal controllo della domanda e dal sostegno del cambio. Né si può ignorare che tassi reali negativi sono un sussidio al debitore e una spoliatura del creditore.

Rimaniamo anche contrari all'indicizzazione del debito pubblico ai prezzi, pur condividendone l'obiettivo di equità verso i risparmiatori. Ma l'equità deve essere garantita ponendo fine alla distruzione di risparmio, non promettendo frutti che mai matureranno sulla pianta secca di un cronico disavanzo corrente.

Gli obiettivi di ridurre l'incertezza non solo del creditore ma dello stesso debitore e di favorire il finanziamento con scadenza medio-lunga possono essere perseguiti senza ampliare l'area delle indicizzazioni. I finanziamenti a tasso variabile, che la Banca ha promosso e gli operatori perfezionato con tecniche innovative, hanno consentito di mantenere aperti i canali di raccolta oltre il breve termine del Tesoro e dell'economia anche nella recente difficile congiuntura.

Al di là degli oneri per interessi, destinati a ridursi al progredire del riequilibrio nell'economia, altri ben individuati fattori, operanti soprattutto nel sistema previdenziale e in quello sanitario, stanno sgretolando la struttura del bilancio. È urgente disattivare questi meccanismi dirompenti. Ne trarrà decisivo sostegno la lotta all'inflazione sia direttamente sia per l'impatto che l'avvio di un risanamento credibile delle finanze pubbliche avrà di per sé sulle aspettative e sugli stessi tassi d'interesse. Sono misure che si impongono anche per contrastare gli effetti di ampliamento del disavanzo dovuti ai tempi diversi di reazione delle spese e delle entrate al recedere dell'inflazione.

Sarebbe grave errore muovere verso l'indicizzazione del debito pubblico ai prezzi senza aver eliminato gli scompensi di fondo del bilancio. Si aggraverebbero per le generazioni future i costi dell'uso presente di risorse e si attenuerebbero gli stimoli al riequilibrio acuendo le difficoltà complessive.

Sappiamo bene che un'economia già largamente indicizzata, e nella quale l'inflazione a due cifre imperversa da un decennio, vive in uno stato di contraddizione, e che introdurre nuove clausole del genere può apparire come un atto di razionalità. Ma ci rifiutiamo all'idea che ancora una volta, per cercare di uscire dalla contraddizione, venga data al sistema una spinta verso quel vero abbandono della moneta che è l'indicizzazione generalizzata, anziché porre mano a una seria riforma delle pubbliche finanze e procedere alla riduzione delle indicizzazioni esistenti.

In questa direzione stanno procedendo altri paesi europei, nei quali operano meccanismi di adeguamento automatico dei salari, al fine di riportare la contrattazione collettiva a essere strumento di governo dell'evoluzione dei redditi. È questo il secondo vertice del triangolo che conduce al ricupero dell'equilibrio monetario.

V'è crescente coscienza del fatto che una dinamica del costo del lavoro superiore a quella della produttività non può che portare alla coesistenza del ristagno con l'inflazione. Le parti sociali devono darsi carico di una nuova politica delle contrattazioni collettive e di una revisione di meccanismi resi obsoleti da mutate condizioni obiettive. Il presidio del salario reale va ricercato nel rispetto delle regole che conducono a una buona moneta, e non in comportamenti che determinano una spirale tra prezzi e salari.

L'operare dei meccanismi di scala mobile finisce col nuocere a tutti: a chi preme sul mercato del lavoro, che subisce l'incapacità del sistema di favorire gli investimenti di ampliamento del potenziale produttivo; a chi è occupato, che paga il tentativo di difesa del reddito reale con crescenti incertezze sul mantenimento del posto di lavoro; alle organizzazioni dei lavoratori, schiacciate nelle loro rivendicazioni dalla parte automatica degli aumenti e sotto il contraccolpo di scelte che allontanano la prospettiva di maggiore occupazione.

Il triangolo in cui si iscrive il ritorno alla stabilità monetaria si chiude restituendo alla banca centrale piena autonomia nella creazione di moneta. V'è chi crede che l'esercizio di questa autonomia in senso inflessibilmente restrittivo sia condizione sufficiente per assicurare l'equilibrio e per contenere gli stessi disavanzi pubblici. La tesi, se poteva esser vera in presenza di mercati atomistici e di un'amministrazione pubblica con peso e funzioni assai più limitati di quelli attuali, non

è vera oggi. Non c'è una mano invisibile che operi un rapido e duraturo riequilibrio della dinamica salariale e del disavanzo pubblico in risposta al controllo della moneta.

Una rigorosa politica del credito fa emergere le contraddizioni tra domanda monetaria e crescita reale e tra fabbisogno pubblico e capacità di risparmio. È dunque di fondamentale importanza, in particolare allorché i disavanzi pubblici sono ampi e crescenti, che la banca centrale possa esercitare una piena responsabilità nel governo dei flussi monetari e finanziari.

Un importante progresso è stato compiuto con l'abbandono della pratica secondo la quale l'istituto di emissione fungeva da acquirente residuale dei BOT offerti alle aste. Pur non risolvendo di per sé i problemi di fondo, il cosiddetto divorzio tra il Tesoro e la Banca d'Italia, che sarà perfezionato con l'introduzione delle aste competitive, meglio consente il rispetto del principio di rilevanza costituzionale che pone precisi limiti al diretto finanziamento monetario del disavanzo pubblico.

L'autonomia delle decisioni riguardanti il controllo monetario da quelle attinenti alla gestione del debito pubblico non deve essere intesa come rigida separazione nello svolgimento delle rispettive funzioni. La composizione per scadenze e per caratteristiche di rendimento delle attività finanziarie influenza il comportamento degli operatori agendo sulla spesa e sui movimenti dei capitali con l'estero.

Il riscontro reciproco della politica monetaria e della gestione del debito è necessario al perseguimento della combinazione migliore tra finalità del governo della moneta, da un lato, e minimizzazione del costo e allungamento della scadenza del debito pubblico, dall'altro. A questi criteri, nella distinzione dei compiti, Tesoro e Banca d'Italia hanno continuato a improntare la loro azione anche dopo che è cessato l'impegno da parte di quest'ultima di assorbire alle aste i BOT non collocati sul mercato.

Nondimeno, quando le spinte destabilizzanti del disavanzo pubblico si manifestino con particolare forza, nelle scelte della banca centrale l'obiettivo del controllo monetario non può non prevalere su quello della composizione del debito pubblico secondo la scadenza. Esso è elemento prioritario per contenere l'inflazione;

d'altra parte, solo arrestando il degrado monetario si può ottenere un durevole ritorno dei privati sui titoli a lunga e ottemperare al dettato della tutela del risparmio.

LE BANCHE E L'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA

L'andamento rapidamente decrescente della quota delle aziende di credito nell'intermediazione finanziaria complessiva è continuato nel 1981 ed è tuttora in atto. Nell'anno lo sviluppo dei depositi bancari è stato del 9 per cento; si tratta di un ritmo d'incremento inferiore non solo a quello dei prezzi, ma anche al saggio d'interesse medio sugli stessi depositi.

Sulla disintermediazione si sono concentrate l'attenzione e, non di rado, le preoccupazioni dei banchieri. L'enfasi è stata posta sinora sugli aspetti quantitativi dell'evolversi dell'intermediazione in senso stretto. Quest'ultima, tuttavia, rappresenta una misura dell'attività bancaria incompleta e imperfetta. I servizi bancari diversi dalla pura intermediazione sono infatti globalmente in forte crescita, e la composizione degli uni e dell'altra è in rapido mutamento.

L'analisi empirica, di carattere storico e comparativo, ha individuato una tendenza del peso delle banche nell'intermediazione complessiva a ridursi, pur tra sensibili oscillazioni, con il procedere dello sviluppo economico e finanziario di ciascun paese. In Italia questa tendenza di lunghissimo periodo, oltre ad apparire meno netta, ha presentato un'inversione tra il 1970 e il 1977. In quegli anni tutti gli indici dell'intermediazione bancaria hanno segnato continui sensibili aumenti sino a raggiungere livelli eccezionalmente elevati. La successiva flessione ha assunto un ritmo molto rapido nell'ultimo biennio. Il livello dell'intermediazione bancaria, misurato in rapporto alle consistenze delle attività e delle passività finanziarie, si colloca tuttora su valori simili o superiori a quelli della prima metà degli anni settanta.

Se per certi aspetti gli sviluppi negli anni più recenti si iscrivono in una tendenza fisiologica verso più equilibrati rapporti tra intermediazione bancaria e non bancaria e stimolano alla ricerca dell'efficienza nel sistema creditizio, non possono non

preoccupare alcuni dei caratteri, qualitativi oltre che quantitativi, da essi assunti, nelle determinanti e negli effetti.

Tra le attività finanziarie detenute dal pubblico, i depositi bancari hanno perduto terreno soprattutto nei confronti dei titoli di Stato, in particolare dei buoni ordinari del Tesoro, che sono cresciuti del 70 per cento nel 1981. Questa forma di concorrenza inevitabilmente assume speciale acutezza allorché il disavanzo statale si amplia e la politica monetaria al tempo stesso segue un indirizzo di restrizione. È quanto è accaduto negli ultimi due anni. La disintermediazione delle banche è stata in larga misura un aspetto del più generale fenomeno di spiazzamento di ogni altra attività da parte del settore pubblico. Le banche potrebbero fornire esse stesse credito allo Stato; la loro intermediazione sarebbe tuttavia costosa per il prenditore, rispetto all'accesso diretto al risparmio, e non appare utile, poiché la trasformazione bancaria delle scadenze e dei rischi, necessaria per il debito privato, lo è in misura molto più ridotta per quello pubblico.

Ma le banche hanno subito anche la concorrenza degli altri intermediari finanziari e del collocamento diretto delle passività delle imprese sui mercati interni e internazionali. In particolare, gli istituti di credito speciale, superate le difficoltà della seconda metà degli anni settanta, si sono inseriti nella recente fase di più intensa accumulazione di capitale fisso. Anche per l'assenza di vincoli sugli impieghi, la loro attività ha segnato un significativo ricupero, favorito dall'arricchimento delle forme di raccolta.

La quota di mercato delle aziende di credito ha risentito, in prima istanza, dell'indirizzo di restrizione monetaria. I vincoli amministrativi e il trattamento fiscale degli strumenti finanziari hanno limitato la reazione del sistema bancario alle spinte concorrenziali. Hanno concorso a frenarla i ritardi con cui si riducono i margini d'interesse, dovuti anche alla capacità solo parziale delle banche di perseguire la redditività aziendale attraverso contenimenti dei costi.

Il massimale sugli impieghi è imposto dal quadro degli obiettivi e dei condizionamenti macroeconomici entro cui la politica creditizia è costretta a operare. Pur avendo non di rado offerto alle banche uno stimolo e una occasione per alleggerirsi di debitori meno affidabili, esso limita e distorce la concorrenza. Comprimendo e

rendendo uniforme l'espansione degli impieghi, tende a depauperare l'attività bancaria nella componente più qualificante.

Esistono più modi per organizzare un'economia monetaria e per raccordare i risparmi ai progetti d'investimento; ne esiste sostanzialmente uno solo, la valutazione del merito di credito, per selezionare le imprese alle quali affidare quello che Schumpeter definì il «comando» delle risorse.

È quindi d'importanza cruciale, in una fase di profonda ristrutturazione produttiva, che le aziende di credito continuino a ispirare l'erogazione dei prestiti a corretti criteri finanziari, impegnandovi le migliori qualità imprenditoriali e larghi mezzi tecnici.

A garanzia della separatezza tra industria e banca che è alla base dell'ordinamento creditizio, il vaglio delle richieste di fido si fonda sulla capacità dell'impresa di servire il debito, piuttosto che su predeterminati indirizzi degli intermediari finanziari verso settori e sistemi produttivi. Le banche sono chiamate a considerare le singole iniziative d'investimento principalmente quali ulteriori determinanti della redditività e dei flussi di cassa futuri dell'impresa nel suo complesso. La diversificazione degli impieghi, entro i limiti delle competenze, va vista come paradigma, non di natura assicurativa ma di scelta di portafoglio, fondato su un prudente atteggiamento nei confronti del rischio, stante il carattere accessorio che è proprio delle garanzie.

La tecnica bancaria, anche nei suoi metodi più avanzati, può offrire al banchiere un sostegno solo parziale. La scelta ultima, di necessità, scaturisce da un corso decisionale che impone in ognuna delle sue fasi autonomia di giudizio. La valutazione delle probabilità dei diversi esiti del prestito non può non implicare un elemento di soggettività. Il rischio che la concessione di un medesimo fido determina per banche dalle differenti caratteristiche è diverso in relazione al fatto che il rendimento atteso sia più o meno strettamente correlato con quello delle altre componenti dell'attivo. L'atteggiamento di fronte al rendimento e al rischio di un portafoglio fidi è influenzato dalla dimensione, dalla categoria istituzionale, dalla localizzazione, dall'orientamento aziendale della banca.

In ragione di tali elementi di intrinseca soggettività, qualunque valutazione dell'imprenditorialità bancaria deve riportarsi alla condizione prevalente al momento delle decisioni e considerarle sulla base della necessaria acquisizione di elementi informativi, della loro elaborazione, della conformità del processo decisionale agli indirizzi gestionali della banca nei diversi mercati in cui essa è presente.

Il complesso dei condizionamenti che abbiamo richiamato ha sollecitato le banche a orientare i flussi dei fondi verso altri intermediari da esse controllati o influenzati. Al fenomeno sono interessati anche gli istituti di credito speciale, in particolare attraverso finanziamenti per cassa. Inoltre nel 1981 si è sviluppata la raccolta di risparmio da parte di soggetti non collegati a istituzioni creditizie: l'ammontare dei cosiddetti titoli atipici, escludendo le quote dei fondi comuni d'investimento mobiliari, è cresciuto di 600 miliardi, raggiungendo alla fine dell'anno 1.600 miliardi. Per queste vie è stato generato un flusso complessivo di fondi non indifferente anche se non tale da pregiudicare la controllabilità dei finanziamenti all'economia.

In notevole misura queste attività potranno svolgersi anche in assenza delle condizioni favorevoli di cui hanno sinora beneficiato. Ne risulterà arricchita la gamma degli strumenti e dei servizi finanziari e si ricupererà un ritardo rispetto alle strutture creditizie di altri paesi. La rilevanza del fenomeno e taluni aspetti che esso sta assumendo rendono necessaria, in particolare nel segmento rappresentato dai titoli atipici, una sua disciplina a tutela dei risparmiatori e della stessa professionalità degli operatori del settore.

La soluzione dei problemi che si pongono alle aziende di credito non va ricercata in misure che offrano compensazioni al sistema bancario, ma nel rimuovere alla radice le distorsioni. In attesa che le condizioni generali dell'economia consentano di allentare i vincoli amministrativi, può darsi avvio a una revisione intesa a perequare i trattamenti fiscali e istituzionali.

Nel variegato settore parabancario dovranno stabilirsi confini meno incerti tra circuiti creditizi e altre attività. Senza mortificare le iniziative, devono essere assicurati la trasparenza e l'ordinato funzionamento in ogni settore del mercato dei capitali. A tali finalità si ispirano gli indirizzi in tema di fondi comuni di investimento e di titoli atipici emersi in sede legislativa.

Sta in primo luogo al sistema bancario potenziare le autonome capacità di risposta alle pressioni concorrenziali, cui esso è e continuerà a essere sottoposto.

La direzione da seguire è quella dell'arricchimento dell'offerta dei servizi e degli strumenti di raccolta. I presupposti sono da individuare nell'aumento della produttività, nello snellimento delle procedure interne e dei rapporti interbancari, nel contenimento delle spese, tuttora relativamente elevate nel confronto internazionale, nella predisposizione di una struttura dei prezzi che rifletta quella dei costi delle diverse produzioni effettuate dalle banche. Queste devono dotarsi di tecniche contabili che consentano un'imputazione più precisa di ricavi e oneri a ciascuna linea d'attività. Tali tecniche, già sperimentate in sistemi bancari di altri paesi, seppure di non facile applicazione in un'industria tipicamente a produzione congiunta, permettono una più immediata individuazione dei mercati in sviluppo e un più agevole inserimento in essi, evitando che ogni onere si scarichi, indistintamente, sul divario fra tasso attivo e tasso passivo.

I differenziali di rendimento tra le varie forme di deposito bancario hanno visto attenuarsi la loro corrispondenza con i costi di gestione e con le diverse esigenze dei depositanti. L'interesse recentemente manifestato dalle banche per i certificati di deposito e, in generale, per una più articolata gamma di strumenti di raccolta, che distinguano il risparmio dalle giacenze liquide nelle forme tecniche e nella trasparente scansione dei tassi, può tradursi in un'efficace reazione al calo della domanda di depositi.

A fronte di certificati di deposito dalle caratteristiche opportunamente disciplinate potrà accrescersi la remunerazione della riserva obbligatoria. Si eleverebbe così il rendimento del più autentico risparmio; si ridurrebbe il grado di liquidità delle attività finanziarie; si offrirebbe alle banche la possibilità di utilizzare meglio, nei mercati monetari, la prerogativa pressoché esclusiva di cui godono nella creazione di mezzi di pagamento.

Alla concorrenza e all'efficienza, oltre che alla stabilità patrimoniale, mirano l'ampliamento dell'articolazione territoriale del sistema bancario e le iniziative in materia di trasparenza della proprietà e delle attività sull'estero delle banche, di statuti degli enti creditizi.

Alla fine dello scorso mese di marzo è stata autorizzata l'apertura di nuovi sportelli, secondo un piano organico che consente un incremento nel numero delle dipendenze bancarie del 5 per cento. Il piano è stato basato su criteri di efficienza e funzionalità della rete dei servizi bancari e su informazioni prevalentemente quantitative; gli uni e le altre sono stati resi pubblici. Si è inteso corrispondere più che in passato alle richieste avanzate dalle aziende di credito, chiamate a dar prova di autonoma prudenza e di responsabilità nel delicato settore dell'entrata nei mercati bancari.

L'esigenza di esporre in forma consolidata le attività di rischio e i mezzi propri di tutte le unità che compongono un gruppo bancario ha trovato ripetute affermazioni nelle sedi internazionali, anche nel quadro della continua attenzione rivolta al «rischio paese» e alla trasformazione delle scadenze, ed è stata richiamata nella nuova disciplina sulle partecipazioni delle banche italiane. Più di recente, la Banca d'Italia ha indicato quali informazioni sono indispensabili alla ricostruzione dei legami finanziari tra le banche e le partecipate estere e di quelli tra le controllate estere e l'insieme delle società a esse collegate. È stata altresì avviata la definizione di schemi che consentano la conoscenza delle caratteristiche dei rapporti con i terzi e la determinazione del patrimonio netto di ciascun gruppo.

In tema di statuti delle banche pubbliche sono state prospettate linee guida intese a favorire incrementi patrimoniali anche attraverso apporti minoritari, in particolare conferiti da soggetti dotati di capacità imprenditoriali. Queste indicazioni hanno trovato riscontri negli orientamenti degli istituti, che le stanno recependo nei modi più conformi alle proprie vocazioni.

Gli sviluppi descritti, e altri ancora, si inquadrano in una riconsiderazione critica del sistema creditizio nelle sue funzioni e nel suo modo di operare, riconsiderazione che sarà tanto più proficua quanto più verrà condotta congiuntamente dagli intermediari finanziari e dall'organo di vigilanza. Alla loro base sta la riaffermazione del concetto della banca come impresa. Consideriamo un risultato acquisito che tale principio cardine, pur tra difficoltà che per vari aspetti permangono, sia stato ampiamente accolto.

Signori Partecipanti,

nell'economia mondiale si è temporaneamente allentata la morsa dei prezzi dell'energia; i corsi delle materie prime sono diminuiti; in numerosi paesi l'inflazione è stata tenuta o riportata sotto controllo. Ma sui motivi di conforto prevale la preoccupazione per il ristagno, per la disoccupazione, per la contrazione degli scambi, per la divergenza dei risultati e delle politiche economiche. Si accentua il distacco fra quei paesi industriali che hanno saputo debellare l'inflazione e colmare il disavanzo esterno e quelli, fra i quali l'Italia, ancora lontani dal portare a compimento entrambi gli aggiustamenti.

La competizione si fa più aspra e rischia di degenerare in conflitti commerciali condotti senza remore nell'uso improprio degli strumenti: dalla manovra del cambio alla concessione di aiuti, dalla regolamentazione alla pressione dell'autorità amministrativa. Il sistema della cooperazione internazionale, sul quale per oltre tre decenni si sono fondati l'avanzamento economico e il progresso civile, vive momenti di grave pericolo.

Per l'Italia uno spazio internazionale aperto è condizione di sopravvivenza. Il benessere di oggi è stato costruito accettando e vincendo la sfida della libertà degli scambi e di questa libertà ha bisogno per mantenersi e svilupparsi ancora.

L'arduo esercizio della concorrenza non impegna solo le attività economiche nel perseguimento di maggiore efficienza e di minori costi, nell'innovazione dei processi produttivi e dei prodotti; esso coinvolge tutti gli aspetti della società e della vita pubblica. È una concorrenza tra capacità di ricerca e di progresso tecnico, tra sistemi di amministrazione, tra istituzioni scolastiche, tra assetti del mercato del lavoro e della previdenza sociale, tra strutture finanziarie, tra monete. Per affrontarla ad armi pari non basta un'industria efficiente, se non è sorretta da una pubblica amministrazione moderna; non bastano l'operosità del lavoro e il talento imprenditoriale, se la formazione culturale e professionale non recepisce le esigenze di una società industriale avanzata; non basta una forte e radicata propensione al risparmio, se quel risparmio viene avviato a impieghi che non generano risorse.

Sul piano internazionale come su quello interno, la moneta è la variabile critica. Le tensioni, le instabilità del difficile momento in cui versiamo si manifestano nelle tre grandezze, prezzi, cambi, tassi d'interesse, nelle quali si esprimono le relazioni monetarie fondamentali di un'economia industriale aperta.

Il semplicismo delle diagnosi e il dogmatismo delle terapie né accorciano, né appianano la strada impervia verso l'equilibrio interno ed esterno; indicando un solo responsabile, assolvono i più; lusingano la pigrizia morale e civile col far dimenticare che la stabilità monetaria è una responsabilità comune, è un bene mai definitivamente acquisito.

L'erosione della moneta è un inganno economico, è una contraddizione sociale, da cui la collettività potrebbe uscire di colpo solo se sapesse, tutta insieme, di colpo trasformarsi. Non sono le autorità monetarie a poter compiere questo miracolo con gli strumenti loro affidati. A esse si addicono non i gesti drammatici, ma la tenacia, se occorre la durezza, nel perseguire l'obiettivo, il pragmatismo nella scelta degli strumenti.

Un anno fa in questa sede affermammo che dopo un decennio d'inflazione a due cifre il nostro paese non ritornerà a una moneta stabile senza vere modifiche degli assetti istituzionali che condizionano la moneta. Indicammo nell'autonomia della banca centrale, nel rafforzamento delle procedure di bilancio, nei criteri della contrattazione salariale e nella riduzione delle indicizzazioni i presupposti per il ritorno a una moneta stabile.

A quell'analisi e a quelle indicazioni non sono mancati i consensi. E per la banca centrale qualcosa è stato fatto di comune accordo con il Tesoro. Ma molti nodi, invece di sciogliersi, si sono aggrovigliati: nella finanza pubblica, nelle indicizzazioni, nel costo del lavoro. Qualcosa si è ottenuto nel contenere gli squilibri dei conti con l'estero e nell'abbassare l'inflazione; ma il 15 per cento di oggi è due volte il tasso medio degli altri paesi della Comunità, tre volte l'inflazione della Germania federale; ma il disavanzo della bilancia dei pagamenti permane per il terzo anno elevato.

Si impongono decisioni coraggiose; produrranno effetti anche in tempi brevi; il mercato sconta le tendenze oltre che i livelli. Il traguardo di un tasso d'inflazione a una cifra può apparire ambizioso, ma è necessario, non è impossibile.

L'accertamento dello stato della finanza pubblica, sulla base del preconsuntivo dei primi cinque mesi dell'anno e della evoluzione probabile nei mesi futuri, sollecita tagli della spesa e aumenti dell'entrata per ricondurre la cadenza annua del disavanzo a quella originariamente prevista. Le misure di emergenza dovranno essere confermate dall'avvio di un programma di risanamento della struttura del bilancio.

I nuovi aggravii, date le scelte di recente fatte per la compensazione del drenaggio fiscale, non potranno non interessare l'imposizione indiretta. Per non compromettere i progressi sul fronte dell'inflazione, le inevitabili conseguenze sui prezzi dovranno essere limitate al primo impatto, rescindendo il legame con la scala mobile. È la modifica minima da apportare a questo meccanismo, per restituire alla politica economica, come da tempo abbiamo proposto, la piena disponibilità di uno strumento indispensabile.

La contrattazione, collettiva e aziendale, deve affermare anche in Italia la consapevolezza che il duplice imperativo dell'occupazione e del rafforzamento della struttura produttiva non lascia oggi spazio ad aumenti delle retribuzioni reali.

Si fa amara la coscienza del distacco fra l'analisi e le azioni che a essa dovrebbero seguire. La pochezza dei risultati raggiunti dipende non dall'insuccesso di azioni intraprese, ma dal non aver assunto decisioni e tenuto comportamenti riconosciuti necessari. Quelle decisioni, quei comportamenti attendiamo, determinati a proseguire nella linea di condotta che la loro assenza impone alla banca centrale.

SOMMARIO

Carli

CONSIDERAZIONI FINALI – 1960	1
LA CONGIUNTURA INTERNAZIONALE E LA POLITICA MONETARIA	1
I PROBLEMI DELLA LIQUIDITÀ ESTERNO E DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI.....	6
LA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'ITALIA.....	11
IL MERCATO MONETARIO E IL GOVERNO DELLA LIQUIDITÀ.....	23
CONSIDERAZIONI FINALI – 1961	35
L'ECONOMIA INTERNAZIONALE, LA COOPERAZIONE FRA GLI ISTITUTI DI EMISSIONE E LA LIQUIDITÀ.....	36
LA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'ITALIA.....	41
I PREZZI, LA PRODUZIONE E IL SUO FINANZIAMENTO	47
IL MERCATO FINANZIARIO, GLI ISTITUTI SPECIALI E I LORO RAPPORTI CON LE AZIENDE DI CREDITO	54
IL MERCATO MONETARIO E LE AZIENDE DI CREDITO	60
CONSIDERAZIONI FINALI – 1962	75
COSTI, PREZZI, ANDAMENTO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI.....	76
IL GOVERNO DELLA LIQUIDITÀ E LA DISTRIBUZIONE DI ESSA TRA I DIVERSI SETTORI	82
ORDINAMENTO DEL MERCATO E STRUTTURA DEI SAGGI DI INTERESSE	96
I PROBLEMI DELL'IMMEDIATO FUTURO	102
CONSIDERAZIONI FINALI – 1963	111
LA CONGIUNTURA NELL'ANNO	112
I MEZZI DI PAGAMENTO; LE AZIENDE DI CREDITO.....	122
GLI ISTITUTI SPECIALI; IL MERCATO FINANZIARIO; LA DISTRIBUZIONE PER SETTORI DELLE RISORSE FINANZIARIE	131
ALCUNI PROBLEMI DEL MOMENTO PRESENTE	141
CONSIDERAZIONI FINALI – 1964	151
L'ORDINAMENTO MONETARIO INTERNAZIONALE. IL RISTABILIMENTO DELL'EQUILIBRIO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI ITALIANA.....	152
IL GOVERNO DELLA LIQUIDITÀ DEL SISTEMA BANCARIO. L'UTILIZZO DEL CREDITO DA PARTE DELLE IMPRESE DEL SETTORE PUBBLICO E DEL SETTORE PRIVATO	163
FENOMENI ECONOMICI SOTTOSTANTI A QUELLI MONETARI E LORO INTERDIPENDENZE	175
NECESSITÀ DI RAFFORZARE LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLA NOSTRA ECONOMIA	183
CONSIDERAZIONI FINALI – 1965	193
I MERCATI FINANZIARI E L'ORDINAMENTO MONETARIO INTERNAZIONALE.....	194
COMPOSIZIONE DELLA RICCHEZZA MOBILIARE NAZIONALE ED ESIGENZE DI FINANZIAMENTO.....	200
L'INTERVENTO DELLE AZIENDE DI CREDITO NEL MERCATO FINANZIARIO.....	207
IL FINANZIAMENTO DEL SETTORE PUBBLICO E IL GOVERNO DELLA LIQUIDITÀ ESTERNA E INTERNA.....	213

LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE E LE CONDIZIONI DELLA RIPRESA	221
CONSIDERAZIONI FINALI – 1966	233
PROBLEMI MONETARI INTERNAZIONALI.....	234
LA CONGIUNTURA INTERNA.....	240
IL MERCATO FINANZIARIO.....	242
IL CREDITO AGEVOLATO E L'IMPRESA.....	249
L'ATTIVITÀ DELLE AZIENDE DI CREDITO	253
LA POLITICA MONETARIA E FISCALE.....	260
PROBLEMI E RESPONSABILITÀ DI UN'ECONOMIA APERTA	267
CONSIDERAZIONI FINALI – 1967	271
L'ORO E L'AVVENIRE DEL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE.....	275
LA CRISI DELLE MONETE DI RISERVA E LE RESPONSABILITÀ DELLA COMUNITÀ INTERNAZIONALE	281
L'AVANZO SULL'ESTERO E GLI INVESTIMENTI ALL'INTERNO	289
LA FORMAZIONE E L'IMPIEGO DEL RISPARMIO	296
L'ADATTAMENTO DELLA STRUTTURA DEL SISTEMA CREDITIZIO AD UNA ECONOMIA IN SVILUPPO.....	301
CONSIDERAZIONI FINALI – 1968	311
CAMBI FISSI, CAMBI FLESSIBILI, SOLUZIONI DI COMPROMESSO	314
LA BILANCIA DEI PAGAMENTI AMERICANA, IL MERCATO DELL'EURO-DOLLARO E I TASSI DI INTERESSE.....	319
IL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE E L'INTEGRAZIONE ECONOMICA	324
L'ESPORTAZIONE DI CAPITALI ITALIANI, LA FUNZIONALITÀ DEL MERCATO FINANZIARIO E DELLE AZIENDE DI CREDITO	329
IL RAFFORZAMENTO DEGLI STRUMENTI MONETARI, LA CONDOTTA DELLA BANCA CENTRALE E L'ANDAMENTO DELL'ECONOMIA	339
CONSIDERAZIONI FINALI – 1969	353
LA DIFFUSIONE DELL'INFLAZIONE, LA LIQUIDITÀ INTERNAZIONALE E IL REGIME DEI CAMBI.....	355
I RIFLESSI DEI MOVIMENTI DI CAPITALI SULLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'ITALIA	363
SALARI, COSTI, PREZZI ED EQUILIBRI AZIENDALI.....	367
SAGGI DI INTERESSE, CONCORRENZA FRA LE AZIENDE DI CREDITO E ORGANIZZAZIONE DEI MERCATI FINANZIARIO E MONETARIO.....	373
LA SPESA PUBBLICA E IL CONTROLLO DEL CREDITO.....	386
CONSIDERAZIONI FINALI – 1970	395
LA POLITICA «ANTIRECESSIONE» NEGLI STATI UNITI E I SUOI RIFLESSI SUL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE.....	396
PROFILO DELL'ECONOMIA ITALIANA NEL 1970. LA DOMANDA INTERNA ED ESTERA. COSTI, PREZZI, PROFITTI	409
AMMINISTRAZIONE DELLA LIQUIDITÀ ESTERNA E INTERNA. IL CREDITO A BREVE E A LUNGO TERMINE. I TASSI DI INTERESSE.....	419
CREDITO, RISPARMIO ED INVESTIMENTO IN UN'ECONOMIA DI MERCATO	428
CONSIDERAZIONI FINALI – 1971	441
LA NUOVA POLITICA ECONOMICA DEGLI STATI UNITI, LA CRISI MONETARIA E LE RIPERCUSSIONI SULL'ITALIA	442
I MUTAMENTI NELLE STRUTTURE ECONOMICHE E FINANZIARIE NEL CORSO DEGLI ANNI '60	454

CONSIDERAZIONI FINALI – SOMMARIO E INDICE ANALITICO

L'ASSETTO FINANZIARIO E IL CONTROLLO DEGLI AGGREGATI MONETARI	465
LA SPESA PUBBLICA E LA RIPRESA ECONOMICA	474
CONSIDERAZIONI FINALI – 1972	485
L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE.....	486
LA CRISI MONETARIA INTERNAZIONALE E LA FLUTTUAZIONE DELLA LIRA.....	494
L'IMPRESA NEL QUADRO DELL'INTEGRAZIONE ECONOMICA.....	503
I PROBLEMI ATTUALI	512
CONSIDERAZIONI FINALI – 1973	533
LA CRISI DEL PETROLIO E I SUOI RIFLESSI SUL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE.....	534
IL FINANZIAMENTO DEL DISAVANZO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POLITICA DEL CREDITO NEL 1973.....	542
IL PROCESSO DI AGGIUSTAMENTO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POLITICA DEL CREDITO NEL 1974.....	555
CONSIDERAZIONI FINALI – 1974	571
CONSIDERAZIONI SULLA SITUAZIONE MONETARIA INTERNAZIONALE	572
CONSIDERAZIONI SULLA SITUAZIONE MONETARIA INTERNA	587
I MERCATI FINANZIARI E L'INDEBITAMENTO DELLE IMPRESE	602
Baffi	
CONSIDERAZIONI FINALI – 1975	609
L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	615
IL QUADRO CONGIUNTURALE, LE VALUTAZIONI E GLI INTERVENTI DEL 1974-75	622
IL CAMBIO	630
OLTRE LA CRISI.....	635
UN SISTEMA CREDITIZIO IMBRIGLIATO	640
LA BANCA E LA COLLETTIVITÀ	647
CONSIDERAZIONI FINALI – 1976	655
LA BANCA.....	656
L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	659
IL CAMBIO	665
LA CONGIUNTURA	671
I PROBLEMI FINANZIARI DELLE IMPRESE	678
I TASSI DI INTERESSE	683
IL FINANZIAMENTO DEL TESORO.....	686
LA SCELTA DEGLI STRUMENTI DI REGOLAZIONE E I FLUSSI DI CREDITO	691
LA VIGILANZA SULL'ESERCIZIO DEL CREDITO.....	693
CONSIDERAZIONI FINALI – 1977	703
L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	704
IL CAMBIO	710
LA CONGIUNTURA	715

IL NODO DELL'INFLAZIONE	722
I PROBLEMI DELLA RISTRUTTURAZIONE FINANZIARIA	725
L'EVOLUZIONE MONETARIA E CREDITIZIA	728
I MERCATI FINANZIARI.....	733
PROBLEMI DEL SISTEMA CREDITIZIO E INDIRIZZI DI VIGILANZA.....	740

CONSIDERAZIONI FINALI – 1978 749

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	750
IL CAMBIO E L'INFLAZIONE	757
L'ACCUMULAZIONE E L'INTERSCAMBIO CON L'ESTERO.....	761
L'EVOLUZIONE MONETARIA E IL DEBITO PUBBLICO	765
L'INTERMEDIAZIONE BANCARIA E GLI OBIETTIVI MONETARI.....	771
IL CREDITO AGEVOLATO E I SUOI RIFLESSI SUL SISTEMA CREDITIZIO.....	776
LA FUNZIONE DI VIGILANZA E LA SUA TUTELA.....	783

Ciampi

CONSIDERAZIONI FINALI – 1979 791

LA NUOVA CRISI PETROLIFERA	795
LA LIQUIDITÀ INTERNAZIONALE	799
IL SISTEMA MONETARIO EUROPEO E IL CAMBIO DELLA LIRA.....	802
LA CONGIUNTURA IN ITALIA.....	805
LE RADICI DELL'INFLAZIONE.....	809
L'EVOLUZIONE MONETARIA E CREDITIZIA.....	814
L'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA NEI SUOI RAPPORTI CON L'IMPRESA E CON LO STATO	820

CONSIDERAZIONI FINALI – 1980 829

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	830
LA CONGIUNTURA IN ITALIA.....	838
IL GOVERNO DELLA MONETA E DEL CAMBIO.....	846
ASPETTI DELL'INTERVENTO PUBBLICO NELL'ECONOMIA	854
VERSO UN MIGLIORE ASSETTO DEL SISTEMA CREDITIZIO	859

CONSIDERAZIONI FINALI – 1981 871

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	872
IL PROFILO CICLICO DELL'ECONOMIA ITALIANA, LA MONETA E IL CAMBIO	878
LE DIFFICOLTÀ DELL'ECONOMIA OLTRE LA CONGIUNTURA	885
PER UNA MONETA STABILE	891
LE BANCHE E L'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA.....	897

INDICE ANALITICO

A

aziende di credito • 353; 373; 377; 378; 379;
382; 384; 385; 417; 418; 424; 427; 436;
461; 466; 467; 468; 469; 470; 471; 473;
495; 496; 497; 521; 527; 528; 530; 549;
551; 553; 554; 564; 569; 588; 589; 590;
591; 592; 593; 595; 596; 597; 598; 599;
601; 602; 603; 606; 627; 628; 629; 641;
644; 645; 646; 647; 649; 650; 679; 681;
682; 686; 687; 688; 691; 692; 693; 694;
695; 696; 697; 701; 712; 731; 734; 735;
736; 737; 738; 739; 740; 741; 742; 743;
768; 772; 773; 784; 785; 787; 815; 818;
825; 826; 850; 862; 863; 864; 865; 866;
899; 900; 901; 902; 904

B

Baffi • 791; 792; 793; 794
Banca d'Inghilterra • 707
Banca dei regolamenti internazionali • 800
Banca Privata Italiana • 601

C

Camera dei deputati • 455
Carli • 611; 612; 613; 614; 651; 792
CEE • 406; 453; 541; 615; 620; 670; 758; 799;
802; 809; 858; 895
Ciampi • 656; 749
Comitato interministeriale per il credito e il
risparmio • 696; 740; 778; 781
commissione consultiva • 787
consumi • 387; 389; 390; 408; 414; 416; 435;
464; 475; 476; 481; 483; 497; 545; 557;
565; 568; 569; 582; 583; 587; 623; 659;
672; 673; 676; 678; 716; 717; 762; 771;
780; 807; 809; 813; 832; 833; 841; 842;
843; 858; 870; 875; 877; 878
Crediop • 867
crediti • 360; 363; 366; 417; 422; 423; 424;
431; 433; 446; 448; 449; 450; 451; 452;
458; 461; 468; 474; 480; 495; 498; 499;
515; 516; 542; 543; 544; 546; 550; 552;
566; 567; 576; 586; 592; 594; 604; 605;
607; 616; 626; 630; 631; 633; 634; 635;
656; 663; 668; 679; 684; 687; 704; 713;
715; 728; 731; 739; 741; 742; 757; 769;
782; 799; 863; 864; 866

credito agevolato • 590; 627; 685; 697; 736;
742; 823

D

debito pubblico • 374; 527; 640; 688; 689; 690;
691; 724; 766; 770; 771; 772; 854; 896;
898; 899
depositi • 357; 358; 373; 376; 379; 381; 384;
398; 404; 423; 424; 425; 426; 427; 430;
435; 448; 468; 469; 471; 495; 547; 550;
562; 563; 564; 577; 580; 590; 591; 592;
594; 595; 596; 598; 599; 600; 601; 603;
627; 628; 629; 630; 632; 634; 635; 642;
643; 680; 686; 693; 729; 731; 735; 736;
739; 767; 768; 771; 772; 773; 784; 815;
816; 817; 818; 850; 853; 874; 899; 900; 903
Dini • 794
disavanzo pubblico • 619; 628; 637; 639; 651;
676; 678; 700; 720; 731; 759; 765; 829;
849; 851; 853; 876; 881; 884; 887; 898
disoccupazione • 356; 396; 428; 436; 443; 476;
511; 583; 603; 659; 660; 672; 705; 716;
721; 741; 751; 755; 759; 776; 811; 833;
874; 877; 881; 886; 891; 905

E

Einaudi • 32; 69; 70; 71; 392; 601; 614; 651
Ercolani • 656; 749
Esecutivo • 774; *Vedi* Governo

F

Fazio • 873
Ferrovie dello Stato • 552
FMI • 446; 541; *Vedi* Fondo monetario
internazionale
Fondo monetario europeo • 756; 804; 840; 880
Fondo monetario internazionale • 360; 420;
451; 452; 516; 517; 539; 540; 546; 553;
567; 573; 576; 581; 585; 623; 630; 663;
670; 684; 688; 710; 711; 730; 753; 757;
775; 801; 837; 879
Francia • 359; 360; 500; 513; 546; 578; 583;
624; 633; 638; 675; 772; 807; 809; 833;
835; 839

G

GATT • 541

Germania • 359; 360; 407; 453; 500; 513; 541;
572; 574; 578; 583; 584; 601; 619; 621;
624; 638; 652; 660; 662; 675; 677; 705;
719; 752; 772; 773; 775; 783; 792; 795;
809; 833; 835; 836; 875; 880; 881; 907
Governo • 414; 547; 608; 620; 673; 688; 725;
737; 765; 844; 869; 873; 881; 882

I

impieghi • 366; 390; 404; 418; 423; 425; 433;
436; 461; 464; 467; 472; 514; 546; 550;
551; 552; 553; 563; 568; 589; 592; 596;
597; 641; 642; 643; 646; 667; 672; 676;
690; 692; 693; 694; 698; 713; 728; 730;
737; 738; 743; 767; 769; 771; 781; 782;
816; 817; 818; 819; 825; 843; 845; 849;
851; 852; 863; 870; 883; 884; 900; 901; 906
imprese industriali • 432; 433; 434; 455; 622;
625; 726; 781
INA • 626
inflazione • 355; 370; 397; 399; 403; 406; 427;
490; 491; 498; 519; 535; 549; 552; 558;
565; 585; 616; 618; 638; 639; 641; 651;
666; 684; 700; 707; 708; 711; 712; 713;
714; 716; 723; 724; 725; 731; 732; 733;
736; 741; 745; 751; 752; 759; 770; 771;
796; 797; 798; 808; 809; 813; 833; 834;
842; 843; 853; 874; 881
Inghilterra • 639; 652; *Vedi* Regno Unito
investimenti • 356; 369; 372; 373; 383; 387;
388; 389; 390; 391; 408; 410; 412; 413;
414; 416; 419; 423; 425; 428; 430; 431;
432; 434; 435; 437; 438; 455; 457; 458;
459; 461; 462; 463; 464; 466; 470; 475;
476; 477; 479; 480; 481; 482; 491; 492;
495; 497; 499; 504; 507; 510; 512; 519;
520; 525; 527; 528; 548; 551; 552; 555;
556; 557; 559; 565; 568; 585; 587; 593;
596; 597; 617; 622; 626; 628; 639; 642;
645; 647; 649; 650; 659; 661; 663; 672;
673; 676; 677; 681; 685; 691; 697; 704;
706; 716; 717; 719; 723; 727; 737; 738;
741; 746; 752; 762; 763; 764; 765; 766;
768; 772; 777; 778; 779; 781; 806; 807;
808; 813; 819; 820; 821; 822; 827; 832;
833; 837; 841; 842; 846; 847; 848; 849;
856; 857; 858; 859; 866; 867; 868; 875;
876; 887; 888; 889; 895; 897
istituti di credito speciale • 418; 461; 463; 507;
551; 552; 564; 604; 625; 642; 645; 681;
682; 732; 738; 742; 766; 781; 782; 819;
825; 854; 862; 863; 864; 868; 884; 900; 902
Istituto di credito per le imprese di pubblica
utilità • 867
Istituto mobiliare italiano • 465
Istituto per la ricostruzione industriale • 788

M

Menichella • 33; 60; 649; 827
Moro • 747; 748

O

Occhiuto • 353; 655
OCSE • 524; 574; 620; 623; 660; 662; 700;
704; 706; 723; 751; 752; 764; 780; 793;
795; 796; 806; 809; 832; 833; 843; 874;
875; 876; 877; 878; 882
Ossola • 353; 655
Oteri • 873

P

Parlamento • 435; 438; 626; 640; 652; 688; 689;
710; 722; 725; 731; 732; 773; 866; 869; 881
Persiani Acerbo • 750; 873
politica dei redditi • 361; 394; 444; 557; 616;
706
politica fiscale • 356; 359; 443; 445; 529; 578;
673; 706; 771; 813
politica industriale • 529; 726; 823; 891
politica monetaria • 355; 356; 357; 358; 364;
374; 376; 378; 391; 398; 402; 405; 406;
407; 409; 420; 427; 428; 443; 472; 480;
490; 492; 494; 497; 507; 530; 531; 549;
553; 562; 563; 590; 591; 592; 594; 595;
597; 599; 600; 606; 611; 613; 617; 619;
626; 629; 630; 650; 666; 669; 672; 683;
687; 694; 698; 728; 729; 749; 769; 771;
791; 792; 796; 800; 814; 815; 817; 834;
835; 847; 849; 850; 853; 862; 873; 882;
883; 887; 894; 898; 900
prime rate • 729; 731; 736

R

reflazione • 578; 626
Regno Unito • 359; 374; 407; 408; 453; 477;
496; 500; 508; 511; 514; 524; 621; 624;
638; 659; 660; 670; 675; 718; 719; 771;
772; 783; 792; 809; 833; 834; 835; 838
Riccio • 353
Riserva Federale • 355; 356; 363; 366; 398;
537; 634; 670; 804; 816; 818; 834; 835; 876

S

Sarcinelli • 656; 749; 873
scala mobile • 436; 476; 556; 560; 569; 625;
638; 639; 657; 674; 718; 760; 833; 848;
849; 897; 907
Senato • 611
shock • 816; 832

SME • 755; 756; 757; 758; 773; 799; 802; 803;
 804; 805; 815; 820; 838; 839; 840; 844;
 850; 854; 855; 856; 882

stabilità monetaria • 370; 455; 490; 619; 621;
 637; 641; 651; 652; 653; 661; 724; 725;
 746; 748; 754; 773; 776; 802; 829; 855;
 870; 871; 897; 906

Stati Uniti • 355; 356; 357; 358; 361; 366; 374;
 396; 397; 398; 400; 401; 403; 404; 405;
 420; 442; 443; 444; 445; 447; 448; 449;
 450; 451; 475; 483; 486; 487; 488; 489;
 490; 491; 513; 514; 516; 537; 538; 540;
 541; 546; 573; 574; 575; 576; 577; 578;
 581; 583; 584; 598; 619; 624; 638; 652;
 660; 675; 677; 705; 707; 708; 709; 712;
 713; 752; 753; 783; 792; 795; 799; 804;
 809; 815; 818; 833; 834; 835; 875; 876; 877

Stringher • 649

struttura finanziaria • 437; 457; 458; 596; 605;
 692; 694

T

tassazione • 356; 385; 739; 855

tasso di sconto • 359; 627; 630; 635; 729; 816;
 818; 844; 849; 852; *Vedi* tasso ufficiale di
 sconto

tasso ufficiale di sconto • 667; 729; 850

Tesoro • 357; 379; 382; 383; 391; 404; 417;
 424; 425; 426; 433; 435; 458; 471; 472;
 495; 497; 513; 527; 528; 549; 550; 551;
 552; 553; 554; 564; 565; 567; 569; 589;
 594; 595; 601; 607; 627; 628; 629; 634;
 643; 648; 687; 688; 689; 690; 691; 692;
 700; 701; 729; 730; 731; 732; 733; 734;
 739; 766; 767; 768; 770; 772; 815; 817;
 845; 850; 851; 852; 866; 869; 873; 896;
 898; 900; 906

titoli di Stato • 563; 628; 629; 687; 815; 900

U

Ufficio italiano dei cambi • 497; 499; 501; 521;
 543; 549; 654; 656