

PUBBLICAZIONI DELL'ISTITUTO DI POLITICA ECONOMICA E FINANZIARIA
DELLA FACOLTÀ DI ECONOMIA E COMMERCIO DELL'UNIVERSITÀ DI ROMA

PAOLO BAFFI

STUDI SULLA MONETA



MILANO - DOTT. A. GIUFFRÈ - EDITORE - 1965

PUBBLICAZIONI DELL'ISTITUTO DI POLITICA ECONOMICA E FINANZIARIA
DELLA FACOLTÀ DI ECONOMIA E COMMERCIO DELL' UNIVERSITÀ DI ROMA

PAOLO BAFFI

STUDI SULLA MONETA



MILANO - DOTT. A. GIUFFRÈ - EDITORE - 1965

*
TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

*

Tutte le copie devono essere timbrate dalla S.I.A.E.

PRESENTAZIONE

Ho riunito in questo volume dodici studi composti tra la fine del 1944 ed il 1960, undici dei quali già pubblicati in lingua italiana o inglese, o in entrambe queste lingue, ed uno in lingua tedesca. Per quattro di essi, il testo italiano viene qui presentato per la prima volta.

Vi ho aggiunto come tredicesimo un breve studio inedito, appena composto, sull'evoluzione monetaria italiana nell'ultimo quinquennio (1961-65).

Tutti i saggi compresi nella raccolta sono di argomento monetario, ad eccezione di uno del gennaio 1960 che tratta dell'integrazione economica europea con speciale riguardo agli scambi commerciali. Esso è fra i quattro che non erano stati pubblicati in italiano, e la materia che tratta è indubbiamente rilevante per la scelta di un appropriato regime di cambi esteri, che forma oggetto di altro saggio. Tuttavia, anzichè tentare di giustificarne l'inclusione con questi deboli argomenti, preferisco confessare che non ho resistito alla tentazione di aprire, nell'impianto di quest'opera, una finestra sopra un orizzonte tanto ricco d'interesse umano e politico, le cui linee non mi appaiono oggi diversamente da sei anni fa.

Ma della misura in cui, nel saggio ora richiamato come nel resto dell'opera, le analisi offerte e le conclusioni proposte siano coerenti con i fatti esaminati e con gli sviluppi successivamente intervenuti, giudicheranno i lettori, se il libro avrà la fortuna di trovarne. A pubblicarlo, sono stato mosso principalmente dalla speranza che anche dai punti di arrivo segnati in questi saggi qualche giovane prenda le mosse per proseguire, ed arricchire con più affinate metodologie, le ricerche compiute intorno a problemi i quali non sono stati tanto da me scelti, quanto imposti alla mia attenzione dall'esercizio di respon-

sabilità, di studio dal 1944 al 1960, indi operative, nell'ambito del nostro istituto di emissione.

I miei maggiori debiti di autore sono verso i tre governatori coi quali ho avuto la ventura di collaborare in questo ventennio — Luigi Einaudi, Donato Menichella e Guido Carli — e verso i colleghi del Servizio studi della Banca: quelli menzionati nelle note ad alcuni dei saggi, ed altri; a tutti va la mia riconoscenza.

INDICE

	<i>Pag.</i>
<i>Presentazione</i>	III
<i>Avvertenze</i>	VII

ANALISI MONETARIA

L'analisi monetaria in Italia	3
Osservazioni sull'andamento della circolazione	15
La componente esterna della liquidità e le regole della condotta monetaria	35

PROBLEMI INTERNAZIONALI

Il dollaro e l'oro	57
La propagazione dell'inflazione tra paesi diversi	87
Problemi dell'integrazione economica europea	107
Considerazioni sui cambi fissi e flessibili riferite all'esperienza italiana .	125

POLITICA MONETARIA ITALIANA

Il problema monetario italiano sullo scorcio del 1944	133
Memoria sull'azione di Einaudi, 1945-1948	177
Osservazioni intorno alla politica monetaria della Germania e dell'Italia	195
L'evoluzione monetaria in Italia dall'economia di guerra alla converti- bilità (1935-1958)	225
Stabilità monetaria e sviluppo economico in Italia, 1946-1960	317
L'alterna vicenda del quinquennio 1961-65	347

AVVERTENZE

1. Il segno di sbarra (/) posto tra due anni consecutivi indica un periodo di 12 mesi non corrispondente con l'anno solare: ad esempio, l'anno finanziario o l'annata agricola; od anche una stagione. Il segno di lineetta (-) posto tra due anni indica (a) le più volte, un periodo di due o più anni interi, che comprende l'anno iniziale e quello finale; (b) altre volte, fasi di sviluppo, definite nel testo, che abbracciano una parte soltanto dell'anno iniziale e di quello terminale.

2. Il termine « banche », salvo diversa avvertenza, viene usato per indicare quelle che la legge italiana designa come « aziende di credito »; comprende quindi le casse di risparmio ed esclude l'istituto di emissione.

3. La nozione di « liquidità bancaria », di « liquidità dell'economia » e di « organo creatore di moneta » non è identica in tutti i saggi compresi nel volume; quella usata è definita ogni volta o risulta dal contesto.

4. Le note di chiarimento od aggiornamento apposte nella presente edizione sono contraddistinte da ** e dall'uso del carattere corsivo.

ANALISI MONETARIA

L'ANALISI MONETARIA IN ITALIA (*)

L'Italia è stata tra i primi paesi a dare inizio all'analisi monetaria. La tavola sul flusso del risparmio e sull'offerta di moneta (Bilancio monetario nazionale) qui presentata venne pubblicata per la prima volta nella relazione della Banca d'Italia per l'anno 1948, con i dati relativi agli anni 1946 e 1947 (tav. A). Il nostro progresso dopo di allora è stato lento; non siamo riusciti ad allargare il campo dell'analisi dalle transazioni in conto capitale a quelle correnti o ad accrescere il numero dei settori **. I dati sulla concessione di credito sono presentati per categorie di istituti finanziari, ma non disponiamo di particolari circa i prestatori ultimi, e la classificazione dei prenditori di fondi è ancora limitata, nella tavola, alla divisione tra il governo centrale (Tesoro) e il resto dell'economia (Economia). Al fine di migliorare l'analisi settoriale, occorre disporre della classificazione dei depositi secondo i titolari, che è resa difficile dall'esistenza di una larga massa di libretti al portatore; occorre anche un'informazione regolare sul credito rateale, intorno al quale finora è stato svolto solo un paio di indagini per campione. Infine, occorre una disponibilità più pronta dei conti degli enti locali e degli istituti previdenziali.

Con tutto ciò, rimane vero che non abbiamo pienamente sfruttato le possibilità dei dati di cui disponiamo inquadrandoli in modelli elaborati, simili a quelli costruiti in altri paesi, tra i quali fa

(*) Comunicazione al Fondo monetario internazionale, pubblicata in lingua inglese negli *Staff Papers*, febbraio 1957.

** A partire dalla *Relazione della Banca d'Italia sull'esercizio 1960*, il prospetto del Bilancio monetario nazionale è stato abolito e sostituito da nuovi, più affinati schemi di analisi del flusso di fondi. Le avvertenze metodologiche relative a questo passaggio si trovano nella citata *Relazione*, alle pagine 276 e seguenti. Si veda anche la nota metodologica pubblicata nel *Bollettino della Banca di gennaio-febbraio 1965*.

spicco l'Olanda. In alcune presentazioni, i dibattiti e le realizzazioni degli studiosi olandesi in questo campo spaventano per le sottigliezze concettuali e lo schieramento di equazioni: ma le grandezze basilari sono definite in termini semplici e in paesi provvisti di buone statistiche sul bilancio pubblico e sui conti con l'estero sono di agevole accertamento. Si può dire che in parecchi paesi, tra cui l'Italia, aggregati quali l'avanzo di reddito, finanziario e di liquidità, così come essi sono definiti nei documenti olandesi, sono già calcolati per il paese nel suo insieme e per il settore governativo, nelle statistiche finanziarie e di bilancia dei pagamenti, ma finora non sono stati organizzati agli scopi dell'analisi monetaria.

Dato il limitato progresso da noi compiuto, il tipo di analisi in atto in Italia può essere di interesse per i paesi che muovono i primi passi su questa strada. Si darà qui, con riferimento alle vicende monetarie italiane, qualche esempio dell'applicazione che l'analisi monetaria a questo grado di elaborazione può avere come strumento interpretativo.

Il nostro Bilancio monetario ha trovato radice nell'analisi delle operazioni dell'istituto di emissione che veniva compiuta nelle precedenti relazioni della Banca d'Italia. Scopo di tale analisi era di far risalire la variazione nella circolazione dei biglietti alle operazioni dell'istituto di emissione col governo, a quelle con le banche, ed agli scambi dell'Italia con l'estero. Come appare da uno studio del Fondo monetario internazionale (1) in molti paesi l'analisi monetaria è ancora in questa fase iniziale.

Il passo successivo fu di allargare il campo dell'analisi dal movimento della circolazione dei biglietti a quello dell'intera massa monetaria, abbracciando nel suo insieme il sistema degli organi creatori di moneta.

Nella tavola del Bilancio monetario, a fronte delle variazioni nell'attivo delle banche, vengono collocate tre fonti di provvista: 1) l'accumulazione di fondi nei depositi vincolati e a risparmio; 2) la creazione di moneta bancaria, espressa dall'incremento nelle disponibilità intrattenute sui conti correnti; 3) la creazione di moneta da

(1) Lo studio, a cura di EARL HICKS, GRAEME S. DORRANCE e GERARD R. AUBANEL, è pubblicato nel già citato numero (febbraio 1957) degli *Staff Papers* del Fondo monetario internazionale.

parte della banca centrale, riflessa nel saldo delle operazioni delle banche con la Banca d'Italia.

Questo secondo passo comportava dunque l'estensione dell'analisi da operazioni specificamente creative di moneta, come quelle della banca centrale, ad operazioni finanziate con conti di risparmio oltre che con la creazione di moneta bancaria.

Un passo ulteriore venne compiuto inquadrando nella presentazione tabellare le operazioni degli istituti di credito a lungo termine e del mercato dei capitali, le quali, consistendo interamente nell'investimento di risparmio, non comportano creazione di moneta. Le emissioni di titoli sono presentate sia al lordo che al netto della parte affluita ai portafogli delle banche.

La prima riga di totali nella tavola indica la destinazione dei fondi al governo (Tesoro) e al settore privato (Economia) e il contributo delle varie fonti. I confini dell'area coperta da questa riga di totali sono quelli assegnati dalla legge bancaria e dalle disposizioni sull'emissione di titoli al controllo delle autorità monetarie. È perciò di qualche interesse, sotto il profilo del governo monetario, seguire la variazione di questi totali nel tempo e confrontarla con quella di talune grandezze desunte dalla contabilità nazionale, ad esempio il flusso (lordo e netto) degli investimenti e anche seguire i mutamenti nell'importanza relativa dei vari elementi che compongono i predetti totali. Ad esempio, nella relazione annuale della Banca d'Italia per il 1955 è stata sottolineata la tendenza del flusso di fondi a decrescere in relazione al flusso degli investimenti, a causa dell'espansione nel risparmio pubblico e dell'ampio volume di autofinanziamenti nei settori delle case di abitazione e delle imprese.

Le operazioni della Banca d'Italia con il Tesoro e con l'Ufficio dei cambi, le quali hanno come sola contropartita la creazione di moneta da parte dell'istituto di emissione, sono presentate sotto la prima riga di totali. La presentazione di questi flussi serve a completare il quadro della creazione di moneta da parte della banca centrale ed a dare nozione delle entrate di tesoreria non coperte dalla tassazione e dal patrimonio dello stato, ossia del disavanzo finanziario dello stato.

Se si esamina l'andamento dei dati ora descritti, si osservano movimenti ben definiti, specialmente ove i dati siano depurati dei

movimenti stagionali e riferiti a fasi del movimento economico generale, piuttosto che ad anni solari. Questo riferimento è possibile poiché i dati sono disponibili su base mensile.

I periodi che possono essere distinti, secondo tale criterio, da quando l'analisi ebbe inizio sono presentati nella tavola B. Il primo periodo per il quale si dispone di dati completi corre dall'ottobre 1946 al settembre 1947 e copre un'annata di rapida inflazione. Il secondo è un periodo di moderata deflazione che si svolge sino al termine del 1948. Il terzo è « neutrale » e si conclude con lo scoppio delle ostilità in Corea nel giugno 1950. Esso è seguito dal *boom* coreano, ossia da una seconda e più moderata fase inflazionistica che arriva al giugno 1951. Il quinto periodo, di assestamento leggermente deflazionistico dopo il *boom* coreano, durò sino all'autunno del 1952. A partire da tale epoca, i movimenti nel flusso dei fondi non corrispondono a variazioni molto nette nel livello della produzione; si è quindi adottata la divisione per anni solari. Abbiamo perciò due cicli completi di inflazione e di deflazione, divisi e seguiti da periodi neutrali. Durante tutto questo tempo, si ebbe espansione nella massa monetaria: i periodi di deflazione sono dunque definiti avendo riguardo al movimento dei prezzi e della produzione.

Al fine di cogliere il significato dei movimenti rilevati, occorre porli in relazione col volume dei prestiti bancari in essere e della circolazione dei titoli. In altre parole, il flusso dei fondi deve essere messo a confronto con la consistenza delle attività finanziarie in essere all'inizio di ciascun periodo. Istituyendo tale confronto, si osserva che il rapporto tra flusso e consistenza raggiunge punte elevate nei periodi di deflazione e si abbassa in quelli di inflazione.

Movimenti analoghi si osservano nel confronto tra il flusso dei fondi e il volume degli investimenti interni, lordi o netti, rilevabili dalle statistiche del reddito nazionale. Il rapporto del flusso dei fondi all'investimento netto è presentato nella prima riga della tavola B. Un minimo assoluto (0,76) fu raggiunto durante il *boom* coreano e un minimo secondario (0,88) nella precedente fase inflazionistica del 1946-47. Lungo l'intero periodo di nove anni, il rapporto tende a flettere. L'abbassamento durante i periodi di inflazione sembra dovuto all'allargamento dei margini di profitto, ossia all'in-

nalzamento della proporzione di investimenti coperta da autofinanziamento.

L'importanza relativa degli elementi che compongono il flusso totale di fondi è soggetta a movimenti tendenziali e ciclici. Questa osservazione si applica ai fattori di variazione della massa di moneta e quasi-moneta, alla composizione di tale massa, alla proporzione che essa costituisce del flusso totale di fondi. I vari punti verranno ripresi nell'ordine di enunciazione.

Circa i fattori di variazione della massa di moneta e quasi-moneta, si osserva che le operazioni della banca centrale nascenti dagli scambi con l'estero esercitano un'influenza contrattiva durante le due fasi di inflazione e un'influenza altamente espansiva durante i periodi di assestamento deflazionistico (come anche nel periodo « neutrale », dal gennaio 1949 al giugno 1950). Le operazioni del sistema degli organi creatori di moneta con il settore pubblico hanno esercitato una costante influenza espansiva, più forte durante le fasi di inflazione. Di analogo effetto sono state le operazioni con il settore privato. Il finanziamento del disavanzo del bilancio statale e dell'accumulazione di riserve valutarie da parte della banca centrale ha costituito la base dell'espansione dei depositi bancari ed ha esonerato le banche dal ricorrere in misura sostanziale all'istituto di emissione.

Circa la misura in cui l'espansione di tale massa si distribuisce tra depositi e biglietti: nei periodi di deflazione, l'incremento delle riserve valutarie si è generalmente associato con un'accelerata formazione di depositi delle imprese presso le banche e con maggiori investimenti delle banche in titoli statali, i quali hanno consentito al Tesoro di ridurre il ricorso all'istituto di emissione. (Queste osservazioni valgono anche per il periodo « neutrale » gennaio 1949-giugno 1950). Di conseguenza la formazione di riserve valutarie si è riflessa solo in parte nell'accrescimento dei depositi bancari presso l'istituto di emissione, e non ha esercitato un'influenza rilevante sulla circolazione dei biglietti: si può anzi dire che lo sviluppo di quest'ultima nelle varie fasi si è mantenuto molto vicino alla linea della tendenza di lungo periodo. La quasi assenza di movimenti ciclici sembra riflettere le limitazioni istituzionali alle variazioni nella velocità di circolazione dei biglietti in termini di reddito, e la (correlata) stabilità della propensione a detenere biglietti

BILANCIO MONETARIO NAZIONALE
(variazioni nel periodo in miliardi di lire)

Voci	Anno 1955					
	per il Tesoro	Impieghi		Raccolta tra il pubblico (1)		Effetto residuo sulla circolazione
		titoli	crediti	esclusi i c/c	conti correnti	
<i>Banca d'Italia (Istituti speciali e privati)</i>						
1. Risconto Consorzio sovvenzioni su valori industriali			- 3,5			
2. Risconto istituti e sezioni di credito agrario			17,5			
3. Sconto diretto			-			
4. Anticipazioni ad istituti speciali			- 1,0			
5. Anticipazioni a privati			- 2,8			
6. Depositi in conto corrente					15,1	
7. Vaglia, assegni ed altri impegni a vista					4,0	
8. Voci minori					8,6	
					27,7	- 17,5
<i>Aziende di credito</i>						
9. Depositi presso il Tesoro	- 22,1					
10. B.T.O. tramite B. I. per riserve obbligatorie	59,0					
11. B.T.O. direttamente per riserve obbligatorie	57,9					
12. Altri titoli di stato per riserve obbligatorie	- 0,3					
13. Altri buoni del tesoro ordinari	- 38,2					
14. Altri titoli di stato	70,9					
	127,2					
15. Impieghi	31,7	14,4	515,8	371,1	309,5	
16. Depositi					10,1	
17. Vaglia e assegni						
18. Eccedenza minori partite attive o passive				51,8		
				742,5		
19. meno Cassa e disponibilità (esclusi Tesoro e B.I.)				30,4		
				712,1		
<i>Operazioni con la Banca d'Italia:</i>						
20. Risconto						- 6,2
21. Anticipazioni passive						- 5,0
22. Prorogati pagamenti						- 2,6
23. meno Depositi per riserve obbligatorie non investiti						4,2
24. meno Altri depositi						5,0
						- 23,0
<i>Istituti centrali di categoria</i>						
25. Depositi presso il Tesoro	-					
26. Buoni del tesoro ordinari	0,1					
27. Altri titoli di stato	3,2					
	3,3					
28. Impieghi	0,9	9,7	35,4		17,9	
29. Depositi					1,8	
30. Assegni						
					19,7	
31. meno Cassa e disponibilità (esclusi Tesoro e B.I.)					- 30,0	
					49,7	
32. Operazioni con la Banca d'Italia						- 0,4

(1) Il primo totale centrale di pagina 5 indica il denaro raccolto; il secondo totale indica il denaro utilizzato per gli impieghi e per le operazioni con la Banca d'Italia.

Segue: TAV. A

Voci	Anno 1955					Effetto residuo sulla circolazione
	Impieghi			Raccolta tra il pubblico (1)		
	per il Tesoro	per l'economia		esclusi i c/c	conti correnti	
	titoli	crediti				
<i>Cassa depositi e prestiti</i>						
33. Depositi presso il Tesoro	3,9					
34. Buoni del tesoro ordinari	—					
35. Altri titoli di stato	—					
	3,9					
36. Altri investimenti	— 1,0	—	105,0	94,8	13,1	
37. Risparmio e c/c postali						
				107,9		
<i>Istituti di previdenza e di assicurazione</i>						
38. Depositi presso il Tesoro	— 4,0					
39. Titoli di stato	3,5					
40. Altri investimenti	—	18,1	86,4			
41. Riserve matematiche				104,0		
<i>Istituti speciali e mercato finanziario</i>						
42. Buoni del tesoro ordinari	— 10,7					
43. Altri titoli di stato	129,4					
	118,7			118,7		
44. Obbligazioni IRI		14,5				
45. Obbligazioni istituti speciali	71,0	158,7				
46. Depositi vincolati istituti speciali		13,2				
47. Obbligazioni private		3,6				
48. Azioni a pagamento		162,5				
49. <i>meno</i> Tit. già compresi nelle voci 15, 28, 36 e 40 e duplicati	71,0	352,5				
	31,6	60,5				
	39,4	292,0		331,4		
	323,6	334,2	752,8	1.080,4	371,5	— 40,9
		1.087,0		1.451,9		
				1.451,5		
<i>Banca d'Italia (operazioni in valute e col Tesoro)</i>						
50. C/c Ufficio italiano cambi, oro e divise	1,4		57,6			59,0
51. Aiuti internazionali	20,0			4,3		15,7
52. Altri conti col Tesoro (2)	20,3					20,3
53. C/c per il servizio di tesoreria	79,3					79,3
	444,6					133,4
54. Incassi per entrate di bilancio (3)	2.308,5					0,4
55. Incassi e pagamenti minori di tesoreria (4)	— 52,4					
56. Pagamenti per spese di bilancio (5)	2.700,7					
		334,2	810,4	1.084,7	371,5	133,8
		1.144,6		1.456,2	505,3	
				1.455,8		
(2) Compresi { Buoni del tesoro ordinari						— 1,7
{ Altri titoli di stato						23,6
Parte effettiva						2.256,2
(3) { Movimento di capitali						295,6
{ Esclusi { Aiuti internazionali { parte effettiva, per						20,0
{ movimento di capitali per						—
{ Accensione di debiti per						223,3
(4) Compresi { Depositi in Tesoreria della Cassa per il Mezzogiorno per						— 33,9
{ Fondo speciale provento netto B.T.N. 1961 per						—
Parte effettiva						2.581,1
(5) { Movimento di capitali						126,5
{ <i>meno</i> Estinzione di debiti per						6,9

nel settore delle famiglie. Lungo i periodi di inflazione, nei quali le operazioni con l'estero hanno esercitato un effetto di contrazione, i processi compensativi ora accennati hanno operato in senso opposto.

La maggiore stabilità di sviluppo della circolazione dei biglietti, rispetto a quella dei depositi, si traduce in ampie oscillazioni cicliche del rapporto tra le due componenti della massa di moneta e quasi-moneta. La seconda riga della tavola *B* indica le variazioni nel rapporto fra l'incremento dei depositi bancari e quello della circolazione dei biglietti; la terza riga indica il rapporto fra l'incremento del totale dei depositi (compresi quelli presso le casse postali) e quello della circolazione dei biglietti. Nonostante la tendenza rapidamente ascendente, in corrispondenza dei due periodi di inflazione si osservano due minimi marcati (1,5 e 2,5 nella prima serie; 1,6 e 3,6 nella seconda). È forse opportuna una breve spiegazione del valore assai elevato dei rapporti per il periodo di 15 mesi dal luglio 1945 al settembre 1946. Durante esso rifluirono alle banche le larghe scorte di biglietti precedentemente tesoreggiati dai vari gruppi che avevano tratto profitto dalla condizione di approvvigionamenti carenti e disintegrazione sociale propria degli anni di guerra e di occupazione straniera.

I valori raggiunti dai rapporti verso la fine del periodo di nove anni sono elevati, tanto da avvicinarsi assai più che durante i primi anni a quelli degli analoghi rapporti nei paesi occidentali più sviluppati.

Eliminando dai dati delle due serie il movimento tendenziale, si ottengono i valori ciclici indicati nella tavola *B* alle righe 4 e 5. In queste serie, l'oscillazione ora rilevata appare con maggior chiarezza: gli scostamenti negativi dal *trend* durante i due periodi di inflazione sono pronunciati. È opportuno ricordare, a questo riguardo, che i biglietti sono principalmente detenuti nell'ambito delle famiglie, e che la caduta nel valore del rapporto tra depositi e biglietti durante i periodi d'inflazione riflette indubbiamente una certa lentezza nelle reazioni di questi detentori al movimento dei prezzi e alle occasioni di profitto, almeno fino a quando l'inflazione non abbia raggiunto la sua fase estrema. L'assorbimento di biglietti da parte del pubblico esercita un'influenza moderatrice sul processo inflazionistico, nel senso che riduce la liquidità delle banche, e quindi il coefficiente di espansione del credito applicabile alle loro dispo-

nibilità liquide presso l'istituto di emissione. L'uso di coefficienti medi di espansione non sembra perciò appropriato nell'analisi del ciclo del credito, ogni qual volta i biglietti siano una parte importante della massa monetaria. È questa una prima conclusione.

Anche nell'ultimo anno considerato (1955) si osserva uno scostamento negativo dalla tendenza nel valore dei rapporti tra l'incremento dei depositi e quello della circolazione di biglietti: esso è quasi certamente l'effetto delle riduzioni nei tassi d'interesse applicate sui buoni fruttiferi postali nel novembre 1953 e sui depositi bancari nel febbraio 1954 (data di entrata in vigore di un nuovo accordo interbancario sui tassi) le quali causarono uno spostamento nel flusso dei risparmi verso il mercato dei capitali.

Il fenomeno ora indicato è messo in evidenza dalle ultime due serie della tavola B. La serie 6 rappresenta il rapporto fra l'emissione netta di titoli (escluso l'investimento delle riserve delle aziende di credito) e il complessivo flusso di fondi. Nella serie 7 le emissioni di titoli sono assunte escludendo *tutti* gli investimenti bancari. Entrambe le serie palesano una forte tendenza ascendente e il confronto fra le due, nel quale si riflettono gli investimenti « volontari » delle banche, indica che questi investimenti sono alti in periodi di deflazione e di indebolimento della domanda di credito bancario, e bassi in periodi di *boom* inflazionistico. Se ne desume che, quando la domanda di credito da parte della clientela è debole, le banche piuttosto che sollecitarla a sottoscrivere titoli fanno larghi acquisti di portafoglio, ed in tal modo contribuiscono ad accrescere la massa dei depositi inattivi.

Dalla considerazione complessiva dei dati fin qui descritti emerge una seconda conclusione, ossia che gli spostamenti ciclici del volume dei depositi dalla tendenza non sono di regola correlati in modo positivo con gli stati di inflazione attiva. Per il sistema monetario preso nel suo insieme, la contropartita di un accrescimento dei depositi si ritrova talora nell'espansione delle riserve valutarie, che esprime il miglioramento della posizione di liquidità di una economia aperta presa nel suo insieme. Nella misura in cui l'entrata statale subisca l'influenza di uno stato di deflazione e la spesa quella della politica anticiclica, l'accrescimento dei depositi riflette un miglioramento nella posizione di liquidità del settore privato che trova com-

ANALISI DEI DATI ITALIANI

TAV. B

12

	Luglio 1945- settembre 1946	Ottobre 1946- settembre 1947	Ottobre 1947- dicembre 1948	Gennaio 1949- giugno 1950	Luglio 1950- giugno 1951	Luglio 1951- dicembre 1952	1953	1954	1955
	15 mesi	12 mesi	15 mesi	18 mesi	12 mesi	18 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
1. Rapporto tra il flusso di fondi (1) e l'investimento interno netto	—	0,88	1,15	1,22	0,76	0,99	1,00	0,92	0,88
2. Rapporto tra l'incremento dei depositi bancari e quello della circolazione di biglietti e monete	8,5 (2)	1,5	2,8	4,4	2,5	6,0	8,0	7,0	7,3
3. Rapporto tra l'incremento dei depositi bancari e postali e quello della circolazione	12,0 (2)	1,6	3,5	6,5	3,6	7,1	10,1	8,2	8,0
4. Scostamenti ciclici della serie 2 (valore del <i>trend</i> = 1)	—	0,71	1,09	1,32	0,60	1,14	1,04	1,11	0,74
5. Scostamenti ciclici della serie 3 (valore del <i>trend</i> = 1)	—	0,56	0,98	1,47	0,68	1,09	1,06	1,07	0,68
6. Rapporto percentuale tra l'emissione netta di titoli (escluso l'investimento delle riserve bancarie) e il flusso di fondi	—	22,3	31,4	39,3	31,4	30,6	36,6	44,6	41,5
7. Rapporto percentuale tra l'emissione netta di titoli (esclusi tutti gli investimenti bancari) e il flusso di fondi	—	17,9	17,5	28,4	27,4	17,5	26,5	34,9	36,8

ANALISI MONETARIA

(1) I dati del flusso di fondi sono derivati dalla Tav. A sommando al secondo totale dell'ultima colonna (aumento della circolazione) il primo totale iscritto a cavallo fra la penultima e la terz'ultima colonna (raccolta tra il pubblico).

(2) Questo dato, relativo ad un periodo anteriore a quello cui il testo è riferito, viene incluso per dare evidenza al valore molto basso del minimo toccato nel periodo successivo (ottobre 1946 - settembre 1947).

penso nel peggioramento di quella del settore pubblico: in questo caso, a fronte dell'aumento dei depositi si ha l'espansione del volume del credito bancario al settore pubblico. Può anche avvenire che l'aumento dei depositi risulti da un'alterazione nella normale distribuzione della liquidità all'interno del settore privato tra le famiglie, il settore distributivo e le imprese di produzione. L'alterazione può derivare da una riduzione nelle vendite, un abbassamento dei margini di profitto dell'industria, un'accumulazione involontaria di scorte in certe zone del sistema di produzione e distribuzione. In questo caso, a fronte dei maggiori depositi stanno maggiori prestiti al settore privato.

OSSERVAZIONI SULL'ANDAMENTO DELLA CIRCOLAZIONE (*)

1. Chi segua la stampa economica italiana da un lato e quella inglese od americana dall'altro, si avvede di alcune sistematiche divergenze e, talora, di una opposizione nella valutazione dei fenomeni che caratterizzano la situazione monetaria.

La stampa inglese, ad esempio, si occupa della circolazione dei biglietti soltanto in occasione delle punte stagionali di Pasqua, di Natale e di Ferragosto, che si assumono ad indici dell'ampiezza delle spese fatte dal pubblico in occasione di quelle festività (*holiday spending*).

Da noi, per contro, l'andamento della circolazione è solitamente assunto come il più significativo tra gli indici della situazione monetaria e della stessa politica del credito.

Il posto che in Italia si assegna alla circolazione dei biglietti viene tenuto nella stampa inglese dall'andamento dei depositi. Un aumento di questi viene assunto ad indice di inflazione e dà luogo generalmente a preoccupati commenti sul « deterioramento » della posizione monetaria che esso rivelerebbe.

La relazione della Lloyds Bank per il 1953 scrive: « It is a matter for regret that the new monetary policies introduced in November 1951 have not in fact meant a reduction in bank deposits ».

Compendiosamente, si può affermare che mentre da noi gli sviluppi monetari, in senso di espansione e di contrazione, di inflazione e di deflazione, si sogliono misurare sulla circolazione dei biglietti,

(*) In collaborazione con A. Occhiuto. Nota compresa nella raccolta *Contributi all'analisi di alcuni fenomeni trattati nella relazione annuale del Governatore*, edita a cura del Servizio studi economici della Banca d'Italia, Tipografia della Banca d'Italia, Roma, marzo 1954.

all'estero essi si misurano piuttosto sui depositi bancari; e mentre da noi si tratta l'andamento della circolazione come un fenomeno specialmente governato dall'azione delle autorità e l'andamento dei depositi come governato dall'azione del pubblico, in Inghilterra ed altrove si considera la circolazione come regolata specialmente dal pubblico ed i depositi come regolati dalle autorità.

Naturalmente, ove sussistesse una rigida proporzionalità tra l'andamento della circolazione e quello dei depositi, le due impostazioni si equivarrebbero, e sarebbero giustificati i nostri commentatori a seguire specialmente un fenomeno meglio definito statisticamente come quello della circolazione, e rilevato con la stessa periodicità mensile usata per i depositi, ma i cui andamenti vengono conosciuti con qualche anticipo di tempo rispetto agli andamenti dei depositi.

Nel fatto, se non una rigida proporzionalità, sussiste tra l'andamento della circolazione e quello dei conti correnti una notevole correlazione diretta, la quale in certa misura giustifica l'impostazione a noi tradizionale. Inoltre, nelle fasi di inflazione spinta, lo sviluppo dei conti correnti resta arretrato rispetto a quello della circolazione; in ciò si ha valido argomento per una speciale considerazione di quest'ultima, almeno nelle condizioni richiamate.

Tuttavia, a chi voglia astrarre da mere ragioni di tradizione e dalla difficoltà di definire, da noi, il volume della moneta bancaria (per la commistione dei conti correnti ordinari con i depositi a risparmio, per il concorso che alla formazione del totale dei conti correnti di corrispondenza e dei conti correnti postali danno le grosse e variabili giacenze di enti pubblici, influenzate piuttosto dalla gestione del Tesoro che dalla liquidità delle imprese e dai pagamenti commerciali), si presenta il quesito della valutazione che deve appropriatamente farsi dell'uno e dell'altro fenomeno, in ispecie:

a) sotto il profilo del loro comportamento nel moto ondosso dell'economia;

b) sotto il profilo della loro capacità a caratterizzare tipi e risultati di politica monetaria.

Sotto il primo aspetto, l'esperienza italiana e degli altri paesi indica che (fuorchè nel caso richiamato di inflazione spinta) la sensibilità congiunturale dei conti correnti è maggiore di quella dei biglietti. Tuttavia la considerazione dell'andamento dei conti correnti

non è sufficiente a caratterizzare la fase congiunturale: essa deve essere accompagnata dall'esame delle variazioni dell'attivo delle banche commerciali. Infatti, un'espansione dei conti correnti che si accompagni ad una espansione degli impieghi commerciali caratterizzerà una fase di alta congiuntura, mentre una espansione dei conti correnti che si accompagni ad un maggiore investimento che le banche facciano in titoli di stato caratterizzerà, in generale, una fase di liquidazione di scorte, di prezzi flettenti e di bassa congiuntura.

La maggiore sensibilità dei conti correnti all'andamento della congiuntura si chiarisce quando si ponga mente ai vari stadi attraverso i quali un impulso nel senso dell'espansione o della contrazione delle quantità monetarie si comunica ai conti correnti ed alla circolazione. In tali processi di diffusione si ha solitamente, in ciascuno stadio, un parziale assorbimento dell'impulso iniziale, e poichè la circolazione è sovente l'ultimo anello della catena, il suo andamento finisce col presentare la caratteristica inerzia, la quale si esprime ad esempio, nel caso dell'Italia, in un movimento lineare che dura ormai da sei anni, ed intorno al quale si hanno oscillazioni abbastanza limitate. Tra i casi nei quali la circolazione viene ultima nel processo di diffusione degli impulsi in senso di espansione o contrazione si possono indicare i seguenti:

a) una variazione positiva o negativa nella bilancia dei pagamenti, la quale determina un flusso netto positivo o negativo di valuta nazionale nelle tesorerie delle imprese, contro la valuta estera ceduta od acquistata;

b) una espansione od una contrazione del credito bancario, derivante da un allargamento o da una restrizione che la banca centrale attui del flusso netto di fondi al o dal sistema delle banche commerciali, attraverso la manovra delle riserve obbligatorie, del risconto ecc.

In questi due casi l'espansione prende origine presso le imprese, o presso le banche, dalle quali si comunica alle imprese.

Vi sono però altri circuiti in cui l'espansione o la contrazione ha luogo nelle economie di consumo prima che nelle imprese. Ad esempio, nei rapporti tra il Tesoro ed il mercato, l'effetto sulla circolazione può essere abbastanza largo e precedente o simultaneo all'effetto sui conti correnti, per la vastità della zona di contatto tra l'economia dello stato e quella dei consumatori-risparmiatori. Si

pensi, ad esempio, all'effetto di una variazione nella remunerazione dei dipendenti pubblici od ai prelievi dello stato attraverso le imposte indirette sui generi di consumo, che possono determinare una variazione nel costo della vita non immediatamente compensata da variazioni salariali. Anche aumenti salariali presso l'industria privata daranno luogo ad un'espansione iniziale della liquidità delle economie di consumo, che solo attraverso la spesa si comunicherà alle tesorerie delle imprese. Un esempio di questo circuito è stato fornito, come si vedrà, dall'Austria nel biennio 1950-51.

Un supero di liquidità, sia presso le economie di consumo, sia presso le imprese di produzione, può considerarsi come una condizione di inflazione potenziale. È ovvio che alla stessa stregua deve considerarsi ogni eccesso di liquidità delle banche commerciali.

I fenomeni ai quali deve riferirsi l'esame della congiuntura monetaria sono dunque, prescindendo da quelli derivati (andamento dei prezzi e del saldo della bilancia dei pagamenti) almeno quattro:

- l'andamento della circolazione (liquidità delle economie di consumo);
- l'andamento dei conti correnti (liquidità delle imprese);
- l'andamento della liquidità bancaria;
- infine, l'andamento degli impieghi bancari, nella distribuzione tra impieghi commerciali ed investimenti in titoli di stato.

2. La presente nota si sofferma sul movimento congiunturale della circolazione.

L'esame è stato compiuto per otto paesi sui dati del sessennio 1948-1953, il quale prende inizio nell'anno in cui, grazie all'avvenuto smaltimento dell'eccesso di liquidità ereditato dalla guerra, ai miglioramenti produttivi ed al piano Marshall, i paesi europei riuscirono per la prima volta, nel loro insieme, a contenere la pressione delle forze inflazionistiche, poi ravvivate dal conflitto di Corea.

L'andamento di fondo di ciascuna serie è stato determinato interpolando una curva col sistema dei minimi quadrati, dopo aver depurato i dati grezzi delle variazioni stagionali. Per l'interpolazione si è fatto ricorso ad una parabola di secondo grado: peraltro, essendo risultati particolarmente bassi i coefficienti della x^2 , non ci si è allontanati in misura rilevante dall'andamento rettilineo.

In tutti i paesi si constata un avvallamento nella prima metà del 1951, seguito da una cresta nel 1952 e dal ritorno verso la tendenza di fondo nel 1953 (fig. 1).

Come appare dal confronto con il grafico del movimento ciclico dei prezzi all'ingrosso negli stessi paesi, l'avvallamento è intervenuto in una fase di sviluppo ciclico dei prezzi, mentre la cresta è stata raggiunta in una fase di flessione dei prezzi (fig. 2).

Il confronto del movimento ciclico della circolazione col movimento ciclico dei prezzi rivela dunque, tra i due fenomeni, una correlazione inversa piuttosto che diretta; cioè, mentre le tendenze di fondo dei due fenomeni sono generalmente parallele, la relazione tra le loro oscillazioni cicliche è piuttosto di opposizione.

Per l'intero periodo di sei anni, la relazione tra la curva del movimento ciclico dei prezzi ingrosso e quella del movimento ciclico della circolazione nei sette paesi esteri (il caso italiano viene approfondito nel seguito di questo studio) è espressa dai valori del coefficiente di correlazione riportati nella tav. 1.

TAV. I

VALORI DEL COEFFICIENTE DI CORRELAZIONE
TRA CIRCOLAZIONE E PREZZI (1)

	Coefficiente di correlazione	Errore quadratico medio del coefficiente di correlazione
Olanda	- 0,77	0,05
Germania	- 0,45	0,10
Belgio	- 0,44	0,10
Austria	- 0,22	0,11
Stati Uniti	+ 0,07	0,12
Svizzera	+ 0,20	0,11
Francia	+ 0,36	0,11

(1) I coefficienti di correlazione riportati in questa tavola sono stati calcolati sugli scarti relativi dal *trend* (valori mensili non depurati delle variazioni accidentali).

I coefficienti decisamente significativi sono i primi tre, tutti negativi. Dall'ispezione delle figure 1 e 2 si rileva che i coefficienti negativi appartengono ai quattro paesi in cui il movimento ciclico è stato più marcato, e che nella fase di più spiccato movimento congiunturale, svoltasi nella seconda metà del 1950 e nella prima del 1951,

MOVIMENTO CICLICO DELLA CIRCOLAZIONE
(dati mensili)

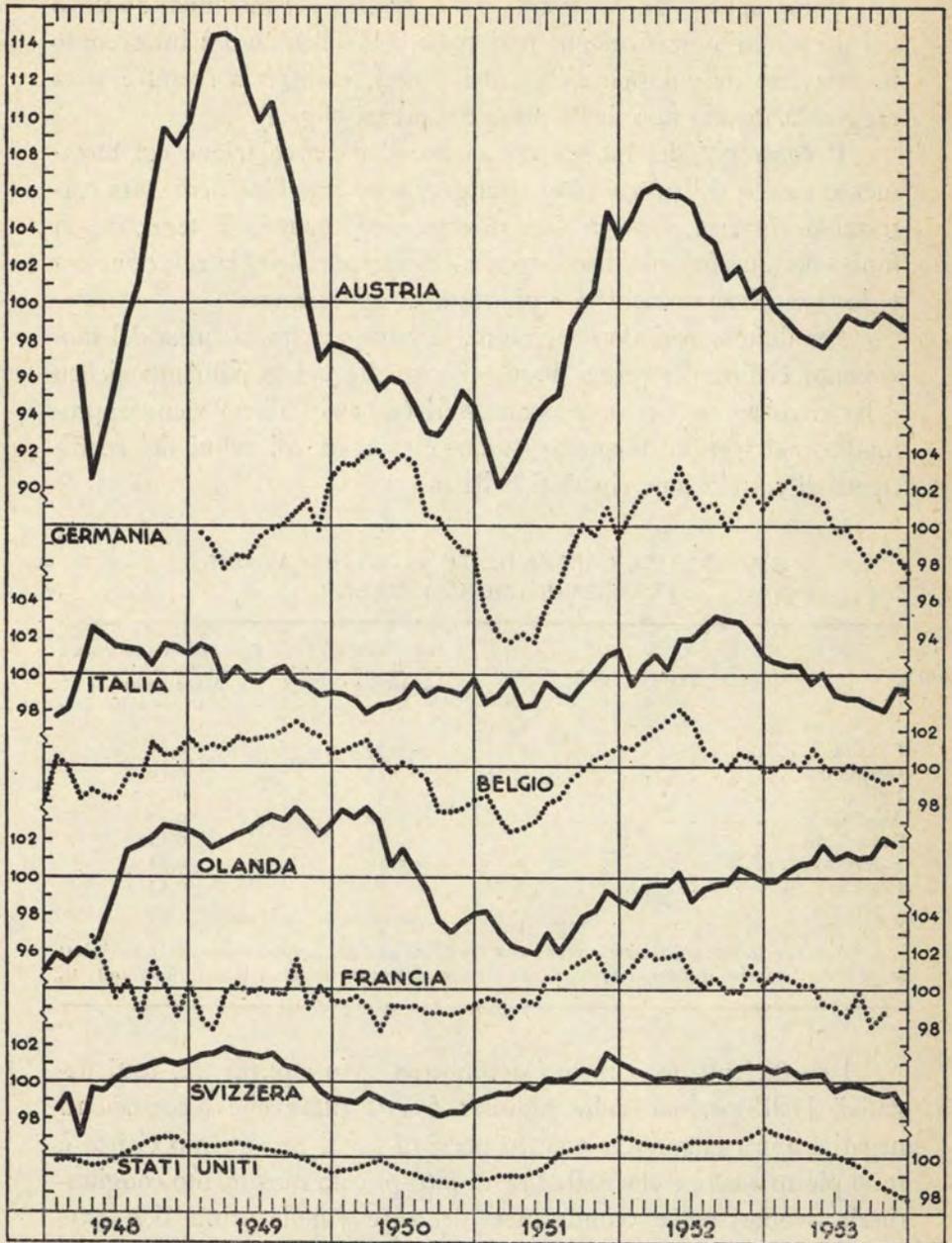
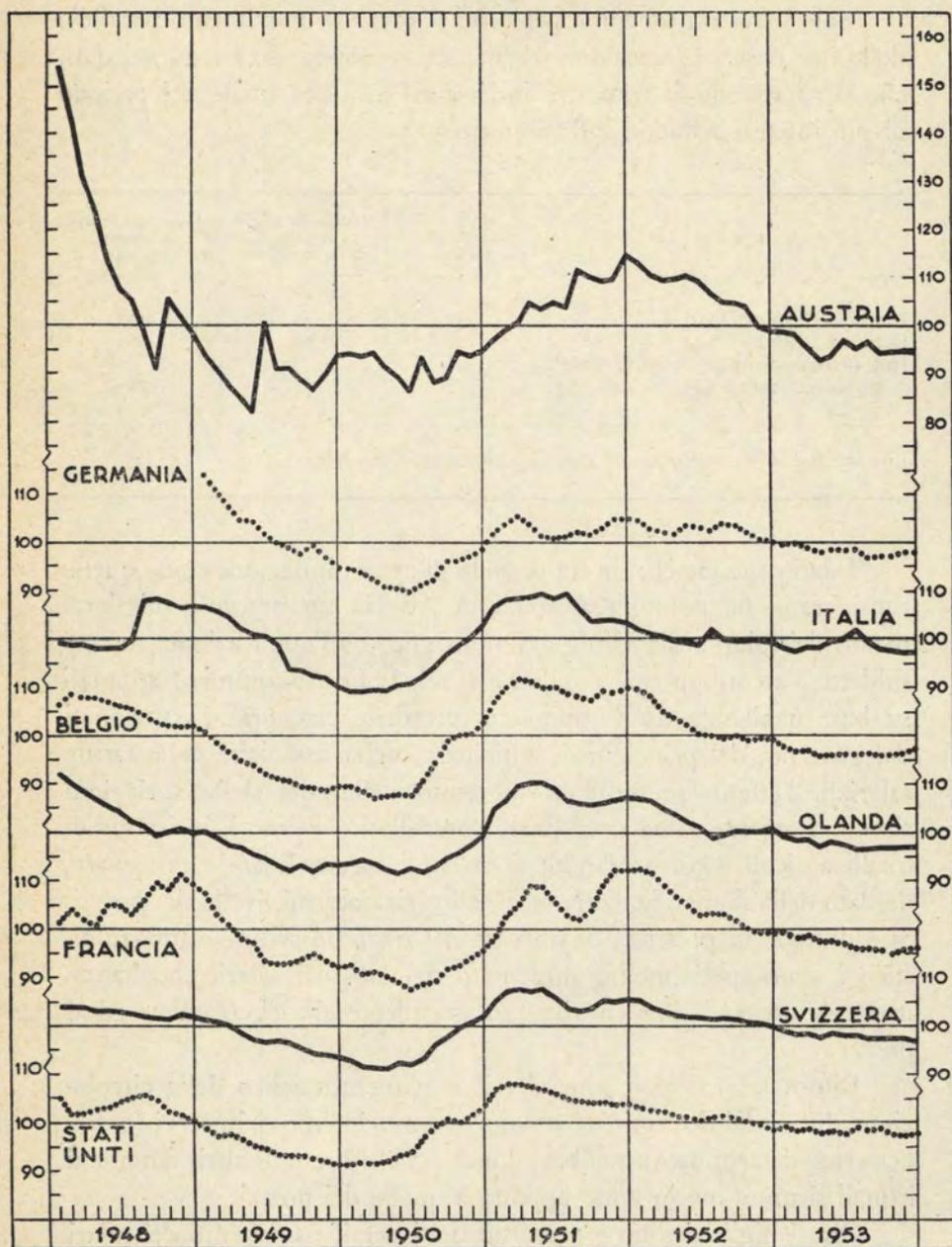


FIG. 2

MOVIMENTO CICLICO DEI PREZZI
(dati mensili)



si è avuta una generale opposizione tra il movimento discendente della curva ciclica della circolazione e quello ascendente della curva ciclica dei prezzi.

Solo l'Austria presenta, per tutto il 1951, un movimento parallelo delle due curve. L'eccezione si chiarisce considerando i seguenti dati, che si riferiscono al trimestre iniziale ed a quello finale del periodo di più intenso sviluppo inflazionistico:

Trimestre	Indice dei salari (aprile 1945=100)	Indice dei prezzi ingrosso (dicem. 1937=100)	Indice dei prezzi al minuto (marzo 1938=100)
Luglio-settembre 1950	436	560	453
Ottobre-dicembre 1951	717	812	662
Ind. ottobre-dicembre 1951 in base luglio-settembre 1950 = 100 . .	164	142	146

FONTE: *Bollettino statistico della Banca nazionale d'Austria.*

I dati palesano che, in un periodo di aperta inflazione come quello considerato, ha potuto realizzarsi in Austria un notevole miglioramento dei salari reali. Ciò è avvenuto grazie all'applicazione, nei cosiddetti « accordi prezzi e salari » (Preis-Lohn-Abkommen) stipulati su base nazionale tra i rappresentanti delle categorie e sanzionati dal governo, del principio di anticipare, nella fissazione delle tariffe salariali, l'effetto presumibile sul costo della vita delle variazioni simultaneamente attuate nei livelli controllati dei prezzi, in ispecie di quelli agricoli. Così operando, si è venuti a consolidare e rafforzare, dal lato della domanda, l'effetto di tali variazioni sul livello dei prezzi. Si è dunque in presenza di un caso nel quale lo sviluppo inflazionistico è stato specialmente alimentato dal lato dei salari, che hanno impresso un medesimo movimento ascendente alla circolazione ed ai prezzi.

Ritornando al caso generale, il movimento ciclico della circolazione, lungi dal determinare un analogo movimento dei prezzi (o dall'esserne determinato) sembra dunque obbedire ad altri fenomeni i quali si muovano in senso opposto a quello dei prezzi.

Ora, i biglietti sono soprattutto usati per il pagamento dei salari

e degli stipendi, e nella successiva spesa da parte dei consumatori; cioè nei rapporti tra le imprese di produzione e le economie domestiche e nei rapporti di queste con le imprese commerciali e di servizi. Si è portati, perciò, a ritenere che la consistenza della circolazione sia positivamente associata con la liquidità delle economie di consumo. Questa, infatti, è negativamente correlata all'andamento dei prezzi perchè: *a*) le fasi di aumento dei prezzi sono fasi di larghi acquisti, e quelle di prezzi flettenti fasi di astensione dagli acquisti; cioè le prime sono fasi di utilizzo, e le seconde fasi di accumulo di liquidità; *b*) gli adeguamenti salariali, conseguenti all'aumento dei prezzi, si producono con ritardo sull'inizio di questo; talora quando al movimento di ascesa, già esaurito, è subentrata la tendenza opposta.

L'interpretazione del movimento ciclico della circolazione, come espressivo, essenzialmente, dei movimenti nella liquidità delle economie di consumo, porta a ritenere che nei periodi di liquidità subnormale, come l'inverno del 1951, debba aversi una riduzione nella partecipazione al totale della circolazione dei biglietti di grosso taglio, meglio atti a fungere da riserva di liquidità nelle fasi di larghezza. Un controllo eseguito su un certo numero di paesi per i quali è stato possibile avere i dati (Germania, Olanda, Austria), ha permesso di constatare che, in effetti, nella prima metà del 1951, la partecipazione dei tagli maggiori al totale della circolazione è diminuita; in alcuni paesi nei quali era in atto, come da noi, un processo di diffusione dei tagli maggiori, questo si è arrestato fino al superamento della crisi di liquidità.

3. La pista, ora sommariamente tracciata, è stata seguita nell'esame dei dati relativi all'Italia. Prima di arrivare a questo, gioverà precisare meglio lo schema interpretativo adottato.

La circolazione è costituita da fondi di cassa del pubblico e delle imprese; le eccedenze rispetto alle consistenze normali vengono dal pubblico trasferite sui depositi a risparmio e dalle imprese sui conti correnti, quando non vengono investite in forme meno liquide. Poichè le imprese sono certamente più pronte del pubblico nel trasformare le eventuali eccedenze di cassa in depositi (di conto corrente), l'andamento della circolazione dovrebbe, preso isolatamente od insieme con i depositi a risparmio, commisurarsi specialmente alla

situazione di liquidità del pubblico. Vero è che in fase di alta congiuntura anche il volume di affari regolato in biglietti aumenta; ma ciò avviene specialmente con una variazione della velocità di circolazione del biglietto piuttosto che nella quantità in circolazione.

In sostanza, supponendo che la prima forma di risparmio sia costituita dal tesoreggiamento dei biglietti, potremo considerare le variazioni cicliche della circolazione come un indice delle variazioni nella consistenza del risparmio delle classi più umili, che per ignoranza o per la limitatezza del gruzzolo accumulato non sentono lo stimolo di lucrare gli interessi attraverso una forma più evoluta di investimento. Od anche, nel caso di classi più evolute, la prima fase del risparmio: l'accumulo della somma sufficiente a giustificare l'onere dell'operazione di versamento in banca o d'investimento in buoni o titoli.

Ora, la misura in cui il pubblico accumulerà risparmio nelle forme liquide del biglietto e del deposito a risparmio è funzione di due flussi: il flusso di entrata e quello di spesa. Assumendo come indice dell'entrata i guadagni dei lavoratori dipendenti, e come indice della spesa le vendite nel commercio al minuto, si dovrebbe trovare che le variazioni nella circolazione e nei depositi a risparmio, cioè nella *liquidità delle economie di consumo*, sono correlate positivamente ai guadagni e negativamente alle spese, cioè alle vendite del commercio.

Più precisamente, si può supporre che le linee rappresentanti le tendenze di fondo della circolazione, dei salari e delle vendite esprimano posizioni di equilibrio intorno alle quali hanno luogo:

- un accumulo (o un decumulo) di biglietti e depositi a risparmio, quando il salario si discosti in più (o in meno) dalla tendenza di fondo (ciò anche per effetto di pagamenti di arretrati, ferie ecc.);
- un decumulo (o un accumulo) di biglietti e depositi a risparmio, quando il volume delle vendite si discosti in più (come nell'ondata di acquisti post-coreana) od in meno (come nella successiva fase di astensione) dalla tendenza di fondo; attraverso queste oscillazioni realizzandosi, in sostanza, delle trasformazioni di liquido in scorte domestiche di beni, e viceversa.

Seguendo questo schema interpretativo, si è provveduto a costruire la curva degli scostamenti ciclici della circolazione dalla tendenza di

fondo. Analoga curva si è costruita per la somma circolazione più depositi a risparmio.

Poichè la formazione di liquidità è simultanea alla percezione del salario nelle economie private, e simultanea alle vendite nelle economie delle imprese, nella considerazione degli scostamenti ciclici non si sono introdotti sfasamenti temporali.

Per i salari e per le vendite, si è pure proceduto alla determinazione delle tendenze di fondo e degli scostamenti da questa.

È importante avvertire che il confronto non deve istituirsi tra gli scostamenti della circolazione dalla sua linea di fondo e gli analoghi scostamenti dei salari e delle vendite, cioè tra i movimenti di un fondo (la circolazione) e i movimenti di un flusso (i salari, le vendite): occorre, anche per questi due fenomeni, risalire dal « flusso » al « fondo », nel modo seguente. Si supponga di avere individuato una data di partenza nella quale i vari fenomeni (salari, vendite, somma circolazione più depositi a risparmio) siano in equilibrio, cioè non presentino deviazioni dalle rispettive tendenze di fondo. Se nel primo mese che segue a tale data si guadagna di più (o si spende meno) di quanto normalmente corrisponderebbe allo sviluppo di fondo, si avrà un certo accumulo di biglietti e di depositi uguale alla differenza tra lo scostamento dei salari dalla propria tendenza di fondo e l'analogo scostamento delle vendite. Se nel mese successivo salari e vendite continuano a divergere dalle rispettive tendenze di fondo, come nel mese precedente, lo scostamento della circolazione e dei depositi dalla propria tendenza di fondo alla fine del secondo mese si proporzionerà allo scostamento *cumulativo* dei salari e delle vendite dalla propria tendenza di fondo nell'intero periodo di due mesi. E così via alla fine dei mesi successivi. Si suppone cioè che lo sviluppo normale dei salari finanzia i consumi correnti, per cui ogni lira incassata in più o in meno rispetto a tale sviluppo normale, vada ad incrementare (o a diminuire) la liquidità, a meno che questo effetto sia neutralizzato da uno scostamento parallelo delle vendite dalla propria tendenza di fondo (indicativo, presumibilmente, di un accumulo di scorte familiari, se positivo, e di un ricorso a scorte precostituite, se negativo). In generale, lo scostamento della liquidità (circolazione più depositi a risparmio) dalla propria tendenza di fondo, ad una certa data, sarà uguale alla somma degli scostamenti dei salari dalla propria tendenza

di fondo, dall'inizio del periodo considerato, *meno* l'analoga somma degli scostamenti delle vendite.

4. Si è preso in considerazione l'andamento dei salari (retribuzioni medie di fatto) negli ultimi 6 anni (1948-1953). Depurato l'andamento della stagionalità, del *trend* e delle variazioni accidentali (sostituendo ai valori medie mobili di 3 mesi), resta un movimento ciclico che indica l'accumulo di liquidità realizzabile in ciascun mese (e, in caso di scostamento negativo, il ricorso a liquidità precostituite). Per passare da questi dati all'ammontare, e quindi alle variazioni dell'ammontare, della liquidità accumulata, od utilizzata, per effetto dell'andamento salariale, si è costruita una serie cumulativa in cui il dato di ciascun mese è la somma algebrica di tutti gli scostamenti precedenti. La serie ha origine all'inizio del periodo in esame, cioè al gennaio 1948. Non si è cercato di stabilire se i movimenti salariali precedenti a tale data fossero stati tali da dar luogo ad accumulo od utilizzo di liquidità, rispetto ai livelli normali; sono quindi gli effetti del successivo movimento salariale, rispetto a quella qualsiasi posizione di liquidità che caratterizzava la situazione di partenza, che vengono esaminati. L'andamento della serie palesa che, per il solo effetto del movimento salariale, la liquidità avrebbe dovuto mantenersi all'incirca costante fino al novembre 1949, discendere poi fino all'aprile-maggio 1951, riprendere successivamente fino all'aprile 1953, indi nuovamente discendere.

Questo andamento, confrontato con quello ciclico della circolazione, nello stesso periodo di sei anni, risulta con esso moderatamente correlato in senso positivo ($r = + 0,292$) (tav. 2).

Ma nel caso del periodo in esame vi sono state delle spinte ad anticipare o ritardare gli acquisti di beni di consumo non deperibili, cioè degli spostamenti tra liquidità e scorte di beni di consumo. Per avere un indice di tali scorte si è fatto ricorso all'indice delle vendite dei grandi magazzini; come per le altre serie, si è provveduto a depurarlo della stagionalità, delle variazioni accidentali e dell'andamento di fondo, e, come per i salari, si è passati dagli scostamenti di ciascun mese alla serie cumulativa. Anche in questo caso, prescindendo dal considerare quale era la situazione all'inizio del 1948, la serie ottenuta è indicativa dell'andamento della consistenza delle

scorte domestiche. Con la serie della circolazione la correlazione è risultata negativa ($r = -0,540$); il che conferma l'investimento alternativo dei primi risparmi: scorte di beni di consumo ovvero giacenze di cassa.

TAV. 2

VALORI DEL COEFFICIENTE DI CORRELAZIONE r
FRA LE SERIE CONSIDERATE (1)

Caratteri correlati	Periodo	
	1948-1953	sett. 1950 - dic. 1953
Circolazione } Salari }	+ 0,292	+ 0,316
Circolazione } Vendite }	- 0,540	- 0,448
Circolazione } Depositi }	- 0,325	- 0,221
Depositi } Salari }	+ 0,508	+ 0,691
Depositi } Vendite }	- 0,175	- 0,585
Depositi + circolazione } Salari }	+ 0,668	+ 0,842
Depositi + circolazione } Vendite }	- 0,441	- 0,816
Salari } Vendite }	- 0,747	- 0,821
Circolazione } Prezzi ingrosso }	+ 0,218	- 0,297
Depositi + Circolazione } Prezzi ingrosso }	- 0,341	- 0,824

(1) I coefficienti di correlazione di questa tavola sono stati calcolati su scarti assoluti dalle relative medie di serie depurate della stagionalità, del *trend* e delle variazioni accidentali.

Se alla circolazione sostituiamo una serie rappresentante il movimento ciclico dei depositi a risparmio presso le aziende di credito, le correlazioni ora trovate non solo trovano conferma come segno, ma

per quanto riguarda i salari l'indice sale al valore di + 0,508. Tutto ciò mentre la correlazione circolazione depositi risulta, nel periodo in esame, di segno negativo ($r = -0,325$), e sembra indicare che tra tesoreggiamento di biglietti e depositi a risparmio vi siano stati degli spostamenti nel periodo considerato, sotto la spinta di particolari fattori, quale ad esempio il miglioramento delle condizioni offerte ai depositanti. Per eliminare l'influenza di questi spostamenti è d'uopo costruire una serie comprensiva dell'andamento della circolazione e dei depositi a risparmio. La correlazione della serie così ottenuta (circolazione più depositi a risparmio) con quella dei salari risulta più alta che non le correlazioni trovate per le singole serie ($r = +0,668$) mentre per le vendite si mantiene su un valore intermedio ($r = -0,441$).

Nel diagramma sono raffigurati: il movimento ciclico, l , della liquidità delle economie di consumo (cioè della somma della circolazione con i depositi a risparmio); l'integrale, s , del movimento ciclico dei salari; l'integrale, v , del movimento ciclico delle vendite (fig. 3).

Avendo sostituito ai valori originali di l , di s e di v gli scarti dalle medie aritmetiche delle rispettive serie (depurate del *trend*) vale tra l ed s la relazione

$$\frac{l}{\sigma_l} = r_{ls} \frac{s}{\sigma_s}$$

dove σ_l e σ_s sono gli scarti quadratici medi delle serie dei valori l ed s . Analoga relazione lega l a v .

La relazione indicata può scriversi

$$l = r_{lv} \frac{\sigma_l}{\sigma_s} s$$

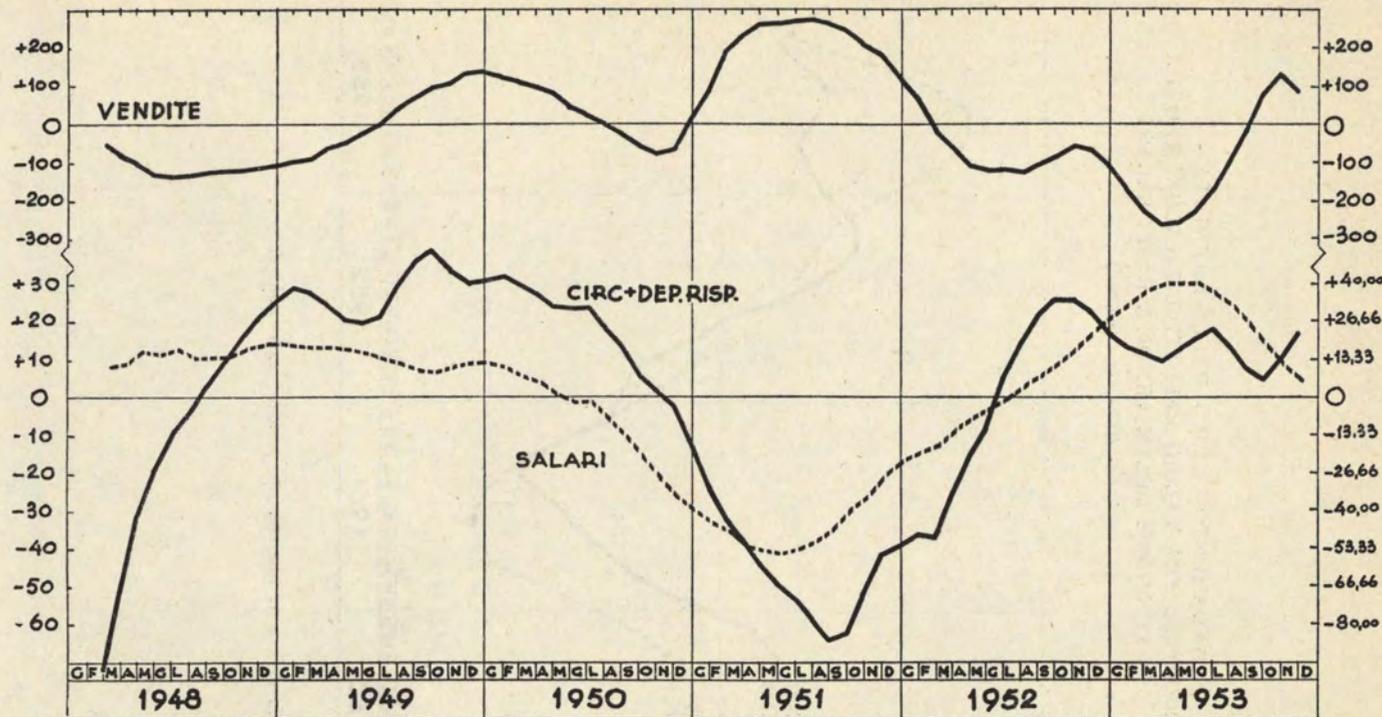
Pertanto, usando (come si è fatto nel diagramma), nella rappresentazione dei valori di s una scala la quale stia nel rapporto

$$r_{lv} \frac{\sigma_l}{\sigma_s}$$

a quella usata per la serie dei valori l , si ottiene una curva dell'andamento di s la quale esprime al tempo stesso l'andamento teorico di l come funzione di s , secondo la relazione sopra scritta.

Osservazioni analoghe valgono per la curva delle vendite, il cui andamento verrà ad esprimere l'andamento teorico, rovesciato, della liquidità l in funzione delle vendite v .

ANDAMENTO CICLICO DELLA LIQUIDITÀ, DELLE VENDITE E DEI SALARI
(scarti dal trend)

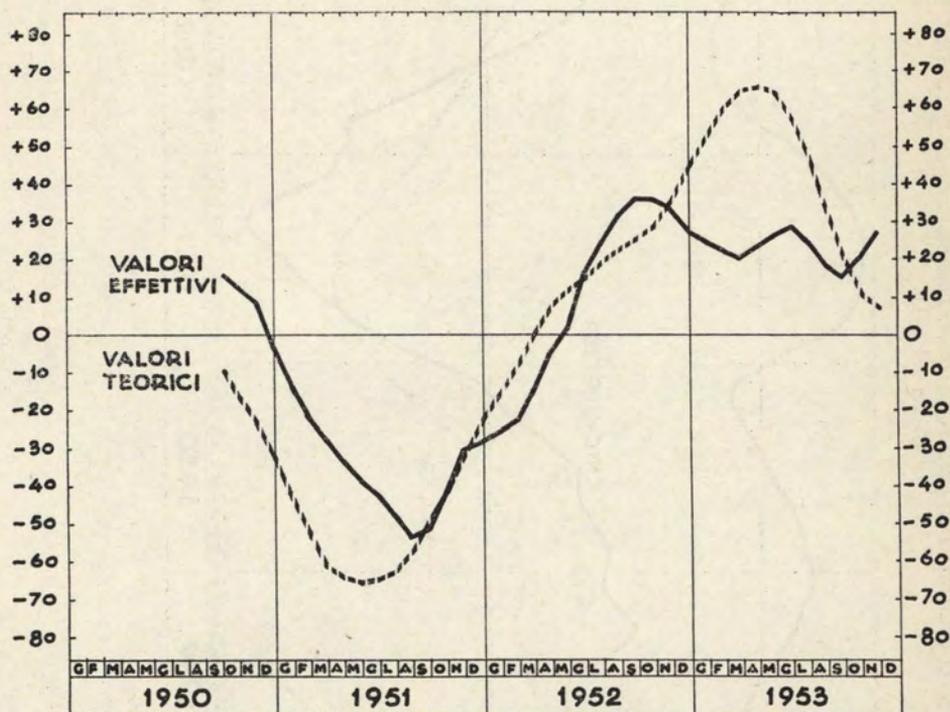


OSSERVAZ. SULL'ANDAMENTO DELLA CIRCOLAZIONE

Serie	Unità	Media dei valori osservati	Scala
Circolazione più dep. a risp. (liquidità)	miliardi	2093	inferiore sinistra
Salari	lire per ora	197	inferiore destra
Vendite	giugno 1946 = 100	588	superiore

FIG. 4

ANDAMENTO CICLICO DELLA LIQUIDITÀ -
 CONFRONTO TRA VALORI EFFETTIVI E VALORI TEORICI
 IN FUNZIONE DELLE VENDITE E DEI SALARI
 (scarti dal trend in miliardi *)



* Media dei valori osservati nel periodo: 2480 miliardi.

Una più netta convalida dello schema interpretativo adottato si ha limitando la ricerca al periodo post-coreano, nel quale i movimenti congiunturali sono stati più marcati. Poichè in Italia gli effetti della nuova congiuntura internazionale si sono avvertiti verso l'agosto-settembre, i calcoli sono stati riferiti al periodo settembre 1950 - dicembre 1953. Per questo più limitato periodo si sono ottenuti dei valori di r (v. tabella) particolarmente alti (oltre 0,8).

5. L'esistenza di una netta correlazione diretta della curva ciclica della liquidità con la curva ciclica cumulativa dei salari, e di una correlazione inversa con la curva ciclica cumulativa delle vendite, consente la possibilità di rappresentare matematicamente la prima curva come funzione lineare delle altre due. Il risultato ottenuto è soddisfacente; dalla figura 4 appare infatti che la curva teorica della liquidità segue abbastanza fedelmente la curva effettiva.

Per il periodo considerato si sono determinati i parametri (a e b) dell'equazione:

$$l' = av + bs$$

dove v ed s indicano rispettivamente le vendite ed i salari, l' i valori teorici della liquidità (circolazione + depositi).

La condizione posta per la determinazione dei parametri a e b è che la somma dei quadrati degli scostamenti tra l' ed i valori effettivi della serie della liquidità sia minima.

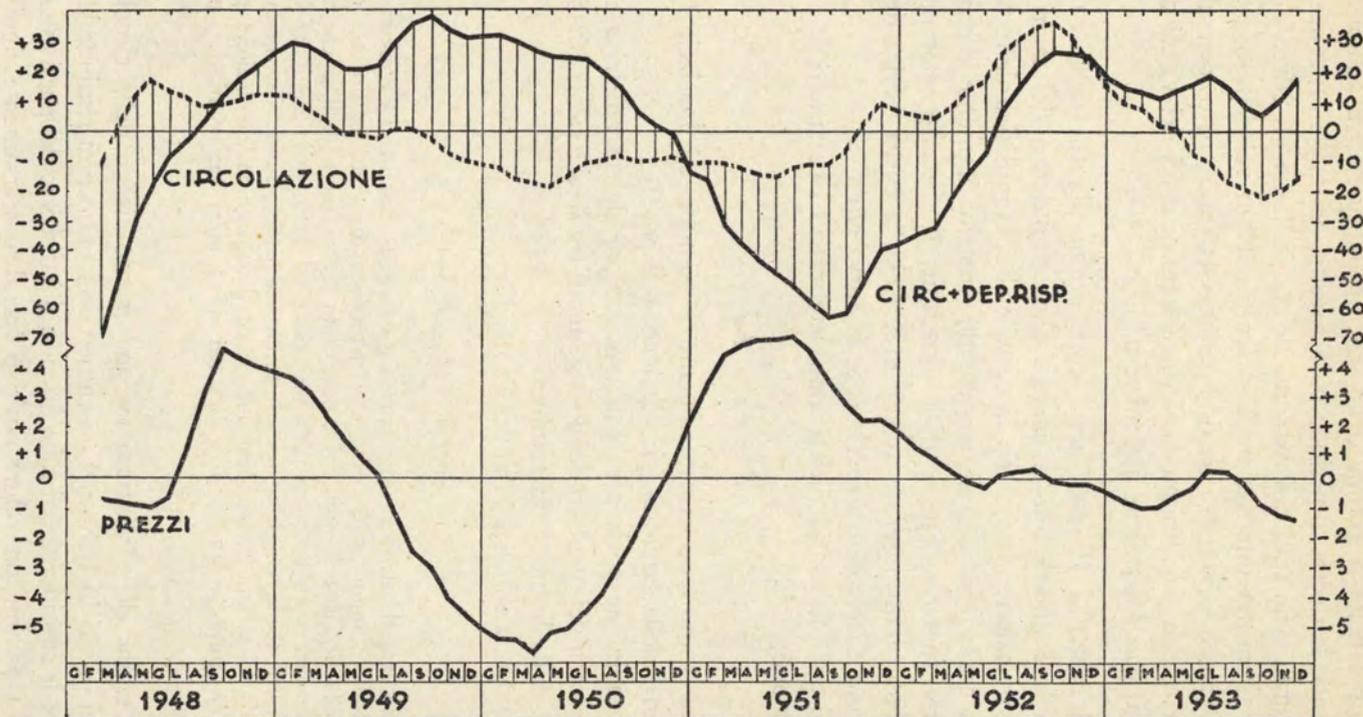
Eseguiti i calcoli si è ottenuta l'equazione:

$$l' = -0,06570v + 1,03334s.$$

Essendo la serie delle vendite (cumulativa degli scostamenti) espressa in punti dell'indice giugno 1946 = 100, quella analoga dei salari in lire per ora e quella della liquidità in miliardi, l'equazione scritta sopra ci dice che nel periodo settembre 1950-dicembre 1953 variazioni (al netto della stagionalità e del movimento di fondo) di un punto nell'indice delle vendite determinano variazioni di 66 milioni nell'andamento ciclico della somma circolazione più depositi a risparmio, e quelle di 1 lira nei salari orari variazioni di 1.033 milioni.

6. L'esame delle relazioni tra andamento ciclico della circolazione e dei prezzi in Italia nel sessennio considerato non sembrerebbe confermare le considerazioni fatte quando si è discusso dei paesi esteri, in quanto r assume un valore positivo (peraltro scarsamente signifi-

ANDAMENTO CICLICO DELLA CIRCOLAZIONE, DEI DEPOSITI A RISPARMIO E DEI PREZZI
(scarti dal trend)



Serie	Unità	Media dei valori osservati nel periodo
Circolazione	miliardi	1088
Circol. più depos. a risparmio	miliardi	2093
Prezzi	1938 = 1	52,7

cativo) di + 0,218. Tenendo però conto, anche in questo confronto, della opportunità di considerare per l'Italia l'andamento dei depositi a risparmio ai fini della liquidità (fig. 5), e di limitare l'esame al periodo più recente, in cui meno si fanno risentire le ripercussioni dell'assestamento successivo all'arresto dell'inflazione, si trova conferma di una netta relazione inversa tra prezzi e liquidità, raggiungendo r il valore di $-0,341$ per l'intero sessennio e di $-0,824$ per il periodo settembre 1950-dicembre 1953. La stessa correlazione tra circolazione e prezzi risulta negativa ($r = -0,297$), limitando l'esame al periodo più recente (tav. 2).

LA COMPONENTE ESTERNA DELLA LIQUIDITÀ E LE REGOLE DELLA CONDOTTA MONETARIA (*)

1. L'angusto sentiero fra l'inflazione e la deflazione è distinguibile a mala pena; diviene irricognoscibile quando i vari indici della relazione tra domanda e offerta (prezzi, occupazione, bilancia dei pagamenti) puntano in direzioni divergenti od opposte.

Siffatte difficoltà diagnostiche sono divenute familiari negli Stati Uniti dopo la recente esperienza di prezzi in ascesa in presenza di una recessione economica. Vari esempi di situazioni similmente ambigue possono essere tratti anche dalle recenti esperienze europee. La Gran Bretagna si è trovata per quasi tre anni in condizioni di ristagno economico e insieme di prezzi crescenti. In Germania si osservano insieme, da qualche tempo, scarsità di manodopera e forti avanzi nella bilancia dei pagamenti.

L'Italia del 1947 aveva nello stesso tempo un'inflazione di prezzi galoppante e un'estesa disoccupazione. Durante il 1952, nel risucchio che seguì l'onda coreana, riduzioni dei prezzi e una forte caduta della velocità di circolazione della moneta si accoppiarono a crescenti disavanzi della nostra bilancia dei pagamenti con l'estero. Infine, le due annate comprese tra l'autunno del 1957 e l'estate del 1959 sono state

(*) Questo testo segue le linee di una comunicazione presentata e discussa alla facoltà di economia della Cornell University (Ithaca, N.Y.) nel dicembre 1959 (P. BAFFI, *The external component in liquidity changes and the rules of the game*). Successivamente, nuove elaborazioni di dati sono state compiute dallo scrivente presso la Banca d'Italia in collaborazione con A. OCCHIUTO, e presso la Banca dei regolamenti internazionali in collaborazione con W. Mc CLAM. Di queste seconde è traccia nel trentesimo rapporto annuale della B.R.I. (1959/60) al capitolo terzo.

Saggio pubblicato nel *Giornale degli economisti* (novembre-dicembre 1960) fra gli studi in onore di Gustavo Del Vecchio, con firma congiunta a quella di A. OCCHIUTO e compreso nella raccolta di *Lecture di politica monetaria e finanziaria* edita dalla Banca popolare di Milano, 1965.

contrassegnate da un costante progresso della produzione e dell'occupazione, al quale si sono, sorprendentemente, accompagnati un ampio avanzo dei pagamenti con l'estero e una debole domanda di credito.

Ciascuna di queste situazioni pone l'esperto economico di fronte a un duplice ordine di problemi.

Da una parte abbiamo i problemi pratici della scelta tra obiettivi di politica economica apparentemente in contrasto, come stabilità dei prezzi e piena occupazione. Dall'altra abbiamo il problema di adattare e forse di riformulare i nostri schemi diagnostici, al fine di poter far rientrare in essi nuovi e inattesi sviluppi che possono avere o non avere relazione con i nostri obiettivi di politica economica.

Il presente saggio tratta principalmente problemi di questo tipo, ossia di analisi piuttosto che di politica monetaria. (Alcune implicazioni di politica monetaria verranno peraltro accennate nell'ultimo paragrafo).

Esso è stato sollecitato dalla situazione italiana del 1958-59, ricordata in precedenza fra quelle ricche di elementi singolari, e quindi suscettibile di valutazioni congiunturali contrastanti. Si è già accennato che per quasi due anni (autunno 1957-estate 1959), mentre l'attività economica ha continuato ad espandersi a un ritmo elevato, la domanda addizionale di credito del settore privato (misurata sul saggio di espansione dei prestiti bancari) si è mantenuta al di sotto della tendenza (desunta dai dati di un decennio). Alla minor domanda di credito si sono associati un accrescimento delle disponibilità di oro e divise estere da 1,2 miliardi di dollari nell'ottobre 1957 a 3,0 nell'ottobre 1959 e un accrescimento, prima lento, poi accelerato, dell'indice della produzione industriale (base 1953 = 100 e depurato della stagionalità) da 137 nel quarto trimestre 1957 a 170 nel quarto trimestre 1959.

Si tratta di un quadro congiunturale inconsueto, il quale accresce ugualmente difficoltà ed importanza al compito di ricondurre analiticamente l'avanzo esterno all'azione di impulsi inflazionistici emanati dall'estero od alternativamente a quella di impulsi deflazionistici provenienti dall'interno. Rientra in tale analisi la ricerca dei nessi esistenti tra il movimento delle riserve valutarie e quello del volume del credito, e la conseguente formulazione di linee appropriate di condotta monetaria.

2. Esiste naturalmente una dottrina costituita circa la condotta monetaria da tenere in presenza di un saldo attivo o passivo della bilancia dei pagamenti. Secondo le cosiddette *regole del gioco*, formulate per il regime aureo (1), l'azione dell'autorità monetaria deve tendere a sollecitare i processi riequilibratori dei pagamenti con l'estero. Alcuni autori hanno eseguito verifiche empiriche della condotta effettiva delle banche centrali in presenza di uno squilibrio esterno. Sembrano particolarmente meritevoli di menzione, a tale riguardo, i contributi del Nurkse e del Bloomfield (2).

Secondo tali regole, osserva il Nurkse, ogniqualvolta la banca centrale acquista oro o divise estere, dovrebbe aversi un incremento dell'offerta di moneta nazionale non soltanto per effetto dell'acquisto delle attività sull'estero ma anche a causa dell'acquisizione di attività addizionali sull'interno. Del pari si suppone che, quando perde oro o divise estere, la banca centrale contragga anche le sue attività interne. In tal modo, l'influsso delle variazioni del volume delle attività sull'estero risulterà amplificato.

L'obiettivo delle regole era quello di « assicurare un rapido e continuo aggiustamento delle bilance dei pagamenti internazionali. La espansione del credito nel paese cui affluisce l'oro e la corrispondente contrazione in quello che ne perde dovevano influire sui prezzi e sui redditi in maniera da eliminare lo squilibrio della bilancia dei pagamenti che aveva dato origine al trasferimento di oro » (3).

Dopo aver così descritto la funzione della banca centrale nel processo di aggiustamento, Nurkse studia come le banche centrali si comportarono nel periodo tra le due guerre, usando dati riguardanti 26 paesi e gli anni dal 1922 al 1938. Per ogni paese e per ogni anno, egli pone a confronto le variazioni nel volume delle attività interne

(1) Nella logica del *gold exchange standard*, esse non paiono applicabili senza modificazione alle monete usate come riserva internazionale di liquidità, quali il dollaro e la sterlina.

(2) LEAGUE OF NATIONS, *International currency experience: lessons of the inter-war period*, 1944. Nella prefazione, viene precisato che il volume è principalmente opera di Ragnar Nurkse.

A. I. BLOOMFIELD, *Monetary policy under the international gold standard*, Federal Reserve Bank of New York, 1959.

(3) *Op. cit.*, p. 67.

della banca centrale con quelle nel volume delle attività sull'estero, accertando che nella maggioranza dei casi gli aumenti delle attività sull'estero furono entro certi limiti compensati da diminuzioni delle attività interne e viceversa. In 6 casi circa su 10 (232 su 382) ad una variazione delle attività sull'estero da un anno all'altro si contrappose una variazione di senso contrario nelle attività sull'interno. In tutti i paesi esaminati, eccetto uno, il numero delle variazioni di segno opposto fu per l'intero periodo maggiore di quello delle variazioni di segno uguale.

Sembra dunque che le regole del gioco siano state applicate a rovescio. Ma Nurkse è molto guardingo nel trarre questa conclusione e formula alcuni avvertimenti. Egli fa l'ipotesi che le attività interne possano essersi mosse nella stessa direzione delle attività sull'estero, ma con un ritardo superiore ad un anno. In tal caso, un aumento delle attività sull'estero potrebbe essere accompagnato per qualche tempo da una contrazione delle attività interne. Solo dopo qualche tempo è probabile che arrivi il momento in cui le misure espansive della banca centrale producano effetti. In questa fase, l'espansione creditizia potrebbe generare qualche pericolo per la bilancia dei pagamenti, cosicchè l'aumento delle attività interne si accoppierebbe nuovamente a una contrazione delle attività sull'estero.

La stessa verifica empirica che il Nurkse effettuò per il periodo tra le due guerre è stata eseguita per gli anni anteriori alla prima guerra mondiale dal Bloomfield. Seguendo le orme di Nurkse, egli ha rilevato le variazioni delle attività sull'estero e delle attività interne fruttifere di 11 banche centrali negli anni dal 1880 al 1913 e ha trovato che per ciascuna banca centrale le variazioni tra un anno e l'altro delle attività sull'estero e di quelle interne si verificarono più spesso in direzioni opposte che nello stesso senso. Anche in questo caso, in circa 6 coppie di osservazioni su 10 (191 su 319) si riscontrano variazioni di segno opposto. Emerge dal confronto con gli analoghi risultati del Nurkse una stretta analogia nel comportamento delle banche centrali, innanzi e dopo la prima guerra mondiale. Anche Bloomfield avverte come il risultato non significhi che le banche centrali abbiano seguito prima del 1914 una politica tendente deliberatamente a compensare anzichè rafforzare la componente esterna della base del credito.

3. L'analisi delle relazioni esistenti tra la componente esterna e la componente interna delle variazioni della massa monetaria compiuta dai due autori appare suscettibile di affinamento metodologico e di estensione, dal piano delle variazioni della massa monetaria a quello più generale della liquidità del sistema economico. Nel presente saggio, si compiono le due ricerche seguenti:

(a) al § 4, si verifica l'ipotesi dell'adattamento ritardato delle variazioni di una componente a quelle dell'altra;

(b) al § 5, si esamina la relazione esistente tra il comportamento delle due componenti nel breve periodo.

Entrambe le ricerche vengono compiute ai due livelli: (α) delle banche centrali; (β) del sistema creditizio preso nel suo insieme.

Si hanno quindi complessivamente quattro linee di analisi, di cui quelle in (β) nuove rispetto a Nurkse e Bloomfield.

L'estensione dell'esame all'insieme delle banche è necessaria per seguire compiutamente il processo di creazione del credito. Vari fattori contribuiscono infatti a svincolare in qualche misura il volume complessivo del credito da quello dell'attivo della banca centrale:

(a) modificando le proporzioni di riserva obbligatoria, la banca centrale può esercitare un'azione restrittiva od espansiva che non si ripercuote sul volume delle sue attività. L'azione svolta dal Sistema della riserva federale tra il 1954 e il 1960 ha seguito questa direttrice. Le attività (prestiti e titoli delle banche della Riserva federale) sono rimaste stabili intorno a 28 miliardi di dollari, ma cospicui importi di riserve sono stati liberati mediante ripetute riduzioni delle percentuali di riserva obbligatoria. In tal caso, la banca centrale varia il *moltiplicatore del credito* anzichè la *base del credito*;

(b) sia la modifica del moltiplicatore sia quella della base, anzichè determinare una variazione del volume dei prestiti bancari, possono risolversi in una variazione della liquidità delle banche commerciali. Se la domanda di credito è anelastica, l'azione espansiva della banca centrale darà origine solamente a un accumulo di « riserve eccedenti » e risulterà inefficace (4).

(4) Si potrebbe aggiungere, come (c), che anche quando l'azione espansiva o restrittiva della banca centrale si traduce in proporzionate variazioni nel volume del credito, solo sui dati delle banche commerciali si possono conoscere

L'estensione della ricerca al sistema creditizio preso nel suo insieme è consentita dalla documentazione raccolta, con omogeneità di criteri, dal Fondo monetario internazionale e pubblicata nel suo bollettino (*International Financial Statistics*).

Per ogni paese (il bollettino ne considera oltre 60) viene presentato, accanto ai dati sulla banca centrale, un *quadro monetario* (Monetary Survey) il quale offre, per il sistema bancario nel suo complesso, un bilancio-tipo di attività e passività, che verrà illustrato in seguito.

Per un po' più della metà dei paesi compresi nel bollettino del Fondo, si sono potute rilevare serie temporali sufficientemente omogenee per servire alla presente indagine. Per i rimanenti, seri motivi di incertezza hanno imposto l'esclusione: tra essi, la discontinuità nei criteri di formazione delle serie (debitamente segnalata dal Fondo); le variazioni nei tassi di conversione delle riserve in moneta nazionale, dovute a sistemi di cambi multipli e all'intervento di svalutazioni. L'esclusione più cospicua è quella del Regno Unito, per il quale il bollettino non fornisce il «quadro monetario». Anche il Giappone resta escluso per indisponibilità di dati.

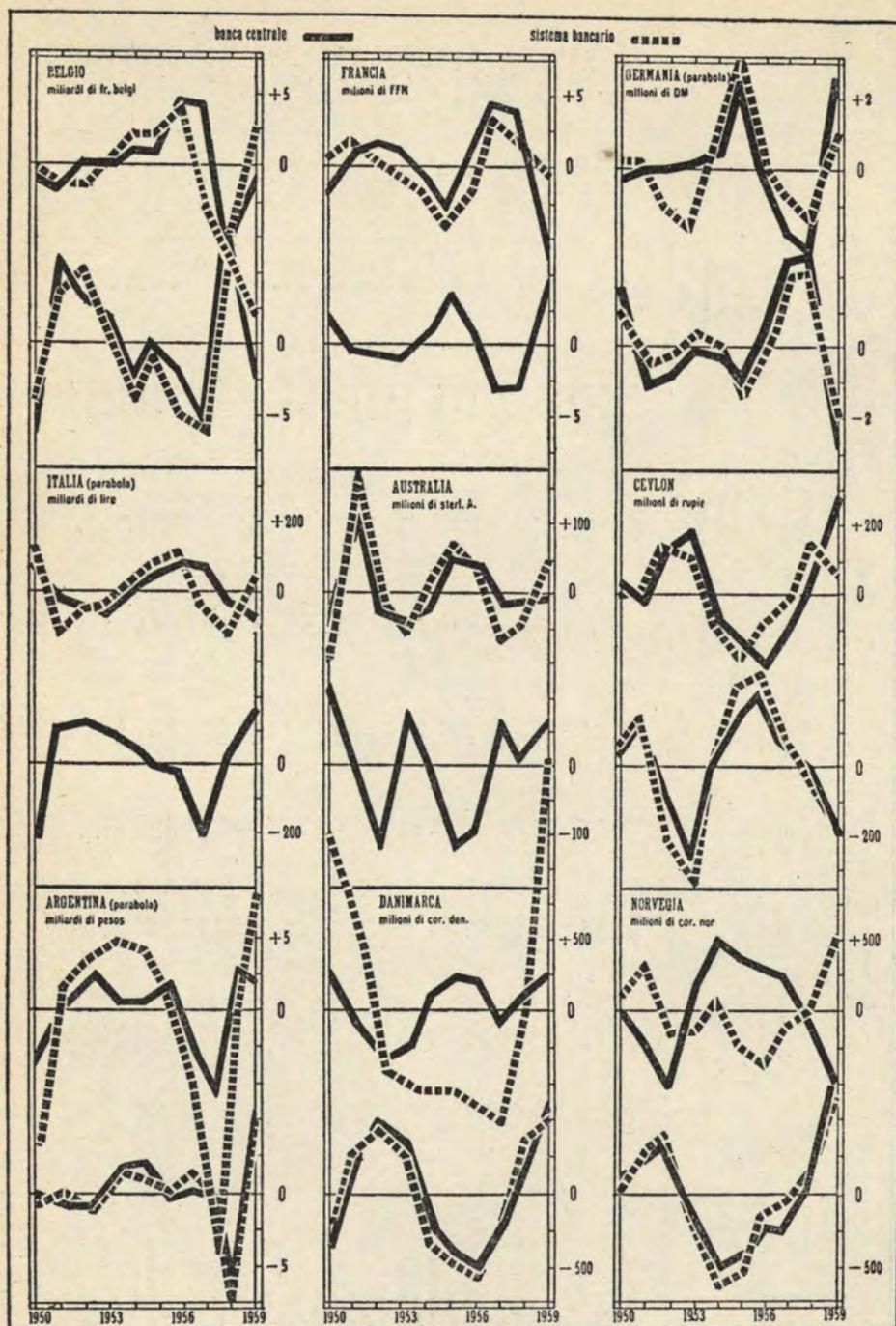
4. La tavola qui inserita presenta nella sezione di sinistra:

— alle colonne (1) e (2) il confronto tra lo sviluppo delle attività della banca centrale sull'estero (oro e divise) e quello delle sue attività sull'interno (crediti verso le banche, il settore privato e il settore pubblico) durante il periodo novennale fine 1950-fine 1959;

— alle colonne (3) e (4) lo stesso confronto per il sistema bancario preso nel suo complesso. (In questo confronto i rapporti di debito-credito tra la banca centrale e le banche commerciali si elidono).

Per tutti i paesi considerati fuorchè tre, come linea di sviluppo tendenziale si è assunta una retta, interpolata con i minimi quadrati.

i settori economici ai quali la variazione è stata applicata. Come si dirà più innanzi, il bollettino del Fondo monetario internazionale indica distintamente, nei «quadri monetari», il volume di credito in essere a favore del settore pubblico e quello a favore del settore privato. Nel seguito di questo saggio si troverà qualche cenno alle relazioni esistenti tra il volume del credito destinato all'uno e all'altro settore; ma l'analisi di tali relazioni meriterebbe maggiore approfondimento. La voce «settore pubblico» viene usata in questo saggio nel senso di «settore governativo».



Movimento ciclico della componente interna (alto) ed esterna (basso) della liquidità.

MOVIMENTO TENDENZIALE E MOVIMENTO CICLICO NELLE DUE COMPONENTI
(ESTERNA ED INTERNA) DELLA LIQUIDITÀ, 1950-1959

Paese	Movimento tendenziale (saggio aritmetico di incremento annuale)				Relazione tra gli scostamenti delle due componenti dalla tendenza					
	Attività della banca centrale		Attività del sistema bancario		Attività della banca centrale			Attività del sistema bancario		
	sull'estero (a) (1)	altre (2)	sull'estero (a) (3)	altre (4)	scarti con segno opposto (5)	scarti con lo stesso segno (6)	r (b) (7)	scarti con segno opposto (8)	scarti con lo stesso segno (9)	r (b) (10)
Argentina	- 2,5	19,2	15,0	19,0	5	5	- 0,114 (c)	3	7	0,224 (c)
Australia	- 2,0	2,3	- 2,0	5,2	8	2	- 0,486	8	2	- 0,679
Belgio	5,4	- 0,1	6,3	3,5	8	2	- 0,710	6	4	- 0,533
Birmania	- 5,5	19,0	- 4,4	19,4	7	3	- 0,853	8	2	- 0,831
Ceylon	0,1	27,8	- 1,6	8,1	7	3	- 0,843	9	1	- 0,780
Costa Rica	5,9	9,2	5,9	9,9	10	0	- 0,939	8	2	- 0,677
Cuba	- 4,4	23,3	- 6,1	13,0	9	1	- 0,947	2	9	- 0,727
Repubblica Dominicana	- 4,5	19,6	2,9	16,0	7	3	- 0,850	4	6	- 0,169
Equatore	- 2,8	9,4	- 1,1	11,5	7	3	- 0,696	5	5	- 0,326
Etiopia	11,4	5,9	-	-	10	0	- 0,941	-	-	-
Francia	0,6	9,6	0,6	11,3	8	2	- 0,953	8	2	- 0,746
Ghana	-	-	4,3	10,7	-	-	-	7	3	- 0,247
Guatemala	4,3	12,0	4,1	12,6	8	2	- 0,924	8	2	- 0,742
Haiti	-	-	- 24,4	13,7	-	-	-	5	5	- 0,301
Honduras	- 4,1	65,6	- 4,7	14,4	8	2	- 0,832	8	2	- 0,773
India	- 9,9	20,0	- 9,9	12,2	10	0	- 0,907	10	0	- 0,837
Iraq	10,9	18,0	9,8	18,2	6	4	0,117	7	3	- 0,277
Irlanda	-	-	- 2,6	8,2	-	-	-	9	1	- 0,894
Libano	-	-	12,2	11,7	-	-	-	4	6	0,368
Messico	-	-	11,5	11,4	-	-	-	8	2	- 0,704
Nuova Zelanda	- 2,2	5,0	- 2,7	4,2	8	2	- 0,367	5	5	- 0,466
Nicaragua	2,5	- 12,6	3,5	10,9	7	3	- 0,352	4	6	0,219
Panama	-	-	- 2,0	7,4	-	-	-	6	4	- 0,025
Filippine	- 16,8	17,4	- 13,0	12,8	8	2	- 0,459	8	2	- 0,490
Unione Sudatrica	2,2	23,9	- 2,7	6,3	9	1	- 0,727	6	4	- 0,442
Tailandia	3,3	13,4	2,8	13,4	6	4	- 0,862	8	2	- 0,566
Germania	23,2	- 119,4	24,2	14,6	8 (c)	2 (c)	- 0,867 (c)	8 (c)	2 (c)	- 0,517 (c)
Italia	17,0	4,4	17,0	12,1	10 (c)	0 (c)	- 0,849 (c)	6 (c)	4 (c)	- 0,328 (c)
Venezuela	13,0	8,9	16,0	18,5	5	5	- 0,466	1	9	0,534
Danimarca	52,6	- 0,3	53,7	4,5	8	2	- 0,851	3	7	0,480
Norvegia	20,7	- 1,0	22,8	3,2	10	0	- 0,976	2	8	0,560
Svezia	1,7	5,4	5,7	6,4	7	3	- 0,786	5	5	- 0,007
Stati Uniti	- 1,3	8,0	- 1,3	4,0	8	2	- 0,899	8	2	- 0,703
Olanda	7,3	- 16,3	-	-	10	0	- 0,911	-	-	-
Egitto	- 16,1	25,1	-	-	7	3	- 0,702	-	-	-

(a) Compreso l'oro.

(b) Coefficiente di correlazione tra gli scostamenti delle due variabili (attività sull'estero, altre attività) dai rispettivi trends.

(c) Rispetto ad un trend parabolico.

Risultati non molto diversi si sarebbero ottenuti usando *trends* esponenziali o parabolici. Si è preferita l'interpolazione lineare in considerazione del fatto che durante i nove anni in esame lo sviluppo della massa di moneta e quasi-moneta (che costituisce la contropartita degli attivi bancari) è stato effettivamente caratterizzato in molti paesi da un moto decelerato. Dopo il movimento inflazionistico associato alla guerra coreana durante il 1950-51, vari fattori concorsero a produrre questo effetto: prezzi in declino per le materie prime; un maggiore sforzo per frenare l'inflazione nei paesi industrializzati; inoltre, negli anni più recenti, un minor saggio di espansione del reddito reale.

Si è controllato se l'interpolazione lineare forniva una soddisfacente distribuzione temporale degli scostamenti positivi e negativi dal *trend* e si è accertato che ciò si verificava praticamente in tutti i casi, eccetto che per la Germania, l'Italia e l'Argentina. In questi tre paesi la legge di incremento si è avvicinata nello scorso decennio alla ragione geometrica, sia per la creazione di credito sia per l'accumulazione di divise estere, per cui, procedendo a una interpolazione lineare, gli scostamenti positivi vengono a trovarsi all'inizio e alla fine del periodo e quelli negativi nella parte centrale. Conseguentemente, si è fatto per essi ricorso alla interpolazione di curve paraboliche.

Sulle 29 coppie di dati disponibili per la distribuzione dell'attivo delle banche centrali (colonne 1 e 2) la correlazione tra la variazione della componente interna e quella della componente esterna nel periodo novennale (trattato come un unico lasso di tempo) risulta negativa ($r = -0,49$) e statisticamente significativa.

Sulle 32 coppie di dati disponibili per la distribuzione dell'attivo del sistema bancario nel suo complesso (colonne 3 e 4) la correlazione risulta debolmente negativa ($r = -0,11$) e statisticamente non significativa.

L'ipotesi di un aggiustamento ritardato non risulta pertanto convalidata dall'esperienza dei paesi e del periodo considerati; al livello banche centrali, si ha anzi una prevalenza di movimenti tendenziali di senso opposto (5). Cospicui esempi di sviluppi tendenziali contrastanti

(5) Le cifre della tavola sono calcolate in base alle tavole speciali (*Country Tables*) del bollettino del F.M.I. In un prospetto di confronti internazionali collocato prima delle tavole speciali per paese, e intitolato *Gold and foreign exchange holdings*, il bollettino fornisce però serie di dati alquanto differenti.

o fortemente divergenti delle due componenti sono, come si può vedere dalle prime due colonne della tavola, la Francia, l'India e gli Stati Uniti, tre paesi caratterizzati da forte sviluppo delle attività sull'inter-no, e ristagno o declino di quelle sull'estero. Divergente è anche l'andamento della Germania, ma in questo caso la posizione delle due variabili appare invertita.

È probabile che, per periodi di media ampiezza come quello esaminato, anche un esame riferito ai tempi di cui hanno discorso Bloomfield e Nurkse rivelerebbe una ugual assenza di correlazione positiva tra lo sviluppo tendenziale delle due componenti. Si consideri, ad esempio, l'andamento che esse ebbero fra il 1930 e il 1939 in Germania, Italia e Giappone. I tre paesi, per uno stesso ordine di ragioni, continuarono ad accrescere l'offerta interna di moneta, consumando nello stesso tempo le proprie riserve di divise estere. È venuto poi un periodo di rinsavimento che ha mutato alcuni atteggiamenti e condizioni basilari, in guisa tale da favorire la ricostituzione di riserve; e anche questa, per diversi anni di seguito.

Ponendo il problema in termini più generali, si può osservare che i limiti strutturali ed istituzionali al movimento indipendente delle due variabili entrano in gioco soltanto nel lunghissimo periodo. Un paese in cui lo sviluppo della componente esterna sia eccessivamente ritardato rispetto allo sviluppo complessivo della liquidità deve, alla fine, cadere vittima di frequenti crisi di bilancia dei pagamenti; alle quali potrà seguire uno sforzo di risanamento accompagnato da sviluppo della componente esterna. Gli andamenti della Francia e dell'Argentina nel periodo considerato offrono esempio di tale successione di eventi (6).

Mentre nelle tavole speciali per paese le riserve valutarie sono espresse in moneta nazionale, in quelle introduttive esse sono espresse in dollari.

A scopo di verifica dei risultati ottenuti sulle *Country Tables*, esposti nel testo, si è provveduto a correlare la variazione novennale nelle « riserve di oro e divise » con l'analoga variazione nel volume di moneta (*Money Supply*) egualmente riportato nelle tavole introduttive del bollettino.

In questo calcolo si sono potuti utilizzare i dati di 44 paesi. Il calcolo fornisce un coefficiente di correlazione debolmente positivo (0,165) e contenuto entro i limiti dell'errore probabile.

(6) In Argentina, l'acquisizione di oro e valute estere realizzata nel 1959 (anche in virtù di prestiti) ha distrutto la netta correlazione inversa rilevabile tra lo sviluppo delle due componenti limitatamente agli otto anni da fine 1950 a fine 1958.

D'altra parte, nessun paese forse accetterebbe di accumulare attività sull'estero a breve termine fino ad eccedere il volume totale della liquidità interna.

5. Le conclusioni fin qui esposte riguardano la relazione esistente tra il movimento tendenziale (determinato su un periodo di nove anni) delle due componenti. Occorre ora domandarsi quale relazione esista tra gli scostamenti che il movimento di una componente manifesta dalla propria tendenza e gli analoghi scostamenti dell'altra componente.

Nurkse e Bloomfield hanno trascurato questa analisi delle serie temporali; essi hanno ricercato le relazioni esistenti tra i due movimenti sulle variazioni annuali grezze.

Ora, avviene che ciascuna delle due variabili abbia ordinariamente tendenza ad espandersi per ragioni autonome, indipendentemente da quanto accade per l'altra, almeno entro i limiti strutturali già richiamati, i quali possono far sentire solo molto lentamente il proprio influsso. Come appare dal confronto tra la colonna (1) e la (2), e da quello tra la (3) e la (4) nella tavola, il *trend* delle attività interne, tra la fine del 1950 e la fine del 1959, è stato positivo per la generalità dei paesi; quello delle attività esterne è stato esso pure in prevalenza positivo, ma con più frequenti eccezioni.

Per il mondo, nel suo insieme, la riserva di oro monetario è destinata ad aumentare ogni anno, incrementandosi dell'oro di nuova produzione disponibile per usi monetari. Di regola, questi incrementi andranno a beneficio di un certo numero di paesi nei quali si avrà espansione delle riserve delle banche centrali.

Nel corso del XIX e del XX secolo, l'incremento dello stock aureo non è stato di regola sufficiente ad originare di per sè un'espansione dell'offerta di moneta da parte delle banche centrali, tale da sostenere lo sviluppo economico a prezzi costanti. Ciò vale a dire che, per la maggior parte del tempo, l'ammontare aggiuntivo di moneta delle banche centrali resosi necessario in ciascun anno, ΔM , è stato maggiore di quello creato attraverso l'acquisto di oro, ΔG . La differenza, $\Delta M - \Delta G$, è stata fornita mediante l'espansione del credito della banca centrale. Per qualunque valore dato di ΔM , l'aumento del credito della banca centrale, $\Delta C = \Delta M - \Delta G$, è tanto più piccolo quanto più grande è ΔG . La relazione tra ΔG e ΔC è dunque negativa, anche

se ΔG e ΔC hanno entrambi segno positivo, mentre in questo caso sia Nurkse che Bloomfield trovano una relazione positiva.

Durante il quarto decennio del presente secolo, che fa parte del periodo studiato dal Nurkse, fattori particolari ridussero il *numero dei casi* di aumento nelle riserve auree e valutarie delle banche centrali: a) il *gold exchange standard* crollò all'inizio del decennio e le disponibilità di divise estere delle banche centrali furono largamente convertite in oro; la conversione causò un'equivalente distruzione di attività sull'estero per l'intero sistema; b) il flusso di oro si diresse soprattutto agli Stati Uniti e poichè noi stiamo qui considerando il *numero* delle osservazioni, l'ingente incremento della riserva aurea americana conta ogni anno per una sola osservazione, a fronte della quale vi furono molti deflussi minori, ognuno dei quali rappresenta a sua volta un'osservazione negativa. Ciononostante, risulta da un'appendice statistica contenuta nel libro di Nurkse che le disponibilità di oro e divise estere aumentarono fra un anno e l'altro del decennio in 201 casi su 382; le attività interne crebbero in 207 casi, sempre su 382. Sembra perciò che la tendenza sia stata positiva per ambedue le variabili; il che significa che se il Nurkse avesse considerato gli scostamenti dai *trends*, anzichè le variazioni grezze fra un anno e l'altro, egli avrebbe ottenuto una proporzione ancora più elevata di movimenti di segno opposto delle due variabili.

La stessa conclusione vale *a fortiori* per i decenni studiati dal Bloomfield, che non comprendono lunghe fasi di deflazione, simili a quella del decennio dopo il 1930. Durante gli anni dal 1880 al 1913 la correlazione esistente fra le deviazioni cicliche dal *trend* deve essere stata sommersa in molti casi dalla tendenza espansiva comune ad entrambe le variabili.

Alla illustrazione delle relazioni tra quelli che possiamo grosso modo indicare come i *movimenti ciclici* delle due variabili tra la fine del 1950 e quella del 1959 è dedicata la sezione destra della tavola (7).

(7) I *movimenti stagionali* delle due componenti si trovano graficamente illustrati, per il sistema bancario preso nel suo complesso, nei diagrammi pubblicati dal bollettino del Fondo a margine delle *Country Tables*. L'ispezione di tali diagrammi rivela una marcata opposizione tra l'andamento stagionale della componente esterna e quello della componente interna. Tra le relazioni sottostanti se ne ricorda qui una: i proventi di esportazioni stagionali vengono utilizzati

Per ciascun paese vi sono naturalmente dieci coppie di scostamenti dal *trend*. Il numero delle coppie di segno opposto è riportato nelle colonne (5) e (8) della tavola (rispettivamente per la banca centrale e per il sistema bancario nel suo insieme), mentre quello delle coppie dello stesso segno si trova nelle colonne (6) e (9). Nel complesso, per le banche centrali, su 290 coppie di scostamenti annuali dal *trend*, 229 sono di segno opposto, ossia circa il 79 per cento del totale. Per il sistema bancario nel suo complesso, su 320 coppie di scostamenti, 203 sono di segno opposto, ossia il 63 per cento del totale. In alcuni casi, una o entrambe le deviazioni sono molto piccole; questi casi non si sarebbero forse dovuti prendere in considerazione; la loro inclusione non influisce, tuttavia, in modo significativo sull'ordine di grandezza dei due totali. I coefficienti di correlazione tra gli scostamenti, riportati nelle colonne (7) e (10), sono con poche eccezioni negativi e significativi.

Si può dunque affermare che i risultati ottenuti dai precedenti autori escono confermati e rafforzati da una ricerca riferita ad un periodo nuovo, un poco affinata nei metodi ed estesa ad un campo più vasto.

6. Intorno alla constatata opposizione nel movimento ciclico delle due componenti, Nurkse svolge numerose considerazioni acute e pertinenti. Egli suppone che nel funzionamento del sistema monetario vi sia una forte tendenza automatica verso la neutralizzazione. Egli sostiene che «ogniquilvolta si osserva una correlazione inversa fra le attività sull'estero e quelle sull'interno di una banca centrale, può essere del tutto erroneo interpretarla come il risultato di una deliberata azione di neutralizzazione da parte della banca; essa può bene essere dovuta alla sua inazione piuttosto che alla sua azione. Per esempio, un afflusso di oro tende a riflettersi in un'accresciuta liquidità del mercato monetario interno, la quale a sua volta può di per sé indurre il mercato a ridurre il proprio indebitamento verso la banca centrale. Il bilancio di quest'ultima registrerà un aumento delle giacenze di oro e una diminuzione degli sconti e delle anticipazioni agli operatori nazionali, sicchè il movimento di oro sarà stato neutralizzato, almeno in parte, anche nel caso in cui la banca abbia sostenuto

in parte per rimborsare debiti bancari e l'afflusso stagionale di importazioni è finanziato in parte con crediti bancari.

una parte completamente passiva. Analogamente, un deflusso di oro, il quale tende a ridurre i fondi disponibili sul mercato, può essere parzialmente compensato da un aumento dell'indebitamento verso la banca centrale per iniziativa del mercato. Perfino per evitare siffatte variazioni delle attività sull'interno, nel caso di afflusso o di deflusso di oro, sarebbe necessario un intervento deciso della banca centrale, o mediante modifiche delle condizioni alle quali essa concede il credito, oppure per mezzo di compravendite di titoli, miranti a compensare le variazioni automatiche dell'indebitamento del mercato verso la banca centrale. Per ottenere che le attività sull'interno si muovano *parallelamente* a quelle sull'estero, sarebbe ovviamente necessario un intervento ancora più attivo della banca centrale, in assenza del quale la neutralizzazione automatica tenderebbe a essere la regola generale piuttosto che l'eccezione » (8).

Tuttavia, più avanti egli fornisce vari esempi di azione neutralizzatrice deliberata. Fra questi egli comprende la politica di sterilizzazione dei movimenti di oro seguita dalla Riserva federale all'inizio sia del terzo sia del quarto decennio del secolo. Politiche di neutralizzazione sono state praticate frequentemente dai paesi industrializzati allo scopo di compensare movimenti di denaro vagante. I paesi produttori di materie prime hanno fatto ricorso alcune volte a tali politiche al fine di compensare variazioni cicliche nei proventi delle loro esportazioni.

Bloomfield, sebbene abbia pubblicato il suo lavoro quindici anni più tardi, assume una posizione meno impegnativa. Egli si chiede (9):

« Come si deve spiegare questa tendenza opposta nella direzione dei movimenti delle attività sull'interno, da una parte, e di quelle sull'estero, dall'altra, se essa non è da attribuire a deliberate politiche di neutralizzazione? Io non ho una risposta bella e fatta. Una spiegazione parziale può essere fornita dalla circostanza che i deflussi di oro, riducendo la liquidità del mercato monetario, possono aver avuto la tendenza ad aumentare automaticamente l'indebitamento verso la banca centrale, mentre gli afflussi di oro, avendo un effetto opposto, possono aver determinato un rimborso netto dei debiti verso la banca centrale. In alcuni casi, una spiegazione più significativa può ricercarsi

(8) LEAGUE OF NATIONS, *op. cit.*, p. 71.

(9) BLOOMFIELD, *op. cit.*, p. 50.

nel fatto che le attività sull'estero e sull'interno delle banche centrali abbiano teso a variare in direzioni opposte sotto l'influsso comune di fattori ciclici ».

Questo atteggiamento di estrema riserva è del tutto giustificato?

Da quando fu scritta l'opera di Nurkse, l'analisi monetaria ha fatto progressi notevoli; in molti paesi è stata, inoltre, avviata l'analisi delle variazioni di liquidità per singoli settori.

Con l'analisi settoriale si possono individuare i singoli settori economici da cui hanno origine le variazioni delle attività e passività bancarie e delle altre attività finanziarie a breve termine.

Anche i quadri monetari del F.M.I. contengono un principio di analisi settoriale. Essi classificano, infatti, le attività sull'interno delle banche in *crediti al settore pubblico* e *crediti al settore privato*. I crediti alle amministrazioni municipali o agli enti pubblici sono spesso distinti dai crediti al governo centrale. Le attività sull'estero sono riportate, di regola, al netto dei depositi detenuti da residenti esteri. Al passivo, i quadri monetari elencano separatamente la *circolazione* (di biglietti e monete metalliche) ed i *depositi-moneta*, che costituiscono in totale la *massa monetaria* (Money Supply, ovvero Money). Inoltre, vi si trova la voce *quasi-moneta*, che comprende i depositi vincolati e a risparmio presso le banche commerciali, i depositi delle casse di risparmio e simili. I depositi del settore pubblico sono riportati distintamente e non sono inclusi nella massa monetaria.

Questi particolari piuttosto aridi sono importanti per poter utilizzare correttamente le statistiche del Fondo.

Se si sottraggono i depositi del settore pubblico dai crediti al medesimo, si può costruire il bilancio consolidato (a) del sistema bancario:

(a)

Attività nette sull'estero	Moneta
Crediti netti al settore pubblico	Quasi-moneta
Crediti al settore privato	= Disponibilità liquide del settore privato

Poichè le attività sull'estero sono al netto dei depositi esteri e i crediti al settore pubblico al netto dei depositi del medesimo, il passivo rappresenta le disponibilità liquide del settore privato.

La distinzione fra attività liquide e altre attività finanziarie è necessariamente alquanto arbitraria. Volendo, i buoni del tesoro ordinari si potrebbero considerare attività liquide; in altri termini, si potrebbe considerare il settore pubblico creatore di liquidità al pari del sistema bancario. In tal caso, nel prospetto della liquidità i buoni del tesoro dovrebbero essere inclusi nelle voci *crediti al settore pubblico e quasi-moneta*.

Trasferendo la voce *crediti al settore privato* al passivo, con il segno cambiato, si ottiene il prospetto (b).

(b)

Attività nette sull'estero Crediti netti al settore pubblico	Disponibilità liquide del settore privato (Moneta e quasi-moneta)
	<i>meno</i>
	Crediti al settore privato
	= Posizione netta di liquidità del settore privato

Questi sono dati di consistenza. Da essi si può derivare per i flussi netti il prospetto (c).

(c)

Disavanzo di liquidità del settore estero Disavanzo di liquidità del settore pubblico	Variazione della Moneta e Quasi-moneta
	<i>meno</i>
	Variazione dei Crediti al settore privato
	= Eccedenza di liquidità del settore privato

7. Supponendo che il disavanzo di liquidità del settore pubblico sia uguale a zero, un avanzo della bilancia dei pagamenti (ossia un disavanzo di liquidità del settore estero) darà luogo a un'eccedenza equivalente della liquidità del settore privato, la quale a sua volta prenderà la forma di un aumento del volume della moneta e della quasi-moneta o quella di una contrazione dell'indebitamento verso le banche. Ciò significa che l'effetto di variazioni dell'eccedenza di liquidità del settore privato sul movimento delle disponibilità liquide sarà, di regola,

attenuato da un movimento di segno opposto nell'indebitamento lordo di tale settore verso le banche.

Il ragionamento può essere applicato, *mutatis mutandis*, anche agli effetti di un disavanzo di liquidità del settore pubblico. La relazione inversa, che, come si è visto, esiste nel breve periodo fra un'eccedenza verso l'estero e il credito interno, come generatori di liquidità, è operante anche nell'ambito della componente interna. In altri termini, alle variazioni dell'ammontare dell'indebitamento del settore pubblico verso il sistema bancario fanno fronte generalmente variazioni di segno opposto dell'indebitamento bancario del settore privato. Possiamo dunque scindere la componente interna in due: crediti al settore privato e crediti al settore pubblico.

La relazione inversa fra i tre fattori di creazione di liquidità ora distinti (esterno, interno privato, interno pubblico) favorisce naturalmente la regolarità del movimento delle disponibilità liquide totali, che esprimono la preferenza di liquidità del pubblico. Ma questo saggio non intende oltrepassare la soglia della teoria generale della liquidità, e ripiega ora dunque su alcuni esempi di relazioni concrete tra le variazioni nei tre fattori tratti dall'esperienza italiana.

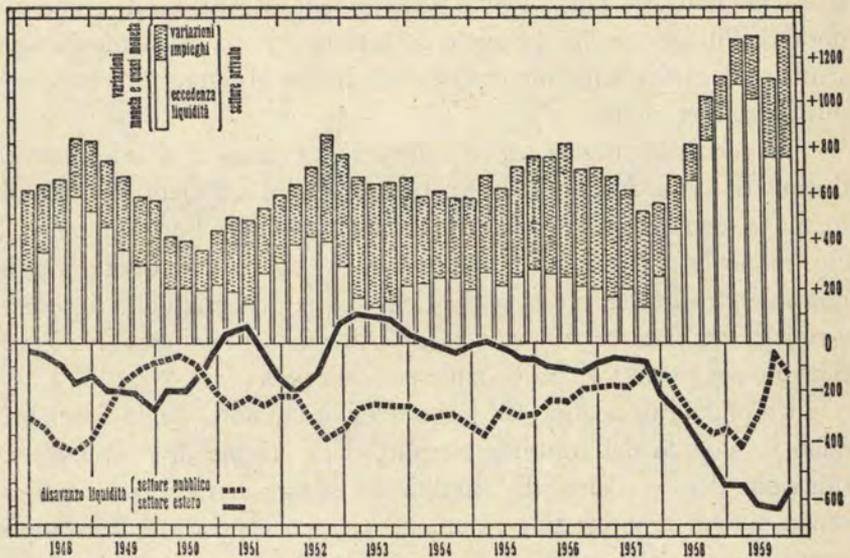
Un'ondata di acquisti da parte dei consumatori, quale si verificò dopo lo scoppio del conflitto coreano, darà origine di regola a una riduzione dell'eccedenza di liquidità del settore privato, o a un disavanzo vero e proprio; tale riduzione sarà concentrata nella componente positiva della situazione di liquidità del settore (moneta e quasi-moneta), stante il non grande sviluppo del credito bancario al consumo. Peraltro, nella misura in cui l'ondata di acquisti genererà profitti addizionali, anzichè maggiori importazioni, l'eccedenza di liquidità del settore privato resterà invariata; in tale ipotesi, la contrazione della moneta e quasi-moneta sarà forse compensata da una riduzione dell'indebitamento bancario delle imprese.

Un'ondata di acquisti da parte delle imprese, che determinasse un aumento delle importazioni, tenderebbe a ridurre l'eccedenza di liquidità del settore privato per mezzo di un aumento della sua componente negativa (indebitamento verso le banche).

Di regola le variazioni della posizione di liquidità del settore privato influenzano sia la componente positiva sia quella negativa; ciò che attenua una volta ancora le variazioni della massa monetaria.

Il diagramma relativo alla posizione di liquidità dei settori economici italiani, qui presentato e relativo al periodo 1948-1959, mette in evidenza gli influssi reciproci fra le tre variabili, benchè da esso non appaia naturalmente la loro *direzione*, ossia quali variabili siano di volta in volta da considerarsi autonome e quali dipendenti.

ITALIA: CREAZIONE DI LIQUIDITÀ PER SETTORI ECONOMICI
(variazioni di 12 mesi, in miliardi di lire, riferite al mese finale)



Allorchè un disavanzo del settore pubblico o un avanzo della bilancia dei pagamenti alimentano la liquidità, l'espansione del credito bancario rallenta; tuttavia, la compensazione è solo parziale, sicchè si producono delle punte nelle disponibilità liquide lorde. Questo si verificò nel secondo semestre del 1948 e del 1952, e nel biennio successivo al settembre 1957. Quando le fonti di liquidità testè menzionate riducono il loro flusso ovvero assorbono liquidità, il credito bancario si espande nella misura necessaria a mantenere il flusso di liquidità appena allineato allo sviluppo degli scambi monetari. Questo si verificò dal 1953 al settembre 1957.

In altre parole, alti livelli di liquidità sono sempre il risultato di un flusso eccezionale proveniente dalle due prime variabili; mentre il

ricorso al credito bancario costituisce una fonte di liquidità che il sistema economico tiene in riserva ed utilizza parsimoniosamente, quando si verifica una tensione, così da sfuggire a diminuzioni troppo forti delle disponibilità liquide lorde.

Le scorte di merci importate sono finanziate in gran parte con il credito bancario. Una eccedenza della bilancia dei pagamenti derivante da una domanda di importazioni ridotta, o uno sviluppo favorevole delle ragioni di scambio (e spesso le due situazioni ipotizzate si verificano simultaneamente), sono suscettibili di determinare una contrazione dell'indebitamento verso le banche. Questo spiega in parte la debole domanda di credito che si è avuta in Italia durante le due annate autunno 1957 - estate 1959.

8. Dall'analisi precedentemente svolta sembra discendere, sul piano della politica economica, la conclusione che un'azione di intento espansivo imperniata sull'offerta al mercato di liquidità aggiuntiva, in momenti in cui vi sia già un'eccedenza di quest'ultima, può rivelarsi inefficace. D'altra parte, i reggitori delle banche centrali sono riluttanti ad adottare misure di questa specie, che possono fare accumulare materiale atto ad alimentare in un secondo tempo nuovi sviluppi inflazionistici. Vendere titoli di stato può non essere tanto facile quanto lo è comprarne; lo stesso dicasi di un aumento delle riserve obbligatorie e della loro riduzione. Una parte dell'azione espansiva dovrà quindi normalmente essere affidata alla politica della spesa pubblica.

PROBLEMI INTERNAZIONALI

IL DOLLARO E L'ORO (*)

Di regola, le discussioni intorno alla sufficienza delle riserve auree vengono riferite al volume degli squilibri che possono insorgere nei pagamenti con l'estero, quando le monete siano convertibili ed il flusso degli scambi non sia impedito dalle restrizioni quantitative.

L'aspetto interno del problema della riserva aurea ha perduto importanza in seguito all'abolizione, attuata nella maggior parte dei paesi, dell'obbligo cui prima soggiacevano le banche centrali di coprire in oro una certa frazione, variamente definita, dei loro impegni a vista. Tale aspetto viene generalmente ignorato anche nel riferimento agli Stati Uniti, dove quell'obbligo sussiste. Anzi, l'accentramento in quel paese di circa 23 miliardi di dollari di oro monetario, su una scorta mondiale di 36, crea nel resto del mondo l'impressione che gli Stati Uniti siano adeguatamente provveduti di oro (1); nella stessa opinione americana, vi sono gruppi i quali ottimisticamente propugnano l'adozione del *gold specie standard*.

Può essere dunque utile riconsiderare, sotto questo aspetto specificamente americano, il problema dell'oro e l'altro connesso del suo prezzo (2); entrambi sono da vari anni piuttosto trascurati (3).

(*) Pubblicato in lingua italiana nel *Giornale degli economisti* (maggio-giugno 1953) fra gli studi in onore di Giorgio Mortara e in lingua inglese nella *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 26, luglio-settembre 1953.

(1) « Par pénurie d'or on entend que la quantité de ce métal est insuffisante pour soutenir l'organisation du crédit nécessaire au maintien des prix à un niveau uniforme pendant une longue période ». (Rapporto della Delegazione dell'oro della Società delle Nazioni, settembre 1930). Alla condizione della stabilità dei prezzi sembra doversi aggiungere l'altra che tale stabilità si realizzi su un livello soddisfacente di utilizzazione delle risorse produttive.

(2) L'espressione « prezzo dell'oro » è stata accolta in questo studio ed usata a preferenza dell'altra « parità aurea del dollaro » per la sua portata più generale. Una variazione della parità aurea del dollaro verrebbe infatti con molta probabilità seguita, nelle attuali condizioni della economia internazionale,

L'esame verrà condotto alla luce degli sviluppi passati e prospettivi negli Stati Uniti.

Alla base di quella che recentemente si è preso ad indicare come crisi internazionale di liquidità si ritrovano:

a) l'accentramento di quasi tre quarti delle riserve auree mondiali negli Stati Uniti, che si è prodotto tra il 1934 ed il 1941 (tav. 1);

b) l'aumento del valore in dollari del commercio mondiale, come da 1 a 3,4 (ossia da 23,7 miliardi di dollari a circa 80) che si è prodotto tra il 1938 ed il 1951-52, e che è stato in prevalenza determinato dall'aumento, come da 1 a 2,2, avutosi nello stesso intervallo nel livello dei prezzi americani, e dall'aumento anche maggiore dei prezzi delle merci di negoziazione internazionale.

Al tempo stesso, si è avuta una forte espansione relativa delle riserve di liquidità a disposizione del sistema bancario, delle imprese e dei privati, in ispecie nella forma di titoli di debito pubblico a breve scadenza; riserve le quali possono essere usate per fare domanda di divisa estera (4).

Si può stimare che l'afflusso di oro agli Stati Uniti, di 15 miliardi di dollari tra il 1934 ed il 1941, sia stato dovuto per circa due terzi ad importazione netta di capitali, in grande prevalenza a breve termine;

da una variazione corrispondente della parità implicita della maggior parte delle altre monete, attraverso il mantenimento degli attuali tassi di cambio col dollaro. Riferendo il discorso al prezzo dell'oro s'intende abbracciare questo probabile effetto indiretto di una variazione della parità aurea del dollaro. La variazione uniforme della parità delle monete di tutti i membri è prevista nello statuto del Fondo monetario internazionale (sezione 1). Essa può essere deliberata dal Fondo purchè sia approvata da ciascuno dei membri aventi il 10 per cento o più del totale delle quote (cioè dagli Stati Uniti e dal Regno Unito). La decisione del Fondo non si applica alle monete di quei membri i quali comincino entro 72 ore di essere contrari alla variazione.

(3) La situazione è stata analizzata, prima che venisse emanata la legge del 1945 con la quale l'obbligo di copertura aurea venne ridotto per le Federal Reserve Banks, da R. I. ROBINSON (*Federal Reserve bulletin*, marzo 1945).

(4) Sui rapporti tra la liquidità interna ed il fabbisogno di riserve valutarie si possono vedere specialmente il volume di W. J. BUSSCHAU, *The measure of gold* (Central News Agency Ltd., South Africa, 1950) e le relazioni annuali della Banca d'Olanda per il 1951 e il 1952.

e per un terzo all'avanzo netto delle partite correnti della bilancia dei pagamenti (tav. 2). Esso quindi ha rappresentato nella maggior parte, piuttosto che l'espressione di una superiore capacità competitiva degli Stati Uniti nel periodo in cui ebbe luogo, la contropartita di un peggioramento della loro situazione internazionale di debito-credito: alla fine del 1940, la consistenza degli investimenti esteri a breve e a lunga negli Stati Uniti (13,5 miliardi) superava di oltre un miliardo quella degli investimenti americani all'estero (12,3 miliardi).

TAV. I

RISERVE AUREE MONDIALI (1)
(miliardi di dollari)

	Totale (2)	Istituti internazionali	Stati Uniti	Canada	Francia	Regno Unito	Altri Paesi
Dicembre 1929	17,2	—	6,6	0,1	2,8	1,2	6,5
» 1933	21,1	—	6,8	0,1	5,1	2,1	7,0
» 1938	26,0	—	14,6	0,2	2,8	3,5	4,9
» 1941	31,0(3)	—	22,7	0,2	2,0	0,2	5,9
» 1945	33,8	—	20,1	0,4	1,1	2,0	10,2
» 1947	34,6	1,4	22,9	0,3	0,5	2,0	7,5
Settembre 1949	—	1,5	24,7	0,5	0,5	1,4	—
Dicembre 1949	35,4	1,5	24,6	0,5	0,5	1,4	6,9
Giugno 1950	35,8	1,6	24,3	0,5	0,5	2,4	6,5
» 1951	35,9	1,7	21,9	0,7	0,5	3,5	7,6
» 1952	36,1	1,7	23,5	0,9	0,5	1,4	8,1
» 1953	36,4	2,0	22,5	0,9	0,6	1,9	8,5

(1) 1 oncia d'oro = 35 dollari.

(2) Esclusa U.R.S.S.

(3) Stima.

Fonti: Il volume *Banking and Monetary Statistics* pubblicato dal Board of Governors of the Federal Reserve System nel 1943; il bollettino mensile dello stesso Board; il bollettino del Fondo monetario internazionale (*International Financial Statistics*); per il Regno Unito il documento ufficiale Cmd. 8354. Le riserve considerate sono quelle delle banche, dei governi e dei fondi di stabilizzazione.

Il movimento di afflusso ebbe inizio subito dopo la svalutazione del dollaro. Rientravano i fondi a breve che si erano allontanati dagli Stati Uniti in attesa della svalutazione ed affluivano fondi europei, mossi dall'attesa della svalutazione delle monete del blocco aureo, dal peggioramento delle relazioni politiche tra i paesi europei, dalle direttive avverse al capitale privato di alcuni governi, dalla possibilità di

riscattare a buon prezzo le obbligazioni collocate sul mercato americano prima del 1930.

TAV. 2

FATTORI DELL'AFFLUSSO DI ORO NEGLI STATI UNITI
(miliardi di dollari)

Voci	1934-40	1941	1946-47	1948-49
Merci	+ 3,4	+ 1,8	+ 15,4	+ 10,8
Servizi	+ 0,8	+ 0,5	+ 2,9	+ 2,2
Trasferimenti unilaterali	- 1,1	- 1,1	- 4,6	- 10,6
Capitali a lunga	+ 1,9	- 0,6	- 11,4	- 3,1
Capitali a breve	+ 5,6	- 0,4	- 0,7	+ 0,4
Partite non accertate	+ 3,5	+ 0,5	+ 1,2	+ 2,0
Afflusso di oro	14,1	0,7	2,8	1,7

Fonti: *Banking and monetary statistics*, citato, per gli anni 1934-1941 e *Statistical abstract of the United States* per gli anni 1946-49.

Le autorità monetarie americane lasciarono, fino all'estate del 1936, che l'afflusso producesse il suo pieno effetto creatore di riserve per le banche commerciali; esse, infatti, mantennero fermo il loro portafoglio di titoli di stato; per giunta, apprestarono al risconto condizioni sempre più favorevoli: le condizioni di ammissibilità erano già state rese meno severe nei primi anni della depressione ed il tasso fu ridotto a New York (e con progressione molto simile altrove) dal 2 1/2 per cento del settembre 1933, per scatti di mezzo punto, fino all'1 per cento dell'agosto 1937. Questa larghezza delle autorità centrali poté ben poco contro il rilassamento economico interno, e contro il desiderio di sicurezza e la disaffezione per l'investimento estero da parte americana (dopo l'esperienza dei vincoli alla libertà di trasferimento e delle inadempienze) che movevano i capitali verso gli Stati Uniti. Il risconto si annullò quasi nella seconda metà del 1934 e si mantenne su livelli vicini a zero insino a guerra inoltrata (1943); l'afflusso di oro continuò a creare riserve eccedenti (tav. 3). La ripresa dell'attività economica e l'espansione del volume del credito che si ebbero nel 1936-37 sembrarono offrire alle autorità, preoccupate dell'eventualità che le riserve eccedenti fornissero la base a sviluppi inflazionistici, la possibi-

DATI RELATIVI ALLA MONETA E AL CREDITO NEGLI STATI UNITI
(miliardi di dollari)

Mese di dicembre	Principali voci di situazione delle banche di Riserva federale							Disponibilità dell'estero su conti bancari		Indice dei prezzi ingrosso 1947-49=100
	Attività			Copertura aurea percentuale degli impegni a vista	Passività			totali	ufficiali	
	Sconti	Titoli di stato	Oro e certificati oro		Biglietti in circolazione	Riserva delle member banks				
						(a)	(a)	(a)	(b)		(b)	(c)
1928 . . .	1,5	0,3	2,6	63,3	1,8	2,4	—	—	—	62,9
1929 . . .	1,1	0,4	2,9	69,6	1,9	2,4	..	2,7	—	61,9
1930 . . .	0,6	0,6	2,9	73,7	1,7	2,4	0,1	2,3	—	56,1
1931 . . .	1,1	0,8	3,0	66,5	2,6	2,1	0,1	1,3	—	47,4
1932 . . .	0,3	1,9	3,2	62,9	2,7	2,4	0,5	0,7	—	42,1
1933 . . .	0,2	2,4	3,6	63,8	3,1	2,6	0,8	0,4	—	42,8
1934 . . .	..	2,4	5,1	70,8	3,2	4,0	1,7	0,6	—	48,7
1935 . . .	..	2,4	7,6	77,6	3,7	5,7	3,0	1,2	—	52,0
1936 . . .	..	2,4	8,9	80,1	4,3	6,7	2,0	1,5	—	52,5
1937 . . .	..	2,6	9,1	79,9	4,3	6,9	1,1	1,7	—	56,1
1938 . . .	..	2,6	11,8	83,7	4,5	8,7	3,2	2,2	0,5	51,1
1939 . . .	..	2,5	15,2	86,7	5,0	11,5	5,0	3,2	0,8	50,1
1940 . . .	..	2,2	19,8	90,8	5,9	14,0	6,6	3,9	1,4	51,1
1941 . . .	..	2,2	20,5	90,8	8,2	12,8	3,4	3,7	1,3	56,8
1942 . . .	..	5,5	20,6	76,3	12,2	13,2	2,4	4,2	2,2	64,2
1943 . . .	0,1	11,2	19,8	62,6	16,9	12,7	1,0	5,4	3,3	67,0
1944 . . .	0,3	18,7	18,7	49,0	21,7	14,2	1,3	5,6	3,3	67,6
1945 . . .	0,4	23,7	17,9	41,7	24,6	16,0	1,5	6,9	4,2	68,8
1946 . . .	0,3	23,8	18,4	43,5	24,9	16,5	0,9	6,0	3,0	78,7
1947 . . .	0,3	21,9	21,5	48,3	24,8	17,3	1,0	4,9	1,8	96,4
1948 . . .	0,3	23,0	23,0	48,9	24,2	20,0	0,8	5,9	2,8	104,4
1949 . . .	0,2	18,3	23,2	54,7	23,5	16,3	0,8	6,0	2,9	99,2
1950 . . .	0,1	20,3	21,5	49,4	23,6	17,4	1,0	6,9	3,4	103,1
1951 . . .	0,7	23,4	21,5	46,4	25,1	20,3	0,8	7,6	3,5	114,8
1952 . . .	1,6	24,4	22,0	46,2	26,3	21,1	0,7	8,8	4,5	111,6
1953-Giugno	0,4	24,7	21,3	46,0	25,8	20,3	0,8	9,1	4,8	109,5

Nota: I due puntini (..) stanno per meno di 50 milioni di dollari.

(a) Medie giornaliere di dicembre. (b) Fine mese. (c) Medie annuali.

Fonti: Banking and Monetary Statistics e Federal Reserve Bulletin.

lità di riprendere il controllo del mercato (5): le riserve obbligatorie furono aumentate del 50 per cento nell'agosto del 1936 (tav. 4) ed a fine anno l'oro di nuovo afflusso fu accolto in un conto inattivo del Tesoro, senza emissione di certificati aurei, cioè cessò di dar luogo a creazione di riserve per le banche commerciali. Nel marzo e nel maggio del 1937 vennero applicati due nuovi aumenti alle percentuali di riserva delle banche commerciali, che furono così portate ai massimi di legge. Questa politica riuscì, per alcuni mesi, verso la metà del 1937, a far scendere le riserve eccedenti sotto il livello di un miliardo; ma già nell'autunno del 1937 la continuazione dell'afflusso di oro ed il rallentamento dell'attività economica ricrearono la larghezza di riserve e nella primavera del 1938 il tentativo della Riserva federale di ristabilire il contatto col mercato venne abbandonato di fronte all'aggravarsi della flessione produttiva: le riserve obbligatorie vennero nuovamente ridotte e la sterilizzazione dell'oro venne cessata. Negli anni 1939 e 1940 l'accumulazione di riserve eccedenti toccava proporzioni sconosciute all'esperienza degli anni precedenti come di quelli indi trascorsi.

Nel periodo della grande accumulazione di oro, l'attività produttiva ed i prezzi hanno presentato, intorno ad una tendenza ascendente, una fase di ripresa tra il 1934 ed il 1937, seguita dal movimento ciclico di flessione del 1938 e dal successivo ricupero. L'indice dei prezzi ingrosso, sulla base 1947-49, è passato da 43 nel 1933 a 56 nel 1937, per ridiscendere intorno a 51 nel 1938 e risalire a 57 nel 1941 (tav. 3). Il movimento della produzione industriale fra gli stessi anni (in base 1935-39) è stato come da 69 nel 1933 a 113 nel 1937, 89 nel 1938 e 162 nel 1941.

L'afflusso di oro nelle due fasi di espansione è stato anche più rapido che in quella di recessione; da tale andamento, come dal precedente richiamo ai motivi della fuga dei capitali verso l'America, non sembra azzardato inferire che, ove pure questa avesse realizzato, con una politica monetaria audacemente espansiva, una utilizzazione più piena e continua della propria capacità produttiva, l'effetto di contenimento dell'afflusso aureo sarebbe stato modesto. Nella misura in cui

(5) E. A. GOLDENWEISER, *American monetary policy*, 1951. Dello stesso autore, *Instruments of Federal Reserve Policy*, «Banking Studies», volume edito dal Federal Reserve Board nel 1941.

OBBLIGHI DI RISERVA DELLE BANCHE COMMERCIALI
(in per cento dei depositi)

TAV. 4

Data di variazione	Per i depositi a vista			Per i depositi a termine
	Banche site nelle		Altre banche	
	città di riserva centrale	altre città di riserva federale		
1917 - 21 giugno	13	10	7	3
1936 - 16 agosto	19 $\frac{1}{2}$	15	10 $\frac{1}{2}$	4 $\frac{1}{2}$
1937 - 1 marzo	22 $\frac{3}{4}$	17 $\frac{1}{2}$	12 $\frac{1}{4}$	5 $\frac{1}{4}$
1 maggio	26	20	14	6
1938 - 16 aprile	22 $\frac{3}{4}$	17 $\frac{1}{2}$	12	5
1941 - 1 novembre	26	20	14	6
1942 - 20 agosto	24	—	—	—
14 settembre	22	—	—	—
3 ottobre	20	—	—	—
1948 - 27 febbraio	22	—	—	—
11 giugno	24	—	—	—
16 e 24 settembre	26	22	16	7 $\frac{1}{2}$
1949 - 1 e 5 maggio	24	21	15	7
30 giugno a 1 luglio	—	20	14	6
1 agosto	—	—	13	—
11 e 16 agosto	23 $\frac{1}{2}$	19 $\frac{1}{2}$	12	5
18 agosto	23	19	—	—
25 agosto	22 $\frac{1}{2}$	18 $\frac{1}{2}$	—	—
1 settembre	22	18	—	—
1951 - 11 e 16 gennaio	23	19	13	16
25 gennaio	24	20	—	—
1 febbraio	—	—	14	—
Vigenti al 1° agosto 1953	22	19	13	6
** Vigenti al 1° gennaio 1965	16 $\frac{1}{2}$	16 $\frac{1}{2}$	12	4

Fonte: Federal Reserve Bulletin.

si aveva un peggioramento della situazione patrimoniale verso l'estero, era del resto appropriato che esso trovasse compenso nell'aumento della riserva aurea. Circa la parte in cui l'afflusso traeva origine dall'attività delle partite correnti, è da osservare come i governi dei paesi europei che successivamente parteciparono alla guerra (e al pari di essi quello del Giappone, il quale dal 1937 al 1940 esportò verso gli Stati Uniti oro per circa 700 milioni di dollari) fossero ben decisi a mettere a profitto le riserve auree e valutarie per i loro apprestamenti offensivi e difensivi: sia utilizzandole direttamente per l'accumulazione di scorte strategiche, sia imponendo alle spese di armamento un ritmo che squilibrava la bilancia dei pagamenti. Una più vigorosa politica espansiva degli Stati Uniti, la quale avesse allargato le entrate di quei paesi in dollari (ed in altre valute, attraverso i commerci triangolari) si sarebbe tradotta, piuttosto che in una minore usura delle loro riserve valutarie, in un riarmo più spinto ed una guerra anche più feroce.

La partecipazione degli Stati Uniti alla guerra corresse per due vie l'eccesso di riserve delle banche commerciali. Gli Stati Uniti perdevano infatti, tra la fine del 1941 e la fine del 1945, quasi tre miliardi di oro a favore principalmente delle repubbliche sud-americane, sostanzialmente estranee al conflitto. Al tempo stesso, il volume dei mezzi di pagamento (biglietti e depositi a vista) e quello del credito bancario si triplicavano, seguendo un andamento nettamente inflazionistico solo in parte rispecchiato dall'indice ufficiale dei prezzi ingrosso, il cui aumento tra il 1941 ed il 1945 fu limitato, grazie ai controlli, ad un 20 per cento; esso si accelerò nel 1946-47 con la rimozione dei controlli, toccando, fra il 1940 ed il 1947, il 90 per cento.

In conseguenza dell'espansione della circolazione e dei depositi, la copertura aurea degli impegni a vista delle banche della Riserva federale scese dal 90,8 per cento alla fine del 1941 al 49,0 per cento alla fine del 1944. Le tendenze in atto determinarono, nel giugno 1945, la riduzione dell'obbligo di copertura, dal 40 per cento per i biglietti e dal 35 per cento per i depositi, alla ragione uniforme del 25 per cento per gli uni come per gli altri. Alla fine del 1945, la copertura scendeva al 41,7 per cento. Nessuna delle 12 banche della Riserva federale aveva a questa ultima data un rapporto di copertura inferiore al 34 per cento; tutte disponevano adunque di un certo margine rispetto al nuovo minimo legale del 25 per cento. Anche la situazione delle riserve delle

banche commerciali era piuttosto larga; ma ciò si doveva alle forti riduzioni recate, nel corso del 1942, alle percentuali delle riserve obbligatorie per le due città di riserva centrale (New York e Chicago). In assenza di tale riduzione, il volume dei depositi delle banche commerciali associate al sistema nei due distretti di riserva di New York e Chicago, in essere nel mese di dicembre 1945, avrebbe comportato la costituzione di una riserva complessiva di 6,4 miliardi di dollari; superiore di circa 1,4 miliardi di dollari alla riserva effettivamente posseduta dalle banche commerciali dei due distretti a tale data. Per la prima volta, dopo la crisi del 1930-31, l'obbligo di riserva era prossimo ad entrare in azione come fattore limitativo dello sviluppo del credito; il limite venne rimosso dal temperamento dell'obbligo.

L'importanza di siffatto temperamento può apparire a primo aspetto trascurabile ove si consideri che tra la fine del 1941 e la fine del 1945 le banche della Riserva federale aumentarono il portafoglio di titoli di stato da 2,2 a 23,7 miliardi di dollari. Se la circolazione monetaria e la riserva aurea fossero rimaste ferme sui livelli di fine 1941, questo allargamento degli investimenti delle banche di Riserva federale si sarebbe tradotto in un aumento equivalente dei depositi delle banche commerciali presso di esse utili come riserva. In effetti, però, la circolazione di biglietti delle banche della Riserva federale, tra la fine del 1941 e la fine del 1945, aumentò di 16,4 miliardi (da 8,2 a 24,6 miliardi) e la riserva aurea posseduta da tali banche diminuì di 2,6 miliardi (da 20,5 a 17,9 miliardi) (tav. 3). Per queste due vie si ebbe un assorbimento di credito delle banche centrali di 19,0 miliardi, sui 21,5 messi a disposizione con l'acquisizione di titoli di stato. La cifra residua di 2,5 miliardi, di cui poterono beneficiare le riserve delle banche commerciali, è di un ordine di grandezza non lontano da quello del risparmio di riserve (1,4 miliardi) dovuto alla riduzione della ragione di riserva obbligatoria nei due distretti di New York e Chicago.

La ripresa dell'afflusso di oro verso gli Stati Uniti dalla fine del 1945 all'epoca della svalutazione della sterlina aumentava la complessiva scorta aurea americana dal minimo post-bellico di 20,0 miliardi al novembre 1945 al massimo di 24,7 miliardi al settembre 1949 e riportava la copertura aurea degli impegni delle banche della Riserva federale su livelli di maggior larghezza: dal 41,7 per cento di fine 1945 al 56,3 per cento del settembre 1949.

Non altrettanto avveniva delle riserve eccedenti delle banche commerciali: esse venivano contenute entro limiti moderati (tra i 700 milioni e il miliardo di dollari) dalla destinazione di una parte degli avanzi di bilancio realizzati nel periodo all'alleggerimento del portafoglio di titoli di stato delle banche della Riserva federale, che nel settembre 1949 toccava il minimo post-bellico di 17,4 miliardi, segnando una riduzione di 6,3 miliardi rispetto alla fine del 1945, solo in modesta parte assorbita dalla riduzione di 1,3 miliardi subita nello stesso periodo dalla circolazione di biglietti di banca (passata da 24,6 a 23,3 miliardi). Questa politica leggermente deflazionistica non fu mai spinta sino a creare una situazione di tensione del credito; d'altra parte, essa non evitò il pronunciarsi del regresso produttivo nel 1949. Nell'agosto di tale anno, le autorità monetarie adottarono, con intenti reflazionistici, una riduzione dell'obbligo di riserva delle banche commerciali; ma ciò avvenne con un notevole ritardo sull'inizio della flessione dell'attività produttiva, che risaliva al dicembre 1948, ed anzichè in un'espansione del credito all'attività economica si tradusse in una più larga acquisizione di titoli di stato da parte delle banche commerciali, che consentì alla Riserva federale di accelerare la riduzione del proprio portafoglio. Il possesso di titoli di stato delle banche commerciali e delle casse di risparmio, che tra il dicembre 1948 ed il luglio 1949 era già salito da 74,1 a 76,1 miliardi, toccava 78,3 miliardi nell'agosto e 79,5 miliardi nel gennaio 1950. I loro crediti all'economia si mantenevano invece stazionari per tutto l'anno tra i 48 ed i 49 miliardi.

L'afflusso di oro fu specialmente importante nel biennio 1946-47, compreso tra la fine degli aiuti militari e l'inizio del piano Marshall. Gli Stati Uniti erogarono nei due anni circa 7 miliardi di crediti governativi (prestito britannico, prestiti della Export Import Bank, residuati) e circa 5 miliardi di aiuti (UNRRA, *civilian supplies* e residui del programma affitti e prestiti).

Gli aiuti coprono due terzi dell'avanzo delle partite correnti, che si mantenne nel biennio sull'importo elevatissimo, di circa 9 miliardi per anno, raggiunto nei due ultimi anni di guerra.

Gli Stati Uniti si trovavano in una aperta fase inflazionistica: l'indice dei prezzi salì del 50 per cento tra la fine del 1945 e la fine del 1947. Le banche della Riserva federale neutralizzarono in parte

l'effetto espansivo dell'afflusso di oro alle loro riserve (3,6 miliardi) attraverso la riduzione del portafoglio di titoli di stato (nella misura di 1,8 miliardi) e ricondussero le riserve eccedenti un po' sotto il miliardo di dollari. Ma l'ascesa dei prezzi si fondava su un più rapido giro dei mezzi di pagamento piuttosto che sulla loro espansione.

La persistenza di un avanzo tanto notevole nella bilancia dei pagamenti nonostante l'inflazione interna si chiarisce considerando la condizione del resto del mondo. Nei paesi europei, privati e governi, sospinti dal bisogno di ricostruire, alimentavano processi inflazionistici altrettanto vivaci con l'impiego delle disponibilità liquide lasciate dietro dalla guerra e con i disavanzi di bilancio. La politica dominante del denaro a buon mercato, gli sfavorevoli raccolti agricoli in entrambi gli anni e la crisi del carbone nell'inverno 1946/47, concorsero ad allargare l'eccesso della domanda. Nell'America latina, la valuta accumulata durante la guerra veniva applicata a soddisfare il bisogno arretrato di importazioni: dalla sola Argentina, l'esportazione di oro verso gli Stati Uniti si avvicinava nel biennio a 900 milioni di dollari. Le altre principali provenienze erano il Canada, il Regno Unito ed i paesi del continente europeo. La pressione inflazionistica in atto in questi paesi solo in parte si manifestava nell'andamento dei prezzi (tav. 5), stante la persistenza dei controlli quantitativi sui consumi e sugli investimenti, dei sussidi governativi ai consumi e degli altri controlli sui prezzi. I paesi nei quali si aveva una condizione di inflazione repressa si distinguono dagli altri, in cui il gioco dei prezzi e delle quantità monetarie era più libero — come gli Stati Uniti, il Belgio, la Svizzera — per la continuazione, nei primi, dell'aumento dei prezzi durante il successivo biennio 1948-49.

Nel corso di questo, le tendenze inflazionistiche perdevano di forza nei paesi del continente europeo; in grazia di ciò, e dell'aiuto Marshall, si arrestava anche la loro perdita di oro. L'afflusso di oro verso gli Stati Uniti veniva alimentato da una parte delle riserve auree britanniche e dall'oro sud-africano, tratto dalle riserve e dalla produzione.

In questa perdita di oro dell'area sterlina si scorge, accanto all'effetto oscillatorio dell'attesa della svalutazione della sterlina (compensato dai rientri di valuta dopo la svalutazione), quello della reces-

ANDAMENTO DEI PREZZI E DELLE RISERVE AUREE E VALUTARIE

TAV. 5

68

Paesi	Indice dei prezzi ingrosso (1937 = 100)			Esportazione netta di oro verso gli Stati Uniti		Disponibilità valutarie (milioni di dollari)					
	dicembre			(milioni di dollari)		Oro			Dollari (4)		
	1945	1947	1949	1946-47	1948-49	1945	1947	1949	1945	1947	1949
Stati Uniti	124	189	175	- 3.586(3)	- 1.703(3)	20.083	22.868	24.563	—	—	—
Regno Unito	156	187	222	407	1.181	1.996	2.020	1.350	708	326	574
Canada	123	170	185	649	3	361	294	496	1.522	410	869
Sud Africa	157	175	194	350	694	914	762	128	—	—	—
Francia	527	1.368	2.242	265	16	1.090	548	523	310	168	172
Olanda	200	258	283	131	17	270	231	195	282	143	170
Svezia	167	180	192	318	3	482	105	70	210	59	90
Belgio	333(2)	374	365	237	29	716	597	698	185	125	120
Svizzera	193	209	192	- 20(3)	- 46(3)	1.342	1.356	1.504	304	446	577
Totale Europa continentale	—	—	—	—	—	5.048	3.444	3.758	1.875	1.650	1.940
Argentina	134(1)	179(1)	267(1)	891	64	1.197	322	216	—	—	—

- (1) Costo della vita.
- (2) Dicembre 1946.
- (3) Importazione.
- (4) Compresa le disponibilità private.

Fonti: Annuario statistico e bollettino statistico delle Nazioni Unite; bollettino statistico del Fondo monetario internazionale.

sione americana del 1949, che ridusse alquanto il valore delle importazioni americane (da 10,4 miliardi di dollari nel 1948 a 9,7 nel 1949).

Gli organi preposti all'amministrazione degli aiuti Marshall, erogati a partire dalla primavera del 1948, furono sin dall'inizio orientati nel senso che gli aiuti dovessero destinarsi all'espansione degli investimenti prima che alla ricostituzione delle riserve valutarie.

Tuttavia, nei due anni, i paesi del continente europeo miglioravano di circa 300 milioni la propria disponibilità di dollari e di altrettanto quella di oro (tav. 5). Lo stesso Regno Unito, mentre perdeva oro, migliorava sostanzialmente la propria scorta di dollari: cosicchè le sue scorte ufficiali di oro e dollari, di 2,1 miliardi alla fine del 1947, dopo essersi avvalute a 1,4 miliardi nel settembre 1949, risalivano a 1,7 al dicembre 1949 e 2,4 al giugno 1950 (6).

In definitiva, l'andamento economico interno degli Stati Uniti appare anche nella recessione del 1949, come in quella del 1938, avere esercitato effetti di un certo rilievo sulla posizione valutaria dell'area della sterlina; mentre, nel caso dei paesi del continente europeo, la correzione delle pressioni inflazionistiche interne ha esercitato un effetto positivo dominante rispetto a quello negativo della recessione americana.

Con la svalutazione della sterlina, la ripresa produttiva degli Stati Uniti e la persistenza sul continente di condizioni di stabilità monetaria, l'Europa si è andata avvicinando, con passo sostenuto, tra l'autunno del 1949 e quello del 1950, all'equilibrio dei pagamenti esteri.

L'importanza degli effetti esercitati dalle variazioni della domanda americana sulla situazione valutaria dell'area della sterlina si manifestava nuovamente dopo il giugno 1950. Nel secondo semestre del 1950 e nel primo del 1951, la ripresa inflazionistica si accompagnava negli Stati Uniti ed in alcuni grossi paesi europei (Germania, Italia), ad un considerevole deterioramento della situazione valutaria, a beneficio dell'area della sterlina (e, nell'interno di questa, a beneficio dei paesi d'oltremare produttori di materie prime, l'accrescimento del *pool* di dollari amministrato da Londra accompagnandosi all'au-

(6) Andamento delle riserve ufficiali di oro e dollari amministrato da Londra: fine 1945: 2.470; fine 1947: 2.079; sett. 1949: 1.425; dic. 1949: 1.688; marzo 1950: 1.984; giugno 1950: 2.422; giugno 1951: 3.867; marzo 1952: 1.700; febbraio 1953: 2.103; settembre 1953: 2.486.

mento dei saldi in sterline di tali paesi). Il miliardo e mezzo di oro e dollari guadagnato dall'area tra il giugno 1950 ed il giugno 1951 (quando le sue riserve ufficiali di oro e dollari aumentarono da 2,4 a 3,9 miliardi) venne in parte restituito agli Stati Uniti ed in parte redistribuito all'Europa continentale attraverso i larghi acquisti dell'area sterlina d'oltremare nella seconda metà del 1951 e nei primi mesi del 1952: al marzo 1952, le riserve dell'area erano ritornate al livello di fine 1949 (1,7 miliardi). La posizione è stata successivamente corretta dalle severe limitazioni alle importazioni adottate dal Commonwealth: al settembre 1953, le riserve erano risalite a 2,5 miliardi. Gli Stati Uniti, dopo avere, tra il giugno 1950 ed il giugno 1951, perso oro per due miliardi e mezzo ed essersi indebitati verso l'estero per circa mezzo miliardo, ne riguadagnavano 1,5 miliardi nei dodici mesi successivi; ma si trattava di un guadagno in gran parte fittizio, perchè accompagnato da un aumento di 1,3 miliardi nell'indebitamento a breve termine verso l'estero, che alla metà del 1952 superava gli 8 miliardi di dollari, di cui 4 di disponibilità ufficiali; contro appena un miliardo di crediti a breve termine. Verso la fine del 1952 le banche di emissione straniere (principalmente quelle d'Inghilterra e d'Olanda) hanno preso a convertire in oro una parte di tali disponibilità. La riduzione nelle disponibilità ufficiali di dollari è continuata durante i mesi di gennaio-febbraio 1953, commisurandosi alla metà circa del deflusso di oro dagli Stati Uniti, che tra la fine del novembre 1952 e quella del febbraio 1953 è stato di quasi 700 milioni di dollari. Nei mesi primaverili ed estivi, le disponibilità in dollari dell'estero, ufficiali e private, sono considerevolmente aumentate; tuttavia, l'emorragia aurea è continuata, tanto da raggiungere, nel periodo compreso tra il dicembre 1952, quando ebbe inizio, e la fine del settembre 1953 l'importo di 1,2 miliardi di dollari.

Attraverso questi movimenti di flusso e di riflusso, la massa aurea degli Stati Uniti è caduta, alla fine del terzo trimestre 1953, a 22,3 miliardi, livello leggermente inferiore a quello di fine 1947 (22,9 miliardi), mentre è aumentato da 4,9 a 9,2 miliardi l'indebitamento a breve verso l'estero, e principalmente verso i paesi UEP del continente europeo, i quali per giunta hanno aumentato le proprie riserve auree da 3,5 a 4,7 miliardi. Entro l'area della sterlina, l'aumento da 2,1 a 2,5 miliardi nelle riserve in oro e dollari del Regno Unito è stato all'in-

circa compensato dalla riduzione nelle riserve auree dell'Unione sud-africana da 0,7 a 0,2 miliardi.

Deducendo dalla cifra lorda della scorta aurea americana la parte che è virtualmente a disposizione del resto del mondo (fatta uguale all'eccedenza delle passività a breve termine degli Stati Uniti sulle attività a breve termine, in dollari) appare che la riserva aurea a disposizione degli Stati Uniti si è ridotta da 19 miliardi di dollari alla fine del 1947 a 14 nell'estate 1953. Secondo la legge, la riserva aurea deve coprire una massa di impegni a vista delle banche della Riserva federale che tra la fine del 1947 ed il giugno 1953 è aumentata da 44,5 a 46,1 miliardi. In questi impegni a vista sono comprese le riserve obbligatorie costituite dalle banche associate, le quali, a loro volta, stanno a fronte di una massa di depositi cresciuta tra la fine del 1947 ed il giugno 1953 da 109 a 130 miliardi circa.

A chi confronti la situazione attuale con quella, ad esempio, di fine 1940, quando la riserva aurea copriva gli impegni delle banche della Riserva federale per il 91 per cento, e le banche commerciali disponevano di 14,0 miliardi di riserve, contro appena 7,4 dovute; ed abbia presente la legge di rapido sviluppo alla quale obbedisce il reddito nazionale americano, e la tendenza all'aumento cui, negli Stati Uniti non meno che altrove, hanno obbedito in questo secolo i prezzi, vien fatto di domandarsi se le riserve auree americane saranno ancora per molto tempo adeguate a soddisfare l'obbligo legale di copertura al 25 per cento degli impegni a vista delle banche della Riserva federale. Il problema appare attuale anche per la sua ovvia connessione con quello del « prezzo dell'oro ».

Dal 1929 al 1952, il prodotto nazionale lordo degli Stati Uniti, secondo le valutazioni del Department of Commerce (tav. 6) è aumentato in misura corrispondente ad un saggio di incremento (geometrico) annuo del 5,4 per cento in moneta corrente e del 3,1 per cento in moneta costante. L'effetto della depressione degli anni dopo il 1930 si risente in questo saggio di incremento reale, il quale è un po' inferiore a quello calcolato dal Kuznets per il periodo che va dal decennio 1869-1878 al decennio 1919-1928, durante il quale l'incremento annuo

nominale fu del 5,1 per cento e quello reale del 4,2 per cento, passando, in moneta corrente, da 7,0 miliardi nella media del 1869-1878 a 81,2 in quella 1919-1928, e, in moneta con potere d'acquisto 1929, da 10,3 a 77,8 miliardi (7).

TAV. 6

PRODOTTO NAZIONALE LORDO NEGLI STATI UNITI
(miliardi)

Anni	in dollari correnti	in dollari con potere d'acquisto 1939
1929	103,8	85,9
1933	55,8	61,5
1938	84,7	84,0
1945	215,2	153,4
1952	346,3	171,3

Fonte: *Survey of Current Business* del Department of Commerce.

Facendo per i prossimi 20 anni le due ipotesi di un saggio di incremento annuo nominale del 4 per cento e del 5 per cento, si ottengono per il PNL americano le cifre di previsione segnate nella tav. 8.

Il rapporto dei mezzi di pagamento al reddito nazionale ha seguito negli Stati Uniti, dal principio del secolo XIX fino agli anni della grande depressione, un andamento nettamente ascendente: da 0,05 nel 1800 a 0,19 nel 1870, 0,72 nel 1930, 0,86 nel 1935. Nel 1947 si trovava intorno a 0,80; successivamente è disceso (8), come appare dalla tav. 7, in cui però vengono considerati i soli mezzi di pagamento soggetti a riserva (che costituiscono i tre quarti circa della massa complessiva) ed il rapporto è fatto al prodotto nazionale lordo (anziché al reddito).

(7) S. KUZNETS, *National product since 1869*, National Bureau of economic research, 1946.

(8) A. H. HANSEN, *Monetary theory and fiscal policy*, 1949.

Supponendo esaurita la tendenza secolare all'aumento, dovremo assegnare al rapporto, per i prossimi 10-20 anni, valori ipotetici vicini a quelli più recenti (cioè intorno al 45 per cento); valori più alti (55 per cento) concedendo qualche peso alla tendenza ed alla esperienza degli anni immediatamente precedenti lo scoppio delle ostilità in Corea.

TAV. 7

COMPOSIZIONE DEI MEZZI DI PAGAMENTO SOGGETTI A RISERVA
E LORO RAPPORTO AL PNL
(miliardi di dollari)

Anni (a)	Biglietti della Riserva federale (1)	Depositi delle banche associate (2)		Totale mezzi di pagamento soggetti a riserva (3)	Prodotto nazionale lordo (4)	Rapporto percentuale di (3) a (4) (5)
		a vista	a termine			
1937 . . .	4,2	24,4	11,3	39,9	90,2	44,2
1938 . . .	4,2	24,7	11,5	40,4	84,7	47,6
1939 . . .	4,6	28,4	11,7	44,7	91,3	48,9
1947 . . .	24,5	77,3	28,0	129,8	233,3	55,6
1948 . . .	23,9	78,5	28,7	131,1	259,0	50,6
1949 . . .	23,4	78,6	29,2	131,2	258,2	50,8
1950 . . .	23,1	83,0	29,5	135,6	284,2	47,7
1951 . . .	24,0	89,3	30,2	143,5	329,2	43,6
1952 . . .	25,2	92,7	32,3	150,2	346,3	43,4

(a) Per i mezzi di pagamento, medie dei dati di fine trimestre.

Fonte: *Federal Reserve Bulletin*.

Assegnando al rapporto i due valori ipotetici di 0,45 e 0,55 e combinando queste due ipotesi con le due fatte circa lo sviluppo del reddito, si ottengono le cifre di previsione dello sviluppo dei mezzi di pagamento segnate nella già richiamata tavola 8.

Il fabbisogno di riserve auree al fine interno del soddisfacimento degli obblighi di copertura dipende, oltrechè dal volume complessivo

dei mezzi di pagamento, dall'importanza relativa delle due partite che compongono gli impegni a vista delle banche di Riserva federale: ossia i biglietti in circolazione ed i depositi, questi ultimi formati in grande prevalenza dai depositi delle banche associate (le *member banks*). Nella media del 1952 e nella prima metà del 1953, la circolazione dei biglietti delle banche di Riserva federale è stata di circa 25 miliardi e la consistenza dei depositi presso le banche associate al sistema della Riserva federale di cinque volte tanto: 125 miliardi.

TAV. 8

(miliardi di dollari)

Ipotesi incremento PNL . . .	4 %				5 %			
	45 %		55 %		45 %		55 %	
Rapporto tra mezzi di pagamento soggetti a riserva e PNL	10 %	12,5 %	10 %	12,5 %	10 %	12,5 %	10 %	12,5 %
Copertura aurea	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)
1952								
PNL					346			
Mezzi di pagamento . .					150			
Copertura aurea (fine anno)					23,3 (1)			
1962								
PNL			512				564	
Mezzi di pagamento . .	230			282	254			310
Copertura aurea	23,1	28,8	28,2	35,2	25,4	31,7	31,0	38,8
1972								
PNL			758				918	
Mezzi di pagamento . .	341		417		413		505	
Copertura aurea	34,1	42,6	41,7	52,1	41,3	51,6	50,5	63,1

(1) 22,3 a fine agosto 1953.

Come appare dal confronto tra le prime tre colonne della tav. 7, il rapporto tra biglietti e depositi è assai più elevato di quello dell'immediato anteguerra; ma la tendenza all'aumento nel valore di tale rapporto, constatata negli anni di guerra, è cessata. In sede di previsione, viene mantenuto fermo il rapporto attuale di 1 : 5.

A fronte della massa di depositi in essere all'epoca indicata (1952 e prima metà del 1953) le banche associate avevano costituito riserve per circa 20,4 miliardi. L'eccedenza delle riserve costituite rispetto all'obbligo di riserva si è mantenuta per tutto il periodo di 18 mesi tra i 600 ed i 900 milioni di dollari, cioè su livelli difficilmente riducibili in un sistema formato da circa 7.000 banche, nel quale quindi situazioni individuali di tensione coesistono con situazioni di larghezza; tanto da alimentare tra le banche stesse un mercato di prestito di fondi tratti dalle riserve eccedenti. Che in tale periodo la situazione delle riserve sia stata tesa è provato da alcuni fatti: (a) verso il maggio-giugno 1951, al culmine della tensione creditizia, le riserve eccedenti erano intorno a 600-800 miliardi; (b) tra il luglio 1952 ed il maggio 1953 le banche associate hanno riscontato in misura inconsueta presso le banche della Riserva federale, per far fronte all'obbligo di riserva; (c) in nessun momento del periodo indicato si sono avute riserve eccedenti presso le due banche site nelle città di riserva centrale.

Possiamo quindi assumere che il mantenimento, da parte delle banche commerciali, delle proporzioni di riserva in atto durante il 1952 e la prima metà del 1953 comporterebbe la costituzione di una riserva uguale ad *almeno* $1/6$ dei depositi (20,4 : 125). *Almeno* perchè il ritmo di accrescimento dei depositi a vista, che comportano un obbligo di riserva più elevato, è più rapido di quello dei depositi a termine (tav. 7). In seguito alla riduzione nella proporzione della riserva obbligatoria entrata in vigore nel luglio 1953, il rapporto medio ai depositi può stabilirsi al 15 per cento circa.

La riserva del 25 per cento che le banche della Riserva federale devono mantenere non è propriamente costituita dall'oro metallo, il quale dal gennaio 1934 è tutto di proprietà del Tesoro, ma dai certificati oro che il Tesoro rilascia alle banche della Riserva federale cedenti (9).

L'impegno si applica separatamente a ciascuna delle dodici banche di Riserva federale, alcune delle quali (Boston, St. Louis, Minnea-

(9) Federal Reserve Act, Sec. 16: « Every Federal Reserve Bank shall maintain reserves in gold certificates of not less than 25 per centum against its deposits and reserves in gold certificates of not less than 25 per centum against its Federal Reserve notes in actual circulation ».

polis) hanno avuto fino a data recente una copertura aurea notevolmente inferiore a quella media. Nel giugno 1951, alla fine del periodo di rapida espansione del credito, che si ebbe negli Stati Uniti, come in alcuni paesi europei, dopo lo scoppio delle ostilità in Corea, e durante il quale, anche per effetto della perdita di oro, la copertura aurea per le dodici banche prese insieme scese dal 56 al 46 per cento, le tre banche indicate avevano rapporti di copertura pericolosamente vicini al minimo del 25 per cento (Boston 29,2 per cento, St. Louis 28,5 per cento, Minneapolis 29,6 per cento), e tali da richiedere interventi perequatori del Sistema attraverso le operazioni di mercato aperto (10). Interventi analoghi si erano avuti nel 1944-45, prima della riduzione dell'obbligo di copertura.

Ultimamente, un complesso di interventi perequatori a larga base è stato attuato nel settembre 1953, mediante trasferimenti di titoli di stato, che appaiono intesi ad aumentare la proporzione di riserva aurea in ciascuna banca della Riserva federale al di sopra del 40 per cento. Prima che questo intervento avesse luogo, in 6 delle 12 banche la proporzione era compresa tra il 29,1 ed il 31,1 per cento.

Tale disparità di situazioni, ed il fatto che in passato non si sia avuta esperienza di momenti nei quali la riserva aurea sia

(10) Di siffatte operazioni è fatta la seguente menzione nella rivista mensile della Banca di riserva federale di Boston dell'ottobre 1951:

« Durante il 1951, la percentuale di riserva della Banca (di riserva federale) di Boston si è andata avvicinando al minimo legale. Variazioni nella partecipazione della Banca di Boston alle operazioni di mercato aperto del Sistema le hanno consentito di mantenere, durante tale periodo, una riserva del 30 per cento circa. Il mantenimento della percentuale di riserva con tale mezzo non muta la possibilità che la tendenza a perdere oro sia sintomatica di difficoltà sottostanti meritevoli di attento studio ».

Il regolamento dei saldi netti debitori o creditori emergenti nelle compensazioni interdistrettuali degli assegni ha luogo attraverso lo Interdistrict Settlement Fund (già Gold Settlement Fund), mediante il trasferimento da una banca all'altra di certificati oro depositati presso il Fondo. La posizione debitrice (o creditrice) di una banca può venire corretta dal Sistema della riserva federale mediante acquisti (rispettivamente vendite) di titoli governativi nel territorio del distretto.

Tra le ragioni che determinano la perdita di oro, nel caso di Boston, starebbero l'eccedenza degli incassi sui pagamenti del Tesoro nella Nuova Inghilterra e l'emigrazione di capitali verso altre regioni di più recente sviluppo industriale.

scesa sensibilmente al disotto del 40 per cento, suggeriscono di attenersi a percentuali alquanto superiori a quella minima legale nella formulazione di ipotesi circa i minimi di copertura cui di fatto il Sistema potrebbe consentire (ferma restando la legislazione attuale). È da osservare che, ove il Sistema si avvicinasse troppo al minimo legale, esso potrebbe incontrare difficoltà ad assolvere altre sue responsabilità, come quella ribadita nell'accordo col Tesoro del marzo 1951 di assicurare « ordinate condizioni » nel mercato dei titoli di stato: cioè, all'occorrenza, di acquistare titoli di stato (creando quindi propri impegni a vista) per evitare una caduta « disordinata » dei corsi.

Nella tavola 8, vengono applicate due ipotesi di copertura: 40 e 33,3 per cento ($\frac{2}{5}$ e $\frac{1}{3}$). Queste percentuali si applicano direttamente ai biglietti; per i depositi bancari esse si applicano alle riserve delle banche associate, che abbiamo visto essere uguali al 15 per cento dei depositi bancari, cosicchè la copertura aurea di questi ultimi è del 6 per cento nella prima ipotesi e del 5 per cento nella seconda. In definitiva, poichè il rapporto dei pesi con cui i biglietti ed i depositi concorrono a formare la massa dei mezzi di pagamento soggetti a riserva, è, come si avvertì, di 1 : 5, il rapporto delle riserve auree ai mezzi di pagamento risulta di $\frac{7}{60}$ nella prima ipotesi e di $\frac{7}{72}$ nella seconda.

Arrotondando le due percentuali a $\frac{1}{8}$ e $\frac{1}{10}$ ed applicandole ai risultati delle quattro diverse ipotesi di sviluppo dei mezzi di pagamento, si ottengono otto ipotesi di sviluppo del fabbisogno di riserve auree, che sono presentate nelle colonne da (a) ad (h) della tav. 8.

Le ipotesi finali non hanno tutte uguale valore, poichè delle combinazioni di ipotesi intermedie dalle quali esse risultano alcune hanno maggiore probabilità delle altre. In particolare, non è verosimile l'associazione dell'ipotesi di un rapido sviluppo del prodotto nazionale (5 per cento annuo) con quella di un rapporto elevato dei mezzi di pagamento al prodotto nazionale (55 per cento); il rapporto, infatti, si eleva nelle fasi di lento sviluppo del reddito. Le ipotesi più probabili sono quelle intermedie, corrispondenti alle colonne da (c) ad (f).

L'incremento annuale della scorta aurea necessario rispetto alla consistenza di 23,3 miliardi (fine 1952), per soddisfare il fabbisogno di oro che esse pongono in evidenza, è il seguente:

	Copertura al 10 %		Copertura al 12,5 %	
	col. c	col. e	col. d	col. f
	<i>(milioni di dollari)</i>			
Primo decennio (1953-62) .	490	210	1.190	840
Secondo decennio (1963-72)	1.350	1.590	1.690	1.990
Ventennio (1953-72) . . .	920	900	1.440	1.415

Solamente dalla combinazione delle tre ipotesi corrispondenti alla col. e (5 per cento di sviluppo annuo del PNL, rapporto del 45 per cento tra mezzi di pagamento e PNL, copertura aurea pari al 10 per cento dei mezzi di pagamento) emerge, per il primo decennio, un incremento realizzabile senza difficoltà. Solo una delle tre rimanenti ipotesi (col. c) dà luogo, nel primo decennio, ad un incremento compatibile con l'attuale produzione di oro, a prezzo di uno scarso incremento delle riserve del resto del mondo e della destinazione ad usi monetari di una frazione dell'oro prodotto superiore a quella così destinata negli ultimi anni. Se gli incrementi annuali sono riferiti all'ultima cifra disponibile della riserva aurea (22,3 miliardi) essi risultano ovviamente per il primo decennio alquanto più elevati.

Queste conclusioni possono essere verificate sui dati seguenti (11):

Anni	Produzione di oro	Incremento delle riserve auree ufficiali
	<i>(milioni di dollari)</i>	
1937	1.034	
1938	1.118	570
1939	1.190	
1946	752	350
1947	767	430
1948	785	380
1949	817	480
1950	844	410
1951	827	130
1952	855	310
1953 (Gennaio-giugno) . . . . .	..	120

(11) I dati sulla produzione e quello dell'incremento delle riserve auree nel 1938 sono tratti dal bollettino statistico del Fondo monetario internazionale;

I rimedi che si prospettano con maggiore immediatezza sono la diminuzione dell'obbligo di riserva delle banche commerciali, la riduzione dell'obbligo di copertura aurea, l'aumento del prezzo dell'oro.

La discussione in atto da qualche tempo sul prezzo dell'oro ha considerato prevalentemente aspetti esterni alla economia americana: il contributo che l'aumento darebbe alla risoluzione del problema della liquidità internazionale, cioè al problema di adeguare la massa dei mezzi di regolamento di generale accettazione alle dimensioni degli squilibri temporanei delle bilance dei pagamenti; l'effetto che avrebbe sui ricavi delle miniere, e quindi, per il risultato congiunto dell'incremento del prezzo e delle quantità estratte, sulle bilance dei pagamenti dei paesi produttori, i quali vorrebbero riportarsi ad una relazione tra i prezzi dell'oro e quelli delle merci più vicina alla situazione del 1934; gli effetti, di ordine più generale, che il miglioramento della bilancia dei pagamenti dell'area della sterlina eserciterebbe sulla struttura del sistema dei pagamenti internazionali; infine, le limitazioni di cui la misura soffre, quale strumento di assistenza economica, rispetto ad altri più selettivi.

Gli aspetti interiori all'economia americana hanno ricevuto minore attenzione. Non sorprende che nel paese meglio provveduto di riserve auree, l'accento venga posto, anzichè sui possibili effetti deflazionistici del presente assetto, sull'impulso che da una rivalutazione delle riserve, e da un aumento della produzione aurea, riceverebbero le tendenze inflazionistiche. Il Kriz così riassume, nelle conclusioni di un suo recente saggio (12), la tesi del mantenimento del prezzo attuale:

« Argomentare che un aumento del prezzo delle merci dovrebbe essere seguito da un aumento del prezzo dell'oro è una fra le versioni dell'economia dell'inflazione perpetua. In primo luogo, l'aumento del valore della produzione aurea, e gradualmente anche del suo volume, che farebbe seguito ad un aumento del prezzo dell'oro, aumenterebbe i redditi nei paesi produttori, mentre non vi sarebbe alcun aumento nel

i rimanenti dati sull'incremento delle riserve auree sono tratti dal bollettino della Riserva federale e comprendono le riserve delle banche centrali, dei governi, dei fondi di stabilizzazione e degli istituti internazionali. Tutti i dati escludono l'URSS.

(12) MIROSLAV A. KRIZ, *The price of gold*, Princeton University, Essays in international finance, n. 15, 1952.

volume dei beni di consumo e di investimento; parte di questo potere d'acquisto addizionale si diffonderebbe agli altri paesi attraverso il commercio internazionale, ed aumenterebbe così la concorrenza per le merci. In secondo luogo, l'aumento delle vendite di oro alle autorità monetarie da parte dei produttori tenderebbe ad espandere le riserve delle banche commerciali e così (eccetto che venisse compensato, forse con qualche difficoltà) ad aumentare la loro capacità di far credito. In terzo luogo, nei paesi importatori di oro anche la base stessa del sistema bancario, costituita dalla riserva aurea, si troverebbe allargata. Infine, l'effetto psicologico di un aumento del prezzo dell'oro sarebbe decisamente inflatorio ».

Il primo ed il quarto punto comportano entrambi considerazioni di ordine piuttosto remoto da quelle di meccanica monetaria, cui intende attenersi questo saggio. Si presenterà invece qualche osservazione sui due punti intermedi.

Il valore dell'afflusso di oro di nuova produzione alle riserve monetarie degli Stati Uniti e degli altri paesi risentirebbe all'inizio, in prevalenza, della variazione del prezzo unitario; solo col tempo si aggiungerebbe l'effetto dell'aumento quantitativo. Il Kriz calcola che un aumento a 44 dollari l'oncia potrebbe al più far salire la produzione da 22 milioni di once nel 1951 fino a 32 milioni di once, cioè al massimo raggiunto nel 1940. Il valore della produzione aumenterebbe quindi da circa 770 a circa 1400 milioni di dollari.

Nel Regno Unito, l'effetto espansivo dell'afflusso aureo sulla liquidità e la capacità di credito potrebbe essere facilmente neutralizzato dall'istituto di emissione mediante trasferimento di titoli governativi dalla Banca d'Inghilterra alle banche commerciali. Nell'Europa continentale, gli istituti di emissione sono generalmente in grado di assorbire la liquidità eccedente mediante le operazioni di mercato aperto, le variazioni negli obblighi di riserva delle banche commerciali e la politica del risconto. Dove persistono pressioni inflazionistiche, queste sono riconducibili a condizioni diverse dallo stato della bilancia dei pagamenti, quali il dissesto delle finanze pubbliche, i vasti programmi di investimento; lo stato della bilancia dei pagamenti dovendo classificarsi piuttosto tra gli effetti che tra le cause dell'inflazione interna.

La stessa possibilità per le banche di emissione di assorbire un eventuale eccesso di liquidità attraverso l'alienazione di titoli gover-

nativi e la restrizione del risconto sussiste negli Stati Uniti. La cifra di 1.600 milioni di dollari raggiunta alla fine del 1952 dal risconto presso le banche di Riserva federale è senza precedenti e comporta l'abbandono, presumibilmente temporaneo, del principio tradizionale, secondo cui la Riserva federale non deve fornire stabilmente ad alcuna banca i mezzi per costituirsi le riserve obbligatorie (13). Il riassorbimento di questa esposizione basterebbe a neutralizzare l'effetto espansivo di un afflusso aureo di circa mezzo miliardo all'anno per un triennio.

L'afflusso potenziale di oro si allargherebbe dopo i primi anni, via via che si realizzasse l'aumento dell'estrazione sollecitato dal maggior prezzo; al tempo stesso, il fabbisogno di riserve aggiuntive per la copertura degli impegni a vista delle banche della Riserva federale andrebbe avvicinandosi, in tutte le ipotesi prima fatte, a cifre vicine o superiori a quelle del probabile afflusso.

Resta da considerare quali effetti inflazionistici possa produrre, nell'economia americana, l'iniziale rivalutazione della scorta aurea.

La massa di oro che sta a fronte dei certificati oro rilasciati alle banche di Riserva federale si ridurrebbe, in seguito ad un aumento del prezzo dell'oro da 35 a p dollari per oncia, alla frazione $35/p$ della massa attuale. La frazione residua $(p - 35)/p$ verrebbe liberata a favore del Tesoro (14), il quale potrebbe emettere e cedere alle banche della Riserva federale un importo addizionale di certificati oro uguale al valore di tale frazione, che gli verrebbe accreditato sui conti delle banche cessionarie.

(13) Si veda al riguardo la memoria presentata dal Federal Reserve Board al Comitato Patman (pubblicata in *Monetary policy and the management of the public debt*, parte prima, p. 207, U. S. Government Printing Office, 1952). Tale principio è stato applicato anche in Italia dopo l'introduzione delle riserve obbligatorie. È interessante osservare che, nella misura in cui l'espansione dei mezzi di pagamento non abbia contropartita nell'accumulo di oro e di divise estere, quel principio porta all'espansione dell'investimento delle banche centrali in titoli di stato. Una considerazione siffatta porta HANSEN (*op. cit.*) ad affermare la necessità di una espansione continua del debito pubblico.

(14) Gold Reserve Act of 1934, sec. 7: « In the event that the weight of the gold dollar shall at any time be reduced, the resulting increase in value of the gold held by the United States (including the gold held as security for gold certificates and as a reserve for any United States notes and for Treasury notes of 1890) shall be covered into the Treasury as a miscellaneous receipt ».

Nell'ipotesi, in precedenza richiamata, di un aumento a 44 dollari l'oncia, il profitto di rivalutazione, sulla riserva attuale di circa 22 miliardi, sarebbe intorno a 5 miliardi. Attraverso la sua erogazione da parte del Tesoro, questa somma potrebbe tramutarsi in un uguale importo di riserve addizionali a disposizione delle banche commerciali presso la Riserva federale ed alimentare un'espansione dei depositi (e dei crediti) delle banche commerciali uguale ad un po' più di 6 volte tanto, cioè a circa 38 miliardi di dollari, che rappresenterebbe un incremento del 30 per cento circa rispetto all'attuale consistenza dei depositi delle banche associate (125-130 miliardi). Più probabilmente, l'effetto espansivo si distribuirebbe tra i depositi bancari e la circolazione dei biglietti, in proporzioni tali da non alterare sensibilmente l'attuale consistenza relativa della moneta bancaria e della fiduciaria. L'una e l'altra aumenterebbero di un 13 per cento circa (15).

Condizione perchè una rivalutazione dell'oro non solleciti una espansione inflazionistica è quindi (nell'ipotesi di un aumento annuo del reddito nazionale pari al 4-5 per cento) che il Tesoro eroghi il profitto di rivalutazione in un periodo non inferiore a tre anni. Una spendita più rapida richiederebbe, da parte della Riserva federale, una azione compensativa (vendita di titoli sul mercato).

Poichè la rivalutazione e la successiva emissione di certificati oro addizionali aumenterebbero nella stessa misura la riserva e gli impegni a vista delle banche della Riserva federale, la percentuale di copertura aurea si accrescerebbe. È questo l'allargamento della base del sistema bancario, richiamato nel terzo punto del Kriz. Ma si è visto prima che le banche della Riserva federale hanno mantenuto, fino allo scoppio

(15) Posta uguale a c la circolazione dei biglietti della Riserva federale (25 miliardi), a d la consistenza dei depositi delle banche associate (125 miliardi), ad r la proporzione media di riserva obbligatoria per questi ultimi (0,15) le variazioni conseguenti ad un'espansione Δg (5,7 miliardi) nel valore della riserva aurea soddisferanno all'incirca le seguenti relazioni:

$$\left\{ \begin{array}{l} \Delta c + r \Delta d = \Delta g \\ \frac{\Delta c}{\Delta d} = \frac{c}{d} \end{array} \right.$$

Introducendo i dati del problema si ha un'espansione dei depositi di 16,3 miliardi ed un'espansione della circolazione di 3,26 miliardi.

della guerra, coperture variabili e sempre molto elevate; e non si vede come la larghezza della copertura potrebbe, anche in avvenire, sollecitare una politica di facilità da parte di istituti il cui primo compito è di difendere la moneta.

Vero è però che, scoppiata la guerra, la larghezza delle riserve auree ha consentito alle banche della Riserva federale di procedere a larghi acquisti di titoli di stato senza avvicinarsi troppo (almeno sin verso la fine del 1944) al minimo legale di copertura; cioè ha costituito una condizione favorevole allo sviluppo dell'inflazione. Ove il sistema fosse entrato in guerra con una copertura aurea meno ampia (come avverrebbe nella malaugurata ipotesi di un nuovo conflitto), si sarebbe posta ad un certo momento l'alternativa tra la riduzione (o l'abbandono) dell'obbligo di copertura ed una politica finanziaria più severa. Leggendo le argomentazioni con cui il Federal Reserve Board propose al Congresso, nel febbraio del 1945, la riduzione della percentuale di copertura aurea degli impegni a vista delle banche di Riserva federale al 25 per cento, ci si rende conto che sarebbe stata imboccata senza esitazioni la prima strada (16).

(16) Il documento del Federal Reserve Board osserva come la diminuzione nella copertura aurea degli impegni a vista intervenuta dopo il 1941 fosse stata dovuta alla riduzione della riserva aurea ed all'aumento degli impegni a vista e commenta:

« La riduzione della riserva aurea riflette il fatto che la maggior parte delle esportazioni del paese è avvenuta sul programma di affitti e prestiti, mentre le importazioni sono state regolate in contanti. I paesi che hanno esportato verso gli Stati Uniti non hanno potuto farvi acquisti equivalenti, a cagione delle restrizioni di guerra, ed hanno ritirato o fatto accantonare oro per spenderlo quando vi sarà nuovamente disponibilità di merci da esportare.

L'aumento della circolazione dei biglietti della Riserva federale è stato una parte dell'espansione generale della moneta che ha accompagnato l'attività bellica in ogni paese del mondo. Nell'espansione sia dei biglietti sia dei depositi si sono riflessi l'aumento delle spese governative per la guerra, l'espansione del reddito nazionale in moneta, l'aumento delle paghe e dei prezzi. Finchè le banche di Riserva federale continuino a fare la loro parte, come certamente debbono, per assistere il Tesoro a finanziare le spese governative ed a mantenere stabili condizioni nel mercato dei titoli di stato, esse non debbono subire la restrizione di una percentuale di riserva arbitraria ».

Le argomentazioni che successivamente reca il Board tendono a dimostrare che la percentuale di riserva era, piuttosto che arbitraria inizialmente, eccedente rispetto agli scopi che nel mutar delle condizioni le erano rimasti:

« La riduzione della percentuale di riserva sarebbe pienamente in linea

Ai maggiori paesi europei, che hanno dimesso ogni obbligo di copertura aurea della moneta, il terzo punto del Kriz non si applica.

Considerando in prospettiva un periodo di media lunghezza, appare dunque come, nella stessa economia americana, non possano essere simultaneamente soddisfatte le seguenti condizioni:

- 1) uno sviluppo sostenuto del reddito nazionale;
- 2) il mantenimento della copertura aurea su una percentuale di qualche consistenza, come quella di un terzo degli impegni a vista degli istituti di emissione **;
- 3) il mantenimento del prezzo attuale dell'oro.

con i cambiamenti prodottisi dopo la sua introduzione. Nella misura iniziale, essa si proponeva: 1) di assicurare alle banche di riserva risorse adeguate per far fronte alle domande di oro e di moneta legale da parte dei depositanti e dei portatori di biglietti; 2) di limitare l'espansione del credito delle banche di Riserva federale; 3) di dare al pubblico la sicurezza che i biglietti della Riserva federale, che allora venivano per la prima volta messi in circolazione, avessero una copertura aurea del 40 per cento.

Il primo scopo non si impone più, dacchè la conversione in oro non è ulteriormente ammessa per fini interni e l'esportazione dell'oro è soggetta a licenza. Mentre la complessiva riserva aurea del paese è abbastanza ampia per far fronte ad ogni concepibile domanda estera, un obbligo di riserva abbastanza alto per far fronte alle possibili domande sia interne che per l'estero non è più appropriato nelle condizioni presenti. Il secondo scopo — la limitazione del volume del credito delle banche di Riserva federale — non è attuale (*relevant*) in un periodo in cui l'espansione del credito da parte della Riserva federale è un bisogno essenziale della finanza di guerra. In terzo luogo, la fiducia nei biglietti della Riserva federale è ora consolidata, e non fa in pratica differenza alcuna che la loro copertura aurea sia del 40 per cento o del 25 per cento.

Le condizioni di guerra hanno condotto tutti i belligeranti a ridurre o ad abolire gli obblighi di copertura per le banche centrali. Limitazioni meccaniche alle possibilità di credito delle banche centrali devono inevitabilmente cedere il passo, in tempo di guerra, all'obbligo dominante di sorreggere lo sforzo bellico.

La riduzione al 25 per cento viene proposta perchè sufficiente a parare tutte le prevedibili eventualità. Essa consentirebbe alle banche di Riserva federale di far fronte ad ogni presumibile domanda addizionale di biglietti da parte del pubblico e di fondi per costituzione di riserve obbligatorie da parte delle *member banks*. La circolazione dei biglietti ed i depositi delle *member banks* dovrebbero quasi raddoppiare, perchè ci si approssimasse al minimo legale di copertura aurea proposto ».

** *La continua diminuzione delle riserve auree negli anni recenti ha indotto nel 1965 le autorità americane ad abolire l'obbligo di copertura aurea per i depositi intrattenuti presso le banche di Riserva federale (Public Law*

Il vincolo nascente dalla seconda condizione può venire allentato dalla riduzione delle riserve obbligatorie per le banche commerciali. L'esigenza del mantenimento di un livello dei prezzi non inferiore all'attuale non viene separatamente formulata perchè è implicita nella prima condizione.

L'incompatibilità delle tre condizioni apparirà presto se, per il ritorno alla convertibilità monetaria, gli altri paesi seguiranno la strada di incrementare la propria riserva aurea sottraendo oro agli Stati Uniti od anche soltanto assorbendo una larga frazione dell'oro di nuova produzione. Il consiglio dato trent'anni fa dalla conferenza di Genova, di costituire riserve di valute convertibili piuttosto che di oro, appare molto attuale. E si potrebbe già oggi, come si dovrà forse fare negli anni prossimi, ripetere il monito che la Delegazione dell'oro del Comitato finanziario della Società delle Nazioni formulava nel 1930, ponendosi al punto di vista dell'equilibrio monetario internazionale: « Nous désirons signaler une fois de plus les conséquences que pourrait provoquer toute opération de grande envergure ayant pour objet de convertir en or les réserves actuellement constituées en devises étrangères, et nous croyons devoir prier instamment tous les pays qui ont adopté le système de l'étalon de change-or de procéder dans ce domaine avec la plus grande circonspection ».

Parimenti auspicabile appare lo sviluppo degli organismi di compensazione multilaterale nei quali i partecipanti si concedono reciprocamente credito per superare gli squilibri temporanei delle bilance dei pagamenti.

I paesi d'Europa sono troppi, e si sono poste troppe esigenze di sviluppo economico e di difesa, per potere dedicare attualmente all'accumulo di oro e di valute convertibili lo sforzo necessario ad adeguarle ai bisogni di un sistema di piena convertibilità aurea di vecchio tipo. Questa difficoltà è una delle molte in cui si esprime la decadenza dei vecchi stati nazionali, sovraccarichi di compiti, ed incapaci di avere una buona moneta. Il ritorno alla convertibilità sarebbe meno

89-3 del 3 marzo 1965). Esso sussiste, nella misura del 25 per cento, per la circolazione dei biglietti. Inoltre, dopo il 1953, quando questo testo fu scritto, si sono avute ripetute riduzioni nelle proporzioni di riserva obbligatoria delle member banks. Le proporzioni vigenti al 1° gennaio 1965 sono indicate nell'ultima riga della tav. 4.

disagevole dopo la costituzione di un'unità federale europea, la quale, trasformando in commercio interno gli scambi dei paesi europei tra di loro e con le proprie aree monetarie, varrebbe a risolvere in parte, con altri anche più gravi, il problema della liquidità internazionale. Ed anche allora dovrà trattarsi di convertibilità in dollari piuttosto che in oro.

LA PROPAGAZIONE DELL'INFLAZIONE TRA PAESI DIVERSI(*)

1. Il meccanismo di propagazione internazionale dell'inflazione è stato recentemente esaminato da A. J. Brown, J. C. R. Dow e altri (1). L'indagine del professor Brown è estesa agli anni dal 1939 al 1951; quella di Dow copre il periodo dal 1946 al 1954. Questa memoria considera principalmente le esperienze del decennio 1950-59.

Brown ascrive la propagazione dell'aumento dei prezzi a tre meccanismi: (1) i trasferimenti netti internazionali di potere d'acquisto; (2) gli aumenti dei costi d'importazione incorporati nei prezzi

(*) Comunicazione presentata nel 1959 alla International Economic Association e pubblicata in lingua inglese come capitolo 17 nel volume *Inflation* curato da D.C. HAGUE, Macmillan, Londra, 1962.

(1) UNITED NATIONS, *Survey of Current Inflationary and Deflationary Tendencies*, Department of Economic Affairs, Serie A - n. 2, settembre 1947; J. DUESENBERY, *The Mechanics of Inflation*, « Review of Economics and Statistics », 1950; F.D. HOLZMAN, *Income Determination in Open Inflation*, « Review of Economics and Statistics », 1950; J.K. HORSEFIELD, *Inflation in Latin America*, « Staff Papers », Fondo monetario internazionale, 1950; P. EINZIG, *Inflation*, Chatto and Windus, 1952, cap. 10; P.T. BAUER e F.W. PAISH, *The Reduction of Fluctuations in the Incomes of Primary Producers*, « The Economic Journal », 1952; J.R. PARKINSON, *The Terms of Trade and the National Income 1950-1952*, « Oxford Economic Papers », 1955 e 1956; G.W. MAYNARD, *Import Prices and Inflation: the Experience of the United Kingdom, 1950-1952*, « Oxford Economic Papers », 1955 e 1956; A. J. BROWN, *The Great Inflation, 1939-1951*, Oxford University Press, 1955, cap. 11; J.C.R. Dow, *Analysis of the Generation of Price Inflation. A Study of Cost and Price Changes in the United Kingdom 1946-1954*, « Oxford Economic Papers », 1956 e 1957; UNITED NATIONS, *World Economic Survey, 1957*; F.W. PAISH, *Inflation in the United Kingdom, 1947-1957*, « Economica », 1958; H. MERCILLON, *L'inflation importée*, « Revue Economique », maggio 1958; R.F. HARROD, *The Pound Sterling, 1915-1958*, Princeton University, *Essays in International Finance*, n. 30, 1958; A.J. BROWN, *Inflation and the British Economy*, « The Economic Journal », 1958; G.W. MAYNARD, *Inflation, the Terms of Trade and the Share of Wages in National Income*, « The Economic Journal », 1958.

dei manufatti e, in definitiva, in quelli dei fattori di produzione interni; (3) i movimenti simultanei dei prezzi delle merci di negoziazione internazionale in paesi diversi. Egli pone principalmente l'accento sul secondo meccanismo. Il processo è messo in moto da impulsi inflazionistici che promanano da singoli paesi, trasmessi ai mercati delle materie gregge e delle derrate alimentari, nei quali i prezzi sono principalmente determinati dalla domanda.

Gli aumenti risultanti fanno salire i prezzi delle materie acquistate dall'industria e, una volta che l'aumento del costo della vita abbia messo in moto la spirale prezzi-salari, quelli della mano d'opera.

Il movimento dei costi è trasferito, con uno stacco di tempo, nei prezzi dei manufatti.

Il periodo considerato da Brown comprende tre onde principali di inflazione dei prezzi, nelle quali questo processo fu chiaramente percettibile. La prima venne sollevata dalla mobilitazione economica dei paesi in guerra tra il 1939 e il 1941. La Gran Bretagna, e, dopo di essa, gli Stati Uniti fecero larghi acquisti di materie prime a prezzi elevati; anche i noli marittimi risentivano intanto l'effetto della guerra.

La seconda ondata seguì la rimozione dei controlli sui prezzi da parte degli Stati Uniti nell'aprile-giugno 1946. L'improvviso aumento dei prezzi all'esportazione dagli Stati Uniti scatenò la spirale prezzi-salari nell'Europa occidentale, in una fase nella quale anche fattori interni operavano nel senso dell'aumento. Fra questi fattori si annoveravano la situazione di pieno impiego, l'eccesso di liquidità ereditato dagli anni di guerra e la graduale rimozione dei controlli amministrativi. Gli Stati Uniti furono nuovamente alla testa della terza ondata inflazionistica che seguì l'incidente coreano. Tra il 1949 e il 1951, le importazioni degli Stati Uniti si accrebbero in volume del 21%; quelle dell'Europa occidentale dal resto del mondo del 7%. Inoltre, l'espansione avvenne per gli Stati Uniti durante il 1950, per l'Europa durante il 1951. In seguito, l'influenza degli Stati Uniti è divenuta meno dominante. Per quanto l'Europa occidentale non possa ancora essere trattata come un'unità, il grado di integrazione raggiunto già tende ad imprimere alle sue economie movimenti paralleli e ad accrescere sostanzialmente il suo peso sui mercati mondiali.

Le variazioni dei prezzi dei prodotti primari hanno una parte dominante anche nel modello di processo inflazionistico proposto

da Dow. Nella sua forma più semplice il modello assume che i prezzi dei manufatti siano determinati dai costi e che le variazioni dei salari compensino variazioni precedenti nel costo della vita. Sotto tali ipotesi (non remote dalla realtà del nostro tempo) l'aumento dei prezzi che la domanda determina nei mercati dei prodotti primari mette in moto la spirale prezzi-salari. Il fattore di smorzamento, nel modello, è l'aumento della produttività; Brown usa anche l'esistenza di elementi di costo fissi.

2. Con una esperienza degli sviluppi successivi all'episodio coreano assai più breve della nostra, tanto Brown quanto Dow hanno manifestato piena consapevolezza della tendenza dei salari ad aumentare in modo parzialmente indipendente dal movimento dei prezzi e della produttività. Nella opinione di Dow « il 1954 vide l'inizio di uno sviluppo sostanzialmente mai prima riscontrato nel periodo post-bellico: l'inflazione dei prezzi generata da forze puramente interne ». Si può argomentare che questa nuova fase abbia avuto inizio già nel 1953. La forte caduta dei prezzi delle materie prime cominciò nella prima metà del 1951; all'inizio del 1953, la spirale aveva compiuto almeno due giri completi. Inoltre, il modello della spirale non copre tutti gli aspetti importanti della realtà. La debolezza della domanda durante il 1952 può avere influenzato l'andamento dei salari e dei prezzi; vi è dunque ragione di ritenere che gli effetti principali del ciclo coreano sui prezzi e sui salari si siano prodotti entro il 1952.

La conclusione di Dow è certamente valida per tutti gli anni successivi. I prezzi delle derrate alimentari hanno manifestato una tendenza costantemente debole a partire dai primi mesi del 1951, fuorchè nel 1954, quando i prezzi dei « generi coloniali » ebbero un'impennata. I prezzi delle materie prime industriali segnarono per quasi tre anni un movimento discendente; si ripresero tra il 1954 ed il 1956, per effetto degli alti livelli di attività e, nella seconda metà del 1956, dell'affare di Suez; si sono indeboliti nuovamente nella recessione del 1957-58 e sono rimasti depressi nella ripresa seguita.

I dati della tavola 1 indicano che nel 1954-56 l'aumento dei prezzi delle materie prime per l'industria fu moderato; la sua influenza sul livello generale dei prezzi nei mercati mondiali venne temperata dalla persistente debolezza delle derrate alimentari. Nel 1956, l'aumento nei

INDICE DEI PREZZI INTERNAZIONALI

Variazione percentuale tra le date indicate	Volkswirt			Financial Times	Reuter's	Moody's
	Materie prime industriali	Materie alimen- tari	Totale			
Dal marzo 1950 al punto di svolta del 1951 (1)	81	14	(mar.) 60	—	(apr.) 32	(gen.) 49
Dal punto di svolta del 1951 al dicembre 1952	— 38	— 6	— 32	—	— 18	— 22
Durante il 1953	— 2	2	—	— 6	— 6	1
Dal dicembre 1953 al giu- gno 1956	8	— 1	6	— 1	— 1	1
Dal giugno 1956 al dicem- bre 1956	5	4	4	2	5	6
Dal dicembre 1956 al mar- zo 1959	— 9	— 8	— 8	— 8	— 19	— 12

(1) Il punto di svolta del 1951 è indicato per ciascuna serie fra parentesi.

prezzi *cif* fu maggiore che in quelli *FOB* a causa del rincaro dei noli e dell'allungamento dei percorsi. Inoltre, mentre le quotazioni sui mercati mondiali caddero verso la fine del 1956, l'aumento dei costi unitari dei prodotti in arrivo nei paesi d'importazione si mantenne nella prima metà del 1957 (cfr. tav. 2).

L'influenza di tali aumenti sul costo dei manufatti pare essere stata più che compensata dall'incremento della produttività. Una possibile eccezione è costituita dalla congiuntura del 1954 negli Stati Uniti: mentre la produttività era ridotta dalla recessione, i prezzi sul mercato internazionale erano sostenuti dalla vivace domanda europea e quelli di alcune derrate alimentari dai cattivi raccolti; si aveva così un insieme di fattori operanti nel senso dell'aumento dei costi. Tuttavia, i margini di profitto negli Stati Uniti palesano una maggiore flessibilità che in Gran Bretagna. Negli Stati Uniti, il rapporto tra i profitti delle società al lordo della tassazione e il reddito nazionale cadde dal 16,8% nel 1950 all'11,3% nel 1954, risalì al 13,6% nel boom del 1955 e cadde nuovamente al 10,1% nel 1958. I prezzi all'ingrosso rimasero stabili nel 1954 e aumentarono del 4% nel 1955. La concentrazione della domanda addizionale sui beni d'investimento

VARIAZIONE PERCENTUALE NEI PREZZI D'IMPORTAZIONE

Anno cui è riferita la variazione sull'anno precedente	Indice OECE		Regno Unito			Stati Uniti			Germania		
	Derrate alimentari	Materie prime	Indice generale	Derrate alimentari, bevande e tabacco	Materie di base	Indice generale	Derrate alimentari gregge	Materie gregge	Indice generale	Derrate alimentari	Materie prime
1951	8	20	33	14	61	26	13	46	25	14	39
1952	- 4	- 16	- 2	5	- 13	- 5	1	- 17	- 8	- 5	- 8
1953	—	- 4	- 9	- 4	- 12	- 5	1	- 10	- 12	- 10	- 14
1954	11	- 1	- 1	- 3	3	3	20	- 3	- 2	—	- 4
1955	- 12	5	3	1	4	- 1	- 14	5	2	- 2	5
1956	- 4	1	2	—	2	2	- 4	4	2	1	4
1957	3	—	2	—	4	1	- 2	4	1	3	4
1958	- 7	- 6	- 8	- 4	- 13	- 5	- 5	- 7	- 9	- 6	- 12

Fonti: Statistiche generali dell'OECE; annuari e bollettini statistici ufficiali.

e sui beni durevoli di consumo indica che questo aumento fu principalmente effetto del *boom*. La spinta della domanda si esercitò anche attraverso i prezzi dei fattori, secondo dimostrano gli aumenti salariali nelle industrie dell'automobile e dell'acciaio. Nelle parole dell'*Economist* (9 luglio 1955) « tanto le imprese siderurgiche quanto i sindacati operai approfittarono dell'elevata domanda per i prodotti dell'industria » aprendo la strada agli aumenti salariali nelle altre industrie.

Se, come riteniamo, durante il 1953 le tendenze inflazionistiche non furono dovute ai prezzi d'importazione, altre ragioni devono essere ricercate. Tra queste si annoverano i fattori interni che in tutti i paesi esercitano una spinta inflazionistica e, poichè il grado d'inflazione era diverso nei diversi paesi, il primo meccanismo di Brown, ossia i trasferimenti internazionali di potere d'acquisto.

Le « forze puramente interne » che hanno alimentato l'inflazione a partire dal 1953 sono chiaramente evidenti. I dati della tavola 3 sul movimento relativo dei salari e della produttività nelle industrie di trasformazione danno evidenza alla maggiore di esse (2); altri fattori hanno svolto una funzione di ausilio. Si noterà, tuttavia, che in alcuni casi (Italia, Francia, Austria) gli aumenti dei salari orari nelle industrie di trasformazione sono stati minori, o poco maggiori, dei corrispondenti aumenti di produttività. Ma per l'economia presa nel suo insieme, l'eccedenza dell'incremento dei salari su quello della produttività è stata maggiore (3). Gli sviluppi ora descritti erano atti a promuovere

(2) L'aumento del rapporto tra salari e produttività è l'anello più chiaramente percettibile ma non necessariamente il motore primo dell'inflazione interna. Nel caso della Francia (e in qualche misura anche di altri paesi) la linea di causalità ha preso inizio piuttosto nel tentativo del settore pubblico di accrescere la propria parte nella spesa nazionale per scopi di investimento, difesa, trasferimento (tra cui il sostegno dei prezzi dei prodotti agricoli) e per gli impegni nei territori d'oltremare. Quest'azione era atta a generare aumenti dei prezzi, seguiti da aumenti salariali intesi esclusivamente (o principalmente) a ristabilire il precedente livello di salari reali.

(3) Tuttavia, l'Italia presenta il caso singolare di un paese nel quale i salari nelle industrie di trasformazione sono aumentati poco più del reddito reale pro-capite. Nel 1958 i prezzi ingrosso erano inferiori a quelli del 1948 e poco superiori a quelli del 1950; l'aumento nel livello dei prezzi al consumo si può ascrivere ad un aumento relativo nei redditi non da lavoro, dovuto ad una maggiore applicazione di capitale ed al movimento nei prezzi relativi

INDICI DEI SALARI, DEI PREZZI, DEL REDDITO E DELLA PRODUTTIVITÀ
(1953 = 100)

	Prezzi al consumo (1)		Industrie di trasformazione										P N L <i>pro-capite</i> , in termini reali	
			Salari orari (2)		Salari reali (3=2:1)		(A) Occupazione (B) Ore lavorate (4)		Produzione (5)		Produttività (6=5:4)			
	1950	1958	1950	1958	1950	1958	1950	1958	1950	1958	1950	1958	1950	1958
Stati Uniti (1) .	90	108	82	123	91	114	90 (A)	103	83	106	92	103	91	101
Regno Unito. .	81	119	80	135	99	113	97 (B)	104	94	116	97	111	95	110
Svezia	79	119	68	134	86	113	102 (A)	101	97	118	95	117	97	116
Austria	71	113	68	122	96	108	103 (B)	105	87	152	84	145	88	140
Germania . . .	93	110	78	140	84	127	86 (B)	121	71	154	82	127	100	130
Francia	77	122	84	150	93	123	100 (B)	109	90	156	90	144	91	121
Italia	86	118	85	128	99	108	101 (B)	104	78	141	77	135	85	125
Olanda	88	121	89	140	101	116	96 (B)	105	88	127	91	121	91	116
Belgio	91	108	—	132	—	122	— (A)	100	94	120	—	120	93	109

(1) Per gli Stati Uniti, il confronto tra il 1953 e il 1958 è influenzato dalla recessione durante questo secondo anno. Si è quindi preferito fondare il confronto sui dati per i 12 mesi giugno 1958 - maggio 1959 piuttosto che su quelli per l'anno solare 1958.
 Fonti: Statistiche generali dell'OECE. I dati del P N L per il 1958 sono in parte tratti dalle fonti nazionali o stimati.

movimenti nei prezzi relativi, secondo le variazioni settoriali del rapporto incrementale tra salari e produttività, ed a sollecitare l'aumento del livello generale dei prezzi che, in effetti, si è avuto. Si può concludere che durante questi anni si è avuta nella maggior parte dei paesi occidentali una situazione nella quale la domanda complessiva avanzata dai vari gruppi sociali in sede di riparto del prodotto nazionale è stata ricondotta alla somma delle disponibilità da una lenta inflazione dei prezzi.

3. Questa analogia di esperienze invita ad esaminare le influenze reciproche che possono avere messo in moto il primo e il terzo meccanismo di Brown. È abbastanza ovvio che quando parecchi paesi inflazionano, ciascuno di essi promuove l'inflazione degli altri in ragione dell'intensità della propria e della sua importanza nel commercio internazionale. In un sistema di tassi di cambio fissi e di scambi commerciali abbastanza liberi, il diverso ritmo con cui i processi inflazionistici si sviluppano nei vari paesi si rifletterà parzialmente in variazione dei prezzi relativi e nelle bilance dei pagamenti (partite correnti).

L'aumento relativo intervenuto dal 1951 nei prezzi dei manufatti esportati dal Regno Unito e dagli Stati Uniti, rispetto a quelli dei loro principali concorrenti (4), è stato netto, ed ha concorso con altri fattori alla riduzione delle parti spettanti ai due paesi sui mercati di esportazione di tali prodotti.

Nelle bilance dei pagamenti, si possono distinguere dopo il 1951 i movimenti seguenti. Nei paesi non industriali, si è avuto un flusso e riflusso ciclico nella situazione monetaria esterna, dovuto alla instabilità dei prezzi dei prodotti primari e alle variazioni nel ritmo della

mediante il quale si è venuta ripristinando una struttura bilanciata di prezzi e di redditi, dopo la distorsione degli anni di guerra e dei primi anni post-bellici. Tra questi movimenti si annoverano il parziale sblocco dei fitti, la revisione delle tariffe dei servizi pubblici, l'aumento della tassazione indiretta, il miglioramento relativo nelle retribuzioni degli impiegati e nei redditi delle categorie professionali. Inoltre, si è avuto un declino relativo nei prezzi dei beni durevoli e di altri manufatti. L'espansione della base del credito è stata dovuta al finanziamento del disavanzo del bilancio statale e all'avanzo nei conti con l'estero.

(4) Cfr. l'articolo sul dollaro pubblicato nell'*Economic Review* del National Institute of Economic and Social Research, Londra, n. 2 del marzo 1959.

spesa di sviluppo. Tre grandi paesi industriali (il Regno Unito, la Francia e il Giappone) hanno subito ampi movimenti nella bilancia esterna, mentre i paesi continentali dell'Occidente europeo (Francia esclusa) hanno beneficiato di un afflusso costante di valuta estera: le perdite sofferte da alcuni di essi durante le crisi della Corea, di Suez e dell'agosto 1957 sono state piccole e prontamente annullate. L'eccedenza segnata dall'afflusso di valuta a tali paesi rispetto all'offerta corrente di oro monetario (dalla produzione e dall'Unione Sovietica) ha trovato contropartita principalmente nel peggioramento della situazione valutaria degli Stati Uniti.

Secondo l'evidenza dei movimenti nei prezzi e della bilancia dei pagamenti, adunque, l'influenza americana a partire dal 1951 sembra abbia concorso ad accelerare, e quella del continente europeo a rallentare, il passo dell'inflazione.

Questa affermazione deve essere immediatamente qualificata in vario modo.

(a) Un disavanzo esterno dovuto ad esportazione di capitali ed a trasferimenti unilaterali incide sull'equilibrio tra l'offerta e la domanda di risorse del resto nel mondo in modo più favorevole di un disavanzo negli scambi di merci e servizi. Lo sbilancio americano nel decennio in esame (misurato dalla perdita di oro e dall'indebitamento netto a breve termine) è stato del primo tipo. È quasi superfluo ricordare che la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti in conto merci, servizi e trasferimenti unilaterali non governativi è stata costantemente attiva (cfr. tav. 4). Il resto del mondo, in aggiunta alle risorse da esso stesso prodotte, ha potuto perciò trarre sulle risorse offerte dagli Stati Uniti nella forma di aiuto e di esportazione di capitali: le ha usate solo in parte, per altra parte trasformandole in un credito sugli Stati Uniti.

La distinzione ora accennata si rafforza ove si tenga conto degli effetti favorevoli che le esportazioni americane di capitale e tecnologia hanno esercitato sull'attuazione di nuovi processi produttivi nel resto del mondo e sulla sua capacità di esportazione. Conviene anche ricordare che nei primi anni post-bellici, come nei momenti di crisi politica e nelle fasi di elevata attività di quest'ultimo decennio, gli Stati Uniti hanno costituito un vitale fattore di elasticità dell'offerta, rifornendo il mondo occidentale di petrolio, carbone, acciaio ed altri

prodotti di base. Quest'offerta marginale è stata specialmente importante nel contenimento dell'inflazione.

TAV. 4

TRANSAZIONI INTERNAZIONALI DEGLI STATI UNITI

(miliardi di dollari)

	1946-47	1948-49	dal 1950 al 1956	1957	1958
Merci:					
Esportazioni (1) . . .	27,7	25,3	94,2(2,4)	19,3(1,9)	16,2(1,2)
Importazioni	- 11,1	- 14,5	- 76,7	- 13,3	- 12,9
Saldo	16,6	10,8	17,5	6,0	3,3
Servizi e donazioni private (netto)	2,6	2,4	12,2	2,8	2,4
Capitale privato (netto) .	- 1,7	- 1,6	- 7,3	- 2,5	- 2,6
Saldo delle transazioni private	17,5	11,6	22,4	6,3	3,1
Transazioni governative (netto):					
Servizi e donazioni . .	- 5,7	- 10,8	- 33,4	- 5,4	- 5,6
Capitali	- 6,4	- 1,7	- 1,8	- 0,9	- 1,0
Totale	- 12,1	- 12,5	- 35,2	- 6,3	- 6,6
Errori ed omissioni . .	1,1	2,0	2,7	0,9	0,4
Variazioni nelle riserve auree e valutarie nette	6,5	1,1	- 10,1	0,9	- 3,1

(1) Il valore dell'esportazione dei prodotti agricoli eccedentari è indicato in parentesi.

Fonte: Rielaborazione di dati dal *Survey of Current Business*.

Nell'altro caso, del disavanzo corrente di un paese, l'acquisizione di valuta da parte del resto del mondo sta a fronte di una equivalente cessione di risorse al paese deficitario. In questo senso, la Francia (con la sua area monetaria, cui la metropoli fornisce capitali) è stata più di una volta un'attiva propagatrice di inflazione.

(b) Un disavanzo esterno dovuto agli aiuti governativi e ai movimenti di capitale non è di per sè indicativo di una tendenza all'aumento relativo del livello dei prezzi nel paese deficitario rispetto al resto del mondo. Tuttavia, si riconosce generalmente che la forza concorrenziale dell'economia americana si è un poco attenuata negli anni recenti. Un fattore di questo cambiamento, che riflette la fine dell'inflazione repressa in Europa, è la più pronta disponibilità di

manufatti europei per l'esportazione. Nello stesso senso, hanno operato il ricupero del ritardo tecnologico da parte dell'Europa occidentale e del Giappone; le migliori disponibilità di credito all'esportazione in questi paesi; la posizione speciale degli Stati Uniti come esportatore di alcuni prodotti la cui domanda si è indebolita (carbone, cereali, cotone) e verso i paesi dell'emisfero occidentale, che di recente hanno segnato un tasso di sviluppo piuttosto basso. Su questi come su altri mercati, le esportazioni degli Stati Uniti hanno in parte ceduto il posto a merci prodotte localmente o in terzi paesi da imprese che usano capitali e procedimenti americani. L'analisi del recente peggioramento nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti americana richiede perciò un quadro di riferimento molto più ampio di quello dei movimenti nei prezzi relativi. Fondamentalmente, essa mostra il successo dello sforzo posto in atto, con l'assistenza americana, per restaurare le economie dell'Europa occidentale e del Giappone; e anche una qualche lentezza della produzione americana ad adattarsi al mutare della domanda estera ed interna (5).

4. La netta distinzione fatta al numero precedente tra i diversi processi di trasferimento di potere d'acquisto si stempera quando si considerano gli effetti sull'offerta di moneta e sulla situazione di liquidità, ossia sul potenziale di inflazione. Sotto questo profilo, conviene stabilire una nuova linea divisoria: degli aiuti fra governi dalle altre operazioni. Nell'ipotesi più semplice, l'aiuto che un governo riceve da un altro si traduce in una eccedenza d'importazione, i ricavi tratti dalla vendita delle merci importate (fondi di contropartita) essendo immediatamente disponibili per il governo assistito.

Se una parte di tali fondi viene accumulata, si ha come effetto diretto una deflazione della massa monetaria (6). Nella misura in cui il paese assistito accumula valuta estera (attraverso un'eccedenza delle esportazioni sulle importazioni pagate, od attraverso l'importazione di

(5) Una breve ma penetrante analisi dei fattori in gioco è stata fatta dal prof. KINDLEBERGER in una dichiarazione al Joint Economic Committee of Congress, pubblicata in *The Commercial and Financial Chronicle*, n. 5864 del 16 luglio 1959.

(6) Il governo viene qui trattato come un ente creatore di moneta. I suoi depositi presso la banca centrale sono quindi esclusi dalla massa monetaria.

capitale) viene compensato l'effetto deflatorio dell'aiuto estero sulla massa monetaria (7).

Per contro, i trasferimenti di potere d'acquisto causati da disavanzi correnti o da una esportazione di capitale diretta al settore privato alimentano un processo di espansione del reddito nel paese ricevente, che può assegnarsi sia al moltiplicatore monetario sia al moltiplicatore del commercio estero. Si instaura quindi un meccanismo equilibratore che diffonde all'estero gli effetti espansivi degli impulsi provenienti dai paesi deficitari (8). Tali impulsi divengono inflazionistici quando viene raggiunta la soglia del pieno impiego, o si incontrano strozzature.

Tuttavia, le autorità dei paesi eccedentari possono combattere l'inflazione proveniente dall'estero con una politica appropriata; può

(7) Circa l'uso dei fondi di contropartita e gli effetti di liquidità che ne derivano si possono distinguere vari casi.

a) Può avvenire che l'uso dei fondi sia subordinato al consenso dello stato che presta l'aiuto. In alcune occasioni, le missioni americane incaricate dell'assistenza si sono pronunciate per politiche di investimento « aggressive ». Ovviamente, la disponibilità dei fondi può influenzare la politica di spesa dello stato assistito nel senso dell'espansione.

b) Nella misura in cui i fondi vengono impiegati per l'acquisto di titoli statali dalle banche, l'effetto contrattivo dell'eccedenza d'importazione sulla posizione di liquidità delle banche viene compensato e la massa monetaria riportata al suo volume precedente.

c) Nella misura in cui i fondi sono impiegati per riscattare titoli governativi a breve termine collocati fuori del sistema bancario, l'effetto contrattivo del disavanzo commerciale sulla massa monetaria è compensato, ma sussiste un effetto di contrazione della liquidità (nella quale si comprendono i titoli governativi a breve termine).

d) Quando i fondi sono usati per acquistare titoli governativi a lungo termine collocati fuori del sistema bancario, si ha soltanto una deflazione nelle attività finanziarie non liquide.

(8) Con il ripristino della libertà dei movimenti internazionali di capitale, le transazioni in titoli hanno fornito in questi ultimi tempi un veicolo per la diffusione all'estero degli impulsi inflazionistici. A questo riguardo il governatore HOLTROP, nella relazione della Banca d'Olanda per il 1958, scrive:

« L'acquisto di titoli olandesi sembra sia stato ulteriormente stimolato dalla sfiducia nella stabilità del valore della moneta diffusa fra gli investitori [esteri]. Quando l'andamento delle quotazioni sulle borse estere viene influenzato dal timore dell'inflazione, e *a fortiori* quando esso è stimolato da tendenze inflazionistiche presenti sul mercato monetario e dei capitali, le compravendite di titoli all'estero formano un sistema di vasi comunicanti attraverso il quale le tendenze inflazionistiche arrivano a farsi sentire nel nostro paese ».

anche avvenire che gli impulsi inflazionistici in provenienza dall'estero siano compensati da impulsi deflazionistici operanti nel paese eccedentario. Ad esempio, nel caso della Germania l'avanzo di bilancio del settore pubblico, in presenza di un crescente avanzo della bilancia dei pagamenti, è forse in parte il risultato di una politica consapevole, in parte il prodotto di una situazione preesistente protrattasi oltre il previsto.

Il ricorso di un paese ad una politica di contenimento degli impulsi espansivi può essere motivato da un timore diffuso dell'inflazione, o dal ricordo di una situazione di scarsità delle riserve valutarie dalla quale il paese sia emerso da poco. Entrambi questi fattori hanno avuto una parte di qualche importanza nel determinare il corso recente della politica economica nei paesi dell'Europa occidentale.

Al riguardo, si deve anche osservare che un'espansione economica rapida richiede un'espansione adeguata della massa monetaria: se le autorità si astengono dal creare moneta di « origine interna » l'avanzo esterno tende a perpetuarsi, almeno fino a quando i paesi deficitari siano costretti alla deflazione. Anche questo meccanismo ha operato negli anni recenti, durante i quali l'espansione economica è stata più rapida nell'Europa occidentale che negli Stati Uniti: se in questi ultimi non fosse intervenuta un'azione compensativa del disavanzo esterno, la contrazione monetaria causata dalla perdita di oro avrebbe potuto accrescere l'avanzo corrente degli Stati Uniti fino a fargli toccare la somma degli aiuti e degli investimenti all'estero. Ma le autorità preferirono espandere il volume del credito della Riserva federale (da una consistenza di 22,2 miliardi di dollari alla fine del 1950 ad una di 27,8 miliardi alla fine del 1958) e ridurre ripetutamente (nel 1953, 1954 e 1958) i tassi delle riserve obbligatorie richieste alle banche associate. Questa scelta fu presumibilmente motivata in via generale da considerazioni interne, ma ebbe anche presente la desiderabilità di migliorare la situazione monetaria esterna dell'Europa. Tuttavia, nella fase di ripresa dell'economia americana iniziata nel maggio 1958, si è accettata una graduale restrizione del mercato monetario, accompagnata dall'aumento dei tassi d'interesse.

Per la prima volta negli anni recenti, il peggioramento della situazione monetaria esterna degli Stati Uniti e lo scemare della fiducia nel dollaro hanno avuto una parte importante, accanto alle conside-

razioni di ordine interno che tuttora predominano, nel determinare la politica americana.

5. La provvista di liquidità internazionale dovrebbe essere di ampiezza sufficiente a consentire alla maggior parte dei paesi di rinunciare all'uso delle restrizioni quantitative degli scambi esteri come strumento ordinario di politica, e anche di non ricadere nella loro applicazione di tempo in tempo; dovrebbe anche essere atta a scoraggiare i movimenti speculativi di capitale e ad assicurare una qualche stabilità nei tassi di cambio. Ma un paese potrà intrattenere un disavanzo esterno tanto più a lungo quanto maggiori siano le sue riserve iniziali. Quando il disavanzo esterno è dovuto ad inflazione, un'alta consistenza iniziale di riserve può condurre il paese a differire troppo l'azione correttiva. Le condizioni migliori per il libero fluire degli scambi internazionali non sono dunque le più idonee ad evitare le occasioni di trasferimento internazionale di potere d'acquisto attraverso l'inflazione. Per la scelta della soluzione ottima, si deve valutare per un verso il rischio di esportazione dell'inflazione associato ad un'ampia liquidità internazionale, per l'altro l'effetto dannoso che le limitazioni agli scambi esteri esercitano sullo sviluppo del reddito e in altri modi. L'area di conflitto tra obiettivi diversi può essere ridotta affidando la provvista della liquidità esterna a qualche organo internazionale, che la subordini ad una valutazione della politica dei paesi bisognosi di assistenza, e lasci invece al governo del paese che fornisce la propria valuta nazionale la scelta dei modi appropriati in cui procurarsela (9).

(9) Queste condizioni sono soddisfatte quando la valuta estera viene fornita attraverso il Fondo monetario internazionale. Il versamento della parte che nella quota di ciascun paese è dovuta in valuta nazionale è una mera operazione contabile. Quando il Fondo vende la valuta di un paese membro ad altro paese membro, il governo del primo paese ha l'opzione (a) di finanziare la cessione indebitandosi presso le banche o usando disponibilità esistenti, oppure (b) di indebitarsi sul mercato. Quando la valuta viene usata per finanziare un avanzo nei conti con l'estero del paese emittente, si ha in definitiva una espansione della massa monetaria nel caso (a) e la semplice compensazione dell'effetto iniziale dell'indebitamento governativo nel caso (b). In questo secondo caso si ha un'espansione nelle attività finanziarie meno liquide.

6. I paesi la cui moneta è usata come riserva traggono da questo impiego maggiori possibilità di finanziare i propri disavanzi esterni e sono pertanto una fonte potenzialmente importante di diffusione del processo inflazionistico. I disavanzi del Regno Unito e degli Stati Uniti generano normalmente in parte un flusso di ritorno di capitale a breve termine, ossia un'accresciuta detenzione di sterline e di dollari da parte del resto del mondo.

Nella misura in cui ciò avviene, l'effetto riduttivo del disavanzo esterno sulle riserve valutarie lorde del paese viene compensato; l'effetto sulla posizione di liquidità delle banche e del settore privato viene anche compensato od attenuato (fuorchè per gli importi generalmente piccoli che i detentori esteri intrattengono come depositi presso la banca centrale del paese emittente la moneta riserva). Il Regno Unito ha da molti anni una posizione valutaria netta negativa. Nel caso degli Stati Uniti, la posizione valutaria lorda e, in qualche misura, la posizione di liquidità delle banche, si sono sostanzialmente avvantaggiate perchè il resto del mondo ha scelto di conservare in dollari piuttosto che in oro una metà circa delle riserve addizionali acquisite negli ultimi nove anni (tav. 5). La misura in cui un paese che emette moneta usata come riserva può perseverare in una politica inflazionistica, prima che questa diriga altrove il flusso dei fondi a breve, è naturalmente minore in un sistema dotato di due o più centri di riserva. La possibilità di scelte alternative si è accresciuta dopo il ripristino della convertibilità della sterlina e di altre monete avvenuto alla fine del 1958, che ha restituito ai tassi d'interesse una funzione più attiva come regolatori dei movimenti internazionali di fondi a breve termine.

7. La diffusione internazionale dell'inflazione e della deflazione è favorita dal diretto legame tra prezzi interni ed esteri che si costituisce in un regime di cambi fissi, e non sorprende che da molti economisti si suggerisca di spezzare questo legame, ossia di impedire la diffusione internazionale dell'inflazione mediante l'adozione di cambi fluttuanti. L'interesse nell'alternativa tra cambi fissi e fluttuanti è stato ravvivato dalla crisi del 1957 e sostenuto in seguito dalla debolezza del dollaro. Qui non si tenterà di riproporre il problema generale, ma soltanto di presentare alcune osservazioni suggerite dal-

l'esperienza recente. Il problema del prezzo dell'oro, ampiamente discusso in questi ultimi tempi, verrà ignorato.

Si è ricordato in precedenza che nel 1950-52 l'aumento dei prezzi prese origine sul mercato dei prodotti primari, nel quale gli acquisti da parte degli Stati Uniti hanno una parte dominante, e che negli anni successivi fu invece dovuto a processi inflazionistici interni che erano attivi tanto nel Regno Unito che negli Stati Uniti. Si è anche indicato che gli Stati Uniti hanno fornito un largo volume di liquidità al resto del mondo, a partire dal 1950, perchè il flusso dei capitali esportati e degli aiuti ha superato l'avanzo delle partite correnti. È dunque lecito asserire che dai due centri internazionali di riserva si sono dipartiti impulsi, che per varie strade (quali il contagio dell'aumento dei prezzi e l'espansione della base del credito nei paesi che hanno accumulato valuta estera) hanno sollecitato l'inflazione negli altri paesi. La politica attuata in alcuni paesi europei ha accresciuto, quella di altri ha contenuto gli effetti di questa influenza esterna.

TAV. 5

RISERVE MONDIALI DI ORO E DOLLARI
(miliardi di dollari)

	Dicembre 1949	Dicembre 1958
Stati Uniti:		
Oro	24,6	20,6
Resto del mondo (1):		
Oro	9,7	19,3
Dollari	6,0	16,1
dei quali: Disponibilità ufficiali . . .	3,4	10,2

(1) Esclusi i paesi comunisti e compresi gli istituti internazionali.

Fonti: *International Financial Statistics* e *Federal Reserve Bulletin*.

Non sembra dubbio che nel caso della Francia sussisteva una condizione di partenza e sono state attuate politiche atte a sollecitare un'inflazione particolarmente rapida: in un sistema di cambi fluttuanti, si sarebbe avuta una scivolata continua del franco francese. Nel sistema vigente il deprezzamento fu concentrato in due momenti.

D'altro canto, alcuni paesi, tra cui la Germania e (nel 1957-59) l'Italia, avrebbero forse scelto di limitare l'acquisizione di valuta estera consentendo alla valuta nazionale di apprezzarsi nei riguardi del dollaro (10). Tuttavia, gli esportatori, i beneficiari di rimesse dall'estero e altri gruppi sarebbero probabilmente riusciti a persuadere le autorità a mantenere l'apprezzamento entro limiti ristretti, tanto più che nel 1957-59 esso avrebbe rafforzato la leggera recessione.

Di speciale importanza sono gli effetti che i cambi fluttuanti avrebbero presumibilmente esercitato nelle fasi di crisi politica ed economica. Le crisi della Corea e di Suez comportarono, con l'aumento dei prezzi delle importazioni, movimenti avversi nella bilancia dei pagamenti dei paesi europei. Le riserve valutarie vennero usate per finanziare le eccedenze d'importazione. Sottostante a questa perdita di riserve era l'uso di fondi liquidi (o di credito di nuova creazione) nell'ambito economico nazionale. La perdita di riserve esterne è, in effetti, parte del processo attraverso il quale le riserve liquide adempiono, nei rispetti dell'economia nazionale, lo scopo al quale sono ordinate. Infatti, l'eccedenza d'importazioni rallenta la spirale prezzisalarî, che facilmente si mette in moto quando, in aggiunta all'aumento dei costi d'importazione, l'economia deve far fronte alla perdita di reddito dovuta al peggioramento delle ragioni di scambio, e al maggior accanimento che ne seguirà nella lotta per l'appropriazione del prodotto sociale da parte dei vari gruppi. Le riserve cesserebbero di adempiere a tale funzione ove attraverso la fluttuazione del cambio si ricercasse in ogni momento il pareggio tra l'offerta e la domanda di valuta estera. La caduta del cambio nelle fasi in cui i costi d'importazione in valuta si elevano aggraverebbe il processo inflazionistico.

(10) Nell'insieme, questi paesi si sono astenuti dall'espandere la spesa nazionale con mezzi che non fossero quelli ortodossi della diminuzione dei saggi di interesse, dei lavori pubblici, degli sgravi fiscali. Tale comportamento trova spiegazioni più razionali della talora asserita « ossessione » del pericolo di inflazione. Si riteneva infatti dalle autorità di quei paesi che la favorevole bilancia dei pagamenti fosse dovuta in parte a cause temporanee, tra cui gli aiuti e le spese militari all'estero degli Stati Uniti, e le ragioni di scambio favorevoli, mentre il processo di espansione della spesa è irreversibile nella misura in cui comporta aumenti salariali, e può interessare i problemi fondamentali della struttura economica (ad esempio, l'estensione del settore pubblico nel campo dell'industria).

Questa linea di ragionamento si applica, *mutatis mutandis*, alle fasi di bassi prezzi d'importazione e ai paesi esportatori di prodotti primari, con la differenza che in questi ultimi i movimenti più ampi nei saldi dei conti con l'estero sono determinati dal variare dei ricavi di esportazione piuttosto che da quello dei costi d'importazione. I risultati di un tasso di cambio variabile ma controllato sarebbero probabilmente più vicini a quelli del tasso fisso, perchè le autorità normalmente attingerebbero alle riserve ufficiali per soddisfare la domanda del mercato nelle fasi di rialzo dei costi d'importazione, e sarebbero lente a muovere il cambio nel senso dell'apprezzamento per combattere un'inflazione importata.

8. Al fine di allentare il vincolo tra i movimenti dei prezzi all'estero e all'interno sono stati adoperati o suggeriti mezzi alternativi all'adozione del cambio fluttuante.

Un metodo sperimentato consiste nella rimozione temporanea o nella riduzione dei dazi d'importazione, intesa a combattere l'aumento del costo della vita. I paesi esportatori di prodotti primari si valgono della manovra dei dazi di esportazione al fine di stabilizzare i redditi dei produttori e di combattere le tendenze inflazionistiche.

Un'analisi di questi procedimenti viene presentata annualmente nelle relazioni del GATT sul commercio mondiale. Per alcune merci di negoziazione internazionale, tra cui il grano, lo stagno e lo zucchero, sono in atto accordi intergovernativi intesi a limitare le fluttuazioni dei prezzi. Una conferenza internazionale sulle materie prime provide durante la crisi coreana all'assegnazione di materie prime scarse. Alcuni autori hanno proposto i sussidi all'importazione per isolare il livello interno dei prezzi dalle grandi ondate dei prezzi internazionali, come quella coreana. Sono stati anche formulati piani ambiziosi di stabilizzazione dei prezzi delle materie gregge o dei redditi dei produttori primari (11). Le varie azioni e i piani accennati

(11) Uno di questi piani è proposto da BAUER e PAISH (*op. cit.*) i quali valutano anche criticamente l'opera delle organizzazioni di vendita (*marketing boards*) nell'Africa occidentale britannica. Rassegne recenti della politica nazionale e internazionale dei prodotti primari si trovano nel *World Economic Survey* delle NAZIONI UNITE per il 1958 e nella relazione di un gruppo di esperti nominati dal GATT su *Trends in International Trade* (Relazione Haberler).

consentono, o presuppongono, movimenti alternati di espansione e riduzione delle riserve valutarie.

9. In alcuni casi (tra cui quello della Germania) l'accumulazione di valuta estera si è accompagnata ad una spettacolare espansione economica ed è stata promossa da larghi avanzi finanziari del settore pubblico. In questi casi, un'alta liquidità esterna può accompagnarsi ad uno stato di tensione monetaria all'interno: situazione ideale per le autorità monetarie. Ma l'avanzo esterno si accompagna con maggior frequenza ad un avanzo di liquidità del settore privato che viene facilmente attivato nelle fasi di *boom* sui mercati dei prodotti di negoziazione internazionale.

In queste fasi, l'interesse della comunità internazionale ad evitare la diffusione dell'inflazione richiederebbe che i singoli paesi adottassero controlli del credito quantitativi, e forse anche selettivi, contro l'accumulazione speculativa di scorte. Ma i governi non sono in genere preparati a scoraggiare la formazione di scorte quando la domanda elevata è dovuta ad una crisi in atto o temuta. In effetti, vari governi favorirono o attuarono essi stessi acquisti per la formazione di scorte durante le crisi della Corea e di Suez.

Inoltre, le autorità di un paese che subisce l'effetto, sul proprio livello dei prezzi, di un lento movimento ascendente dei prezzi delle merci di negoziazione internazionale e dei prezzi interni dei paesi con moneta di riserva, in generale non tenteranno di arrestare tali effetti mediante l'apprezzamento del cambio, per le ragioni già ricordate (12). È da presumere che le autorità monetarie oppongano ad un processo di inflazione importata una resistenza meno energica perchè, a differenza dell'inflazione di origine interna, essa non genera normalmente un disavanzo della bilancia dei pagamenti. L'aumento dei prezzi d'importazione determina un aumento dei costi che, ove venisse combattuto con gli strumenti monetari, creerebbe disoccupazione. Di regola, si consentirà dunque al sistema bancario di fornire il capitale di esercizio addizionale, come normale funzione bancaria.

(12) Una ragione pratica che sconsiglia la rivalutazione rispetto alle monete di riserva risiede nella perdita che essa infliggerebbe agli istituti di emissione ed agli altri detentori di valute estere.

10. La relativa brevità del periodo considerato limita l'interesse delle conclusioni che si possono trarre dall'esame; tuttavia, si sottopongono le seguenti:

(a) A partire dal 1953, non è mai avvenuto che la spirale prezzisalaris sia stata messa in moto da inflazione dei prezzi dei prodotti primari.

(b) Gli impulsi inflazionistici di origine interna, propagati dagli scambi esteri dei paesi sviluppati, hanno preso origine in più di un paese. I due paesi che emettono moneta di riserva (dollaro e sterlina) devono considerarsi come fonti di propagazione potenzialmente molto importanti.

(c) Nei paesi continentali dell'occidente europeo (con l'eccezione, fino a data recente, della Francia) l'elevato saggio di sviluppo e la crescente propensione alla liquidità (all'interno da parte del settore privato, e nei riguardi del resto del mondo da parte delle autorità monetarie) hanno, a partire dal 1951, neutralizzato in larga parte e qualche volta del tutto gli impulsi inflazionistici trasmessi dall'estero. L'ulteriore acquisizione di riserve valutarie da parte di tali paesi a partire dalla metà del 1957 può anzi in parte ascrivere ad una certa prevalenza di forze deflazionistiche all'interno.

(d) È forse possibile arrivare ad un impiego più largo di accordi interstatali per la stabilizzazione dei prezzi dei prodotti primari e per coordinare gli acquisti nelle fasi di *boom* o di crisi; tuttavia, l'influenza di tali accordi sui processi inflazionistici è solo uno fra i molteplici aspetti del problema.

(e) L'esame non ha messo in evidenza concrete possibilità di modificare le politiche e le istituzioni attuali in modo tale da ridurre sostanzialmente la diffusione internazionale dell'inflazione.

PROBLEMI DELL'INTEGRAZIONE ECONOMICA EUROPEA (*)

Le questioni europee sono estremamente complesse. La prima difficoltà consiste nel definire l'Europa stessa. Le fonti indicano che il nome di Europa si applicò alle terre ad ovest della catena degli Urali e del Mar Caspio perchè, in virtù di affinità dell'ambiente fisico e del clima, fra i paesi di questa parte del mondo si intrecciarono relazioni intense, anche se non sempre di natura pacifica, mentre aree scarsamente popolate li separavano dai paesi dell'Asia. Entro i confini così definiti verso oriente, gli abitanti dell'Europa svilupparono una comunanza di civiltà e di storia.

La frontiera orientale dell'Europa non coincideva però con una frontiera politica, essendo per intero interna ad uno stato, la Russia. La rivoluzione comunista del 1917 accentuò il significato politico ed economico delle frontiere dell'Unione Sovietica, e la linea degli Urali cadde quasi nell'oblio. Si continuò tuttavia a parlare dell'Europa, in un senso un poco più ristretto, trattando l'Unione Sovietica come un'entità totalmente distinta.

Dopo la seconda guerra mondiale un nuovo e penoso aggiustamento nell'uso dei termini si è reso necessario. Parecchi paesi europei sono caduti sotto il dominio comunista, e la Cortina di ferro è venuta a rappresentare nella maggior parte dei sensi la linea significativa di divisione tra Oriente ed Occidente. Questa linea in alcuni tratti fa violenza alla geografia: a sud, essa si allarga verso est ed abbraccia Grecia e Turchia nell'Europa occidentale. La Jugoslavia di Tito siede a cavallo di questa siepe.

(*) Conferenza tenuta alla Cornell University (Ithaca, N.Y.) nel gennaio 1960, e pubblicata in lingua inglese nella *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 52, marzo 1960.

Tutti i paesi dell'Europa occidentale così politicamente definita sono membri dell'Organizzazione europea per la cooperazione economica (OECE), con l'eccezione della Finlandia.

Ma divisioni politiche ed economiche sfortunatamente sussistono all'interno della stessa Europa occidentale.

Politicamente, l'Europa occidentale è divisa tra paesi della NATO (North Atlantic Treaty Organization) e neutrali. Vedremo in seguito che questa distinzione ha qualche rilievo economico.

Ma la divisione della quale dobbiamo principalmente occuparci è quella tra i sei paesi che formano la Comunità economica europea (il cosiddetto Mercato comune) e il resto dell'Europa occidentale.

Voci discordi si levano entro e fuori la cerchia del Mercato comune: i suoi assertori sostenendo che esso costituisce un fattore di integrazione dell'Europa occidentale, mentre per altri esso sarebbe un fattore di disintegrazione.

Nei primi anni post-bellici si seguirono proposte e negoziati tendenti alla formazione di unioni doganali tra due o più paesi dell'Europa occidentale. Nessuna di queste trattative ebbe esito favorevole, ad eccezione del Benelux, unione doganale di tre paesi (il Belgio, l'Olanda e il Lussemburgo) concepita durante la guerra dai governi in esilio.

Nel dicembre 1947, sei paesi conclusero un accordo multilaterale di pagamenti inteso alla compensazione dei crediti e dei debiti nascenti dagli scambi fra di essi. I paesi partecipanti furono la Germania occidentale, allora sotto occupazione militare, la Francia, l'Italia e i tre paesi del Benelux. Fu questa la prima fugace apparizione dei Sei. All'accordo succedette l'Unione europea dei pagamenti, con la partecipazione di tutti i paesi dell'OECE.

Il gruppo dei Sei assunse una configurazione definita nel 1951, con la costituzione della Comunità europea per il carbone e l'acciaio.

Lo stabilimento di condizioni atte ad evitare il ricorso alla guerra nei rapporti tra la Francia e la Germania era considerato in entrambi i paesi come un obiettivo fondamentale, e la formazione di una stabile comunanza di interessi tra le industrie di base dei due paesi, e specialmente fra le due siderurgie, come una via atta a realizzarlo. In una dichiarazione ufficiale del 1950, si sottolineava che la formazione di un unico mercato del carbone e dell'acciaio era destinata a mutare

i destini di regioni che in passato erano state ad un tempo sedi principali delle industrie dell'armamento e vittime della guerra.

Il maggiore contributo di idee nella costituzione di questo nuovo sistema di rapporti tra la Francia e la Germania venne dal lato francese: i nomi di Monnet e di Schuman fanno spicco.

I paesi del Benelux e l'Italia entrarono nel negoziato, e la Comunità, inizialmente concepita come un patto franco-tedesco, divenne un'impresa a sei.

Nel complesso l'impresa riuscì. Il carbone, il minerale di ferro, il rottame e l'acciaio si scambiano ora liberamente entro la Comunità, mentre per le importazioni dal resto del mondo i sei paesi applicano una tariffa armonizzata.

Ciascuno dei sei paesi ha continuato a collaborare individualmente con i rimanenti paesi europei in seno all'OECE, sotto gli auspici della quale all'interno dell'Europa occidentale gli scambi di merci sono stati in larga parte liberati dai contingenti d'importazione. Questo processo di liberazione ha avuto inizio nel 1949; alla fine del 1956 circa il 90 % del commercio fra i paesi OECE era stato *liberato*, nel senso tecnico che erano state rimosse le restrizioni quantitative all'importazione, pur continuandosi ad applicare i dazi d'importazione.

Era stato quindi raggiunto uno stadio oltre il quale il progresso verso la libertà degli scambi comportava l'attacco al nocciolo dei residui contingenti di importazione e agli stessi dazi di importazione. L'OECE si manifestò incapace di questa ulteriore conquista.

Le decisioni del suo Consiglio sono adottate secondo la regola dell'unanimità. Quando ai paesi OECE che hanno i dazi meno elevati, ossia il Benelux e la Scandinavia, venne chiesto di abolire i restanti contingenti d'importazione, essi domandarono in contropartita riduzioni daziarie da parte dei paesi con tariffe più elevate, tra cui la Gran Bretagna, la Francia e l'Italia.

Questo negoziato incontrava un ostacolo: tutti i paesi OECE, con l'eccezione della Svizzera, sono associati nel GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) ossia in un accordo il quale consente che due o più membri eliminino completamente i dazi nei rapporti reciproci, ma non consente che facciano qualche cosa a mezza via: più precisamente, non consente di eliminare certi dazi quando altri vengono mantenuti intatti o semplicemente ridotti.

In altri termini, l'Accordo consente a due o più paesi di costituirsi in unione doganale o in area di libero scambio, ma non di dare vita ad un'area preferenziale. L'Accordo, mentre inibisce la formazione di nuove aree preferenziali, riconosce la legittimità di quelle preesistenti, purchè il grado di preferenza non venga aumentato. L'esempio di gran lunga più importante di un'area preferenziale è costituito dagli accordi di Ottawa tra i paesi del Commonwealth britannico.

Secondo le regole del GATT, dunque, un'azione contro i dazi d'importazione negli scambi tra i paesi dell'OECE richiedeva la disposizione dei paesi membri ad arrivare sino alla formazione di un'unione doganale o di un'area di libero scambio. Poichè tale disposizione non esisteva, l'OECE dovette ripiegare sul perseguimento di mete meno ambiziose. Essa fece seguire alla liberazione degli scambi di merci la rimozione dei controlli sui cambi applicati alle altre transazioni correnti, tra cui i viaggi all'estero, i noli, le assicurazioni, gli interessi e così via. Essa incoraggiò la liberazione delle importazioni dall'area del dollaro, con sostanziali risultati, e fece cauti passi verso la liberazione dei movimenti di capitale, in ispecie di quelli intesi ad attuare investimenti produttivi diretti, ad esempio impianti industriali all'estero.

Questa limitazione negli obiettivi perseguiti dall'OECE lasciò ai Sei l'iniziativa di una vera avanzata verso l'integrazione economica. I loro ministri degli esteri si riunirono a Messina nel giugno 1955 e ritennero che fosse giunto il momento per « rilanciare l'Europa » e costituire un mercato comune. Un comitato, presieduto dal ministro degli esteri del Belgio, Spaak, venne incaricato di tradurre questa risoluzione in proposte specifiche per un trattato. Il comitato lavorò con grande alacrità a Bruxelles. Nelle prime fasi dell'attività del comitato si ebbe la partecipazione di rappresentanti britannici, che successivamente si ritirarono. Nell'aprile 1956 il rapporto Spaak era pronto, e nel marzo 1957 i Sei firmarono a Roma due trattati, recanti la costituzione di una Comunità europea per l'energia atomica, Euratom, e di una Comunità economica europea.

Di talchè, procedendo due volte per divisione e una volta per integrazione, siamo arrivati a questa piccola Europa dei Sei: un'area uguale appena ad un terzo di quella complessivamente coperta dai paesi OECE ed a circa un ottavo dell'area dell'Europa storicamente de-

finita; con una popolazione pari a circa un terzo di quella dell'Europa così intesa.

Il trattato sulla Comunità atomica impegna i Sei a seguire una politica comune di sviluppo nucleare. Essi devono coordinare le decisioni di investimento ed hanno realizzato un sistema di finanziamento comune degli investimenti da parte della Comunità e di proprietà congiunta di certi impianti nucleari; comuni sono anche i programmi di ricerca, le regole di sicurezza e i controlli sull'uso dei materiali nucleari. Un solo ente è incaricato della provvista di combustibili nucleari e di materiali fissili. Naturalmente a tali materiali si applica una tariffa esterna comune. Quest'ultima norma, che è enunciata nel trattato sulla Comunità atomica, è anche implicita nell'obbligo più generale di addivenire ad una tariffa doganale unificata per tutte le merci che deriva dal secondo e più importante trattato, istitutivo della Comunità economica europea.

A termini di quest'ultimo, i sei paesi si impegnano a realizzare un mercato comune in un periodo transitorio di 12 anni che si concluderà alla fine del 1969. Nelle relazioni commerciali reciproche, le restrizioni quantitative ed i dazi d'importazione verranno eliminati per successive fasi.

La prima riduzione del 10 % nei dazi in essere ha avuto luogo nel gennaio 1959. Sembrò dapprima probabile un qualche ritardo nei tempi di attuazione delle riduzioni tariffarie a causa delle difficoltà economiche della Francia. Successivamente, la tendenza fu invece ad accelerare i tempi, specie ad iniziativa del governo belga, forse ritenendosi che la realizzazione del mercato comune offrirà ai Sei un vantaggio strategico in ulteriori negoziati con terzi paesi.

I Sei hanno esteso d'iniziativa a tutti i paesi GATT la prima riduzione tariffaria, ed è possibile che ripetano questo provvedimento in seguito. Tuttavia, per ogni voce d'importazione esiste un limite a siffatte riduzioni in favore dei paesi terzi, costituito dal dazio d'importazione previsto nella tariffa comune esterna della CEE, la quale prenderà il posto delle tariffe nazionali alla fine del periodo di transizione. (Incidentalmente, i territori doganali della Comunità sono quattro piuttosto che sei, poichè i tre paesi del Benelux già formano un'unione doganale).

La rimozione dei contingenti d'importazione nel commercio tra i Sei sta anche procedendo secondo il programma. Il primo allargamento di contingenti ha avuto luogo all'inizio del 1959 e il secondo un anno dopo. In linea generale, il beneficio di questo allargamento è stato esteso ai paesi terzi. Oggi, la tendenza in tutta l'Europa occidentale è verso l'abbandono delle restrizioni quantitative fuorchè nei riguardi dei prodotti agricoli. Se questa tendenza perdurerà, i contingenti per i prodotti non agricoli verranno aboliti dai Sei in anticipo sugli obblighi del Trattato di Roma relativi al commercio intracomunitario e saranno ugualmente rimossi negli scambi con i paesi terzi.

In conclusione, durante i primi due anni di applicazione del Trattato di Roma, ciascun paese della Comunità, oltre che aprire il proprio mercato alla concorrenza degli altri paesi membri secondo gli obblighi discendenti dal Trattato, lo ha aperto volontariamente, e in misura pressochè equivalente, alla concorrenza dei paesi terzi.

Due sembrano essere le ragioni di questa generosità. In primo luogo la condotta della politica economica dei Sei è attualmente affidata in prevalenza ad uomini i quali credono nelle virtù della concorrenza. In secondo luogo, gli sviluppi recenti della bilancia dei pagamenti sono stati molto favorevoli per tutti i membri del gruppo. Sotto questo rispetto, la tendenza ad una spesa eccessiva, che ha caratterizzato la politica economica degli Stati Uniti nell'ultimo decennio, ha operato come un potente incentivo al processo di liberazione degli scambi e di integrazione economica dei paesi dell'Europa occidentale: il moto delle loro economie è stato accelerato dall'ampio afflusso di oro e di dollari, che ha reso più accettabili i rischi della liberazione delle importazioni.

Tutto ciò è bene: ma la moneta coniata a Roma ha un'altra faccia. La riduzione dei dazi d'importazione negli scambi fra i Sei sarà continuata finchè, nel giro di dodici anni, essi scenderanno a zero. Per le importazioni dal resto del mondo, si applicherà allora la tariffa esterna comune. Di regola, le aliquote della tariffa esterna sono state determinate applicando le medie aritmetiche semplici di quelle in uso all'inizio del 1957 nei quattro territori doganali della Comunità. Le aliquote del Benelux e della Germania sono mediamente più basse di quelle francesi ed italiane. Conseguentemente, le

aliquote della tariffa comune sono per molte voci più alte di quelle attualmente applicate dal Benelux e dalla Germania: dunque, in questi paesi la graduale armonizzazione tariffaria comporterà dei rialzi rispetto alle tariffe in essere. L'armonizzazione avverrà gradualmente durante il periodo transitorio: le importazioni della Germania e del Benelux dai paesi terzi ne soffriranno. In alcuni casi, lo stesso avverrà delle importazioni in Italia e in Francia.

L'effetto della tariffa esterna sarà ovviamente di deflettere un certo volume di scambi dai fornitori esterni a quelli interni alla Comunità. Ad esempio, il libero ingresso dei manufatti tedeschi ai mercati di Francia, Italia e Benelux comprimerà le forniture in provenienza dal Regno Unito e dagli Stati Uniti. Similmente, esportazioni olandesi od italiane verso la Germania si sostituiranno a correnti in provenienza dalla Danimarca o dai produttori primari di oltremare.

La perdita di sbocchi per i terzi paesi produttori primari sarà aggravata da una clausola del Trattato di Roma che ha suscitato vive controversie. Secondo il Trattato, i territori d'oltremare che hanno speciali relazioni con i Sei (principalmente gli ex territori francesi e belgi dell'Africa) godono di uno speciale diritto di associazione alla Comunità. Essi hanno titolo ad esportare liberamente i loro prodotti nei mercati dei sei paesi, pur mantenendo il diritto di imporre dazi sulle importazioni da questi ultimi; diritto inteso a consentire la protezione delle industrie nascenti delle ex colonie. Una qualche indicazione del vantaggio competitivo che il libero accesso ai mercati dei Sei assicura ai territori d'oltremare può essere fornita dalla misura di alcuni dazi applicabili dal Mercato comune alle importazioni di prodotti tropicali o sub-tropicali: 20 % per le banane, dall'8 al 20 per gli agrumi, 16 per il caffè, 80 per lo zucchero, 9 per il cacao, 30 per il tabacco.

È un caso di libero scambio a senso unico, non riconducibile alle forme di associazione consentite dal GATT. La compatibilità di questa parte del Trattato di Roma con le regole del GATT ha formato oggetto di vivi dibattiti a Ginevra; i Sei hanno sostenuto con fermezza che il Trattato di Roma doveva essere accettato o respinto *in toto*, così come era.

I paesi africani si trovano sulla via dell'indipendenza: in quanto

mantengano legami particolari con la Francia e il Belgio, continueranno forse a godere i benefici dell'associazione al Mercato comune, principalmente quello della libera esportazione dei loro prodotti senza corrispondenti obbligazioni e quello di concorrere ai finanziamenti sul Fondo di sviluppo di 581 milioni di dollari previsto nel Trattato di Roma. Le disposizioni che regolano il Mercato comune possono dunque rappresentare un importante elemento di coesione con le antiche metropoli.

Il resto del mondo ha già reagito e continuerà presumibilmente a reagire in vario modo alla potenziale diversione di traffico causata dal Mercato comune.

La convenzione di associazione dei territori d'oltremare ha la durata di cinque anni: essa sarà probabilmente attaccata di nuovo in seno al GATT quando si tratterà di rinnovarla.

La tariffa esterna dei Sei è negoziabile, e i Sei hanno ripetutamente affermato il loro desiderio di non chiudersi in sé e di promuovere il commercio su base mondiale. L'azione per una riduzione bilanciata dei dazi da parte degli Stati Uniti, della Gran Bretagna e della CEE potrà svilupparsi nella sessione 1960/61 del GATT.

La reazione alla CEE ha preso anche la forma di un diffuso movimento per la costituzione di unioni economiche e politiche in altre parti del mondo. Nell'America Latina, in Africa, nell'Asia sud-orientale varie proposte sono all'esame e negoziati sono in corso.

In Europa, gli esclusi dalla CEE continueranno i loro sforzi tendenti ad una più larga associazione di cui i Sei sarebbero un elemento, certo tanto grosso da riuscire imbarazzante.

Per valutare questa possibile linea di sviluppo, dobbiamo ritornare al 1956 e seguire un altro filo nell'intreccio degli avvenimenti recenti, ossia la storia delle negoziazioni per un'area di libero scambio.

Si è ricordato in precedenza che per effetto del Trattato sulla Comunità del carbone e dell'acciaio, una tariffa armonizzata si applica già all'importazione nell'area dei Sei del carbone e dei prodotti siderurgici, e che una tariffa comune si applicherà, per effetto del Trattato di Roma, a tutte le altre merci alla fine del 1969. In queste condizioni, un ragionevole grado di cooperazione amministrativa tra

le autorità doganali sarà di regola sufficiente ad assicurare che le merci siano sdoganate nel paese che ne costituisce la finale destinazione.

In un'area di libero scambio, ciascun paese conserva la sua tariffa doganale, applicabile alle importazioni dai paesi terzi. Da ciò nasce una complicazione: che gli esportatori da questi paesi saranno indotti ad accedere all'area di libero scambio per i punti in cui la siepe daziaria è più bassa, spostando poi le merci verso le altre parti dell'area, almeno fino a quando il costo aggiuntivo di questo istradamento delle merci non annulli il vantaggio del minor dazio. Al fine di prevenire siffatti giri, le aree di libero scambio applicano i certificati di origine. Le merci originarie dell'area circolano liberamente tra i paesi associati; le merci importate dai paesi terzi non godono di questo diritto e assolvono il dazio nel paese della loro destinazione finale secondo la tariffa doganale di questo. Problemi difficili sorgono nel caso di manufatti ottenuti nell'area impiegando materie prime o semilavorati importati dai terzi paesi. La libera circolazione si applica in questi casi al valore aggiunto nel processo di trasformazione, o viene concessa per l'intero valore finale ai prodotti risultanti da processi di trasformazione specificati.

Si è già fatto cenno all'attività del Comitato Spaak a Bruxelles. La relazione di questo Comitato indicò che i Sei avevano una carica di energia e determinazione maggiore di quanto da alcuni si era ritenuto e che la possibilità della conclusione di un trattato si stava trasformando in certezza. Di fronte a questa prospettiva i rappresentanti inglesi nel consiglio dell'OECE proposero di affidare ad un gruppo di lavoro lo studio della possibilità di costituire un'area di libero scambio di cui la CEE fosse parte.

Il ritmo degli eventi si fece più celere nel primo trimestre del 1957. In gennaio, il gruppo di lavoro dell'OECE presentò la sua relazione, la quale indicava la possibilità di realizzare l'area di libero scambio suggerita dagli inglesi. In febbraio, il governo britannico presentava ai membri dell'OECE una memoria nella quale esponeva le proprie vedute sulla creazione di un'Area europea di libero scambio per i prodotti industriali, e pubblicava tale memoria come Libro bianco. In marzo, i Sei firmavano i Trattati di Roma.

La spinta che aveva condotto i Sei a questa felice conclusione mancò del tutto nelle negoziazioni che seguirono, su richiesta britan-

nica, per un'area di libero scambio che avrebbe dovuto abbracciare 17 paesi.

Le ragioni di questo scarso entusiasmo sono diverse.

Gli esperti commerciali e dei pagamenti dei sei paesi uscivano da quasi due anni di faticoso lavoro per l'elaborazione del Trattato di Roma, caratterizzato da delicati contrappesi di concessioni reciproche. L'ambiente degli affari nei sei paesi già cominciava con rapidità sorprendente a programmare per il Mercato comune *in fieri*. L'associazione di 17 paesi che veniva ora proposta sarebbe stata non solo assai più larga ma anche assai meno definita del Mercato comune, ed i suoi effetti di più difficile valutazione, poichè ogni paese membro avrebbe mantenuto la sua tariffa doganale e la libertà di cambiarla. Si aveva la sensazione che, nonostante i certificati di origine, questo regime avrebbe lasciato aperti dei varchi ai prodotti stranieri importati nell'area e alterato le condizioni della concorrenza all'interno di questa. La resistenza fu specialmente forte in Francia, dove trovò accomunati il governo, l'ambiente degli affari e quello accademico.

Le negoziazioni si protrassero per due anni e vennero rotte nel novembre 1958, dopo un ultimo e drammatico urto tra i rappresentanti francesi e quelli inglesi. Dopo di allora, si ebbe uno sviluppo di rilievo nella formazione, avvenuta nel novembre 1959, di un'Associazione europea di libero scambio (EFTA) tra sette paesi: il Regno Unito, la Danimarca, la Norvegia, la Svezia, la Svizzera, il Portogallo e l'Austria. L'Associazione segue da vicino le linee dell'Area di libero scambio proposta dagli inglesi nel Libro bianco del febbraio 1957. I membri dell'Associazione conservano le proprie tariffe doganali; i prodotti agricoli sono esclusi dal regime di libero scambio; alle decisioni si applica la regola dell'unanimità fuorchè nelle procedure di reclamo e per l'applicazione delle clausole di salvaguardia. Il solo organo dell'Associazione è il consiglio, in contrasto con la panoplia di istituzioni della CEE, che comprende un'assemblea, una commissione, un consiglio dei ministri, un consiglio economico e sociale, una banca di investimento e un fondo di sviluppo.

In conclusione, dei 17 membri potenziali della mancata Area di libero scambio, 13 sono ora organizzati in due blocchi. Degli altri quattro, la Grecia e la Turchia hanno indicato il desiderio di associarsi ai Sei, probabilmente con un occhio al commercio (principal-

mente con la Germania) e uno all'aiuto; l'Irlanda e l'Islanda rimangono in disparte.

È generalmente riconosciuto che la situazione attuale non rappresenta un ottimo. I Sei, secondo ogni apparenza, sono più soddisfatti degli altri; tuttavia, anche nel loro seno alcuni uomini politici eminenti, tra cui Erhard e Mendès-France, sono propensi ad un'associazione più larga.

Una discussione realistica di ciò che il futuro può riserbare all'Europa occidentale non può essere condotta con riguardo ai soli fattori economici; nè qui ci è possibile introdurre le variabili politiche. Si dovrà dunque supporre, poco realisticamente, che i fattori politici siano neutrali. Ad indicare la limitatezza di questa impostazione, valga un esempio: tra i possibili sviluppi, non è considerato quello del disfacimento del Mercato comune, non sussistendo forze economiche rilevanti che operino in tal senso.

Entro questa cornice, e in una prospettiva temporale di medio periodo (un decennio) emergono quattro possibilità:

1) il mantenimento della divisione dell'Europa occidentale in due blocchi;

2) lo scioglimento dell'Associazione di libero scambio, alcuni membri della quale potrebbero unirsi al Mercato comune;

3) un'associazione della maggior parte o di tutti i paesi dell'Europa occidentale, nella quale l'identità dell'Associazione di libero scambio andrebbe perduta;

4) un'associazione della natura ora indicata, nella quale l'identità di *entrambi* i blocchi attuali andrebbe perduta.

Alla discussione di queste possibilità sovviene il cartogramma a colori, che illustra la distribuzione geografica del commercio dei paesi OECE (1).

(1) In verità, alcuni di essi (la Grecia, la Turchia, il Portogallo e l'Islanda) non hanno trovato capienza nel cartogramma per la loro posizione periferica, ma, sotto il profilo degli scambi, sono tutti di scarsa importanza. La Spagna si è associata recentemente all'OECE, ma non è stata inclusa non essendo mai stata presa in considerazione come membro potenziale dell'area di libero scambio.

Il cartogramma è costruito sui dati del 1958**.

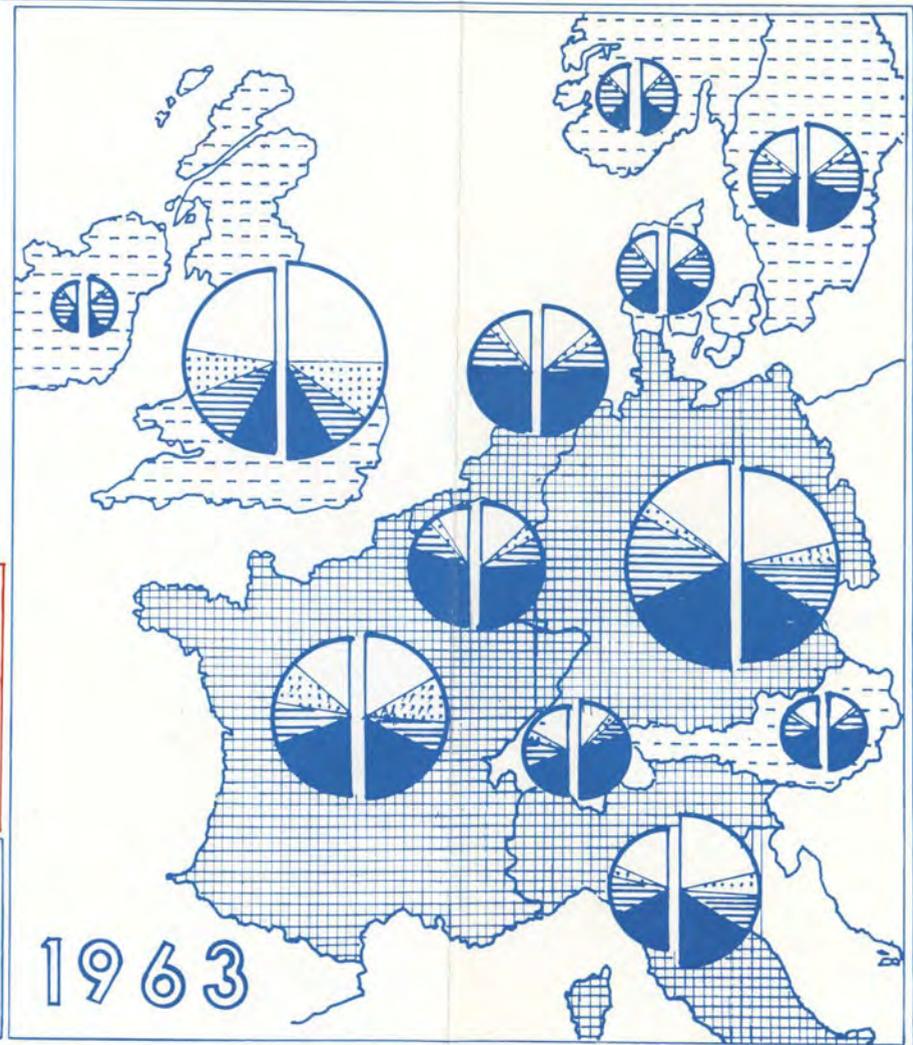
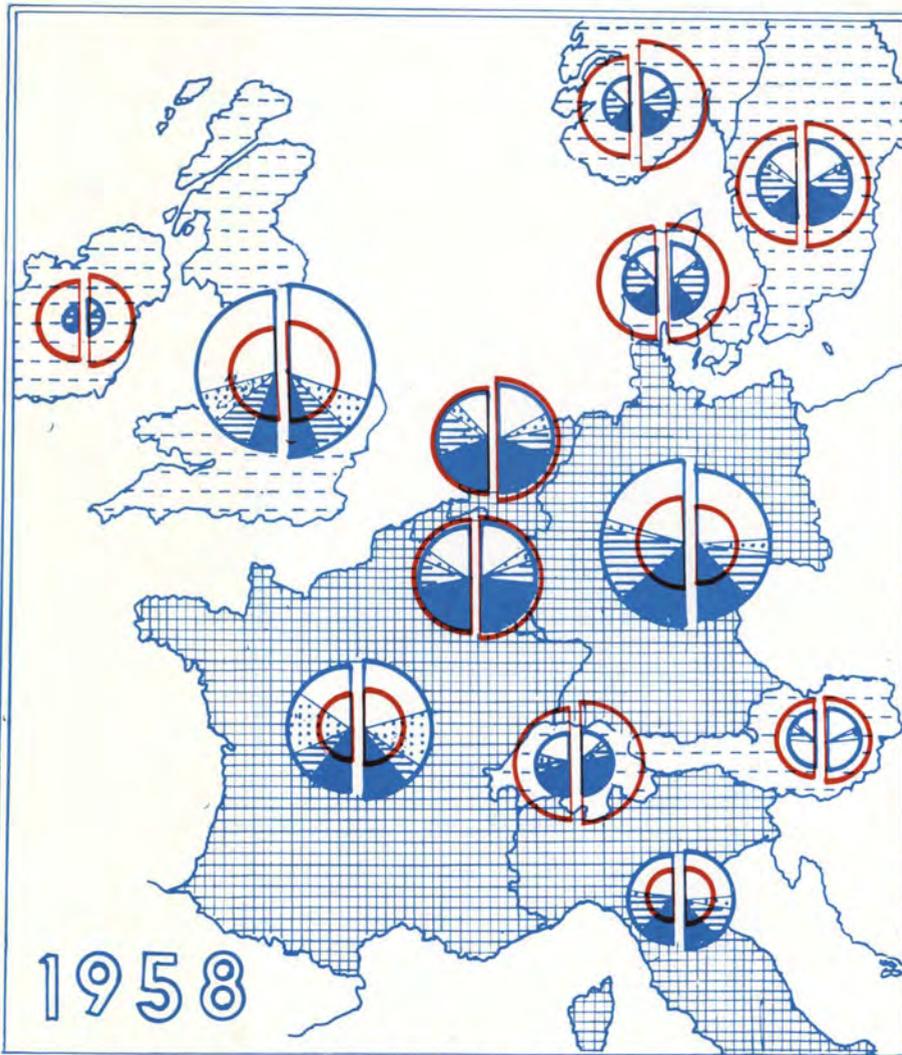
I settori colorati in azzurro indicano, per ogni paese, la parte che le importazioni dal Mercato comune dei Sei rappresentano sul totale delle sue importazioni; e analogamente la parte che le esportazioni dirette al Mercato comune rappresentano sul totale delle sue esportazioni. Si noterà che il settore azzurro è più ampio per la Germania e per i paesi limitrofi di minori dimensioni, ossia per l'Austria, la Svizzera, il Benelux e i paesi scandinavi. Per la Francia come per l'Italia, l'importanza relativa del commercio col Mercato comune è minore; per il Regno Unito essa è ancora più piccola.

I settori tratteggiati rappresentano il commercio con il resto dell'OECE, ossia con gli undici paesi OECE che non fanno parte del Mercato comune. L'ampiezza del settore tratteggiato è massima per la Germania e per i paesi scandinavi. Nel caso della Germania, essa riflette l'importanza delle relazioni commerciali con la Scandinavia, la Svizzera, l'Austria ed il Regno Unito. Nel caso dei tre paesi scandinavi, essa riflette l'elevato grado di integrazione commerciale all'interno dell'area scandinava, ed anche l'importanza dei loro rapporti di scambio con il Regno Unito. Ma quando la relazione viene osservata dal lato del Regno Unito, si nota che il settore tratteggiato rappresenta una piccola frazione del commercio estero britannico; lo stesso vale nei casi della Svizzera e dell'Austria.

La somma del settore azzurro col settore tratteggiato rappresenta il commercio con i paesi OECE, Sei e non-Sei, presi insieme, ad esclusione del commercio con i Territori associati d'oltremare (TOM) che è indicato separatamente, nel settore punteggiato. Si noterà che l'importanza del commercio intraeuropeo così definita è massima per la Germania e per i suoi minori vicini. La Francia commercia in maggior misura con il resto del mondo; i suoi legami commerciali con i territori associati d'oltremare sono specialmente importanti. L'importanza relativa del commercio intraeuropeo è anche minore

** *A fronte del cartogramma originale, viene presentati per aggiornamento d'informazione analogo carta sui dati del 1963. Poichè il dato della popolazione non è variato molto fra il 1958 ed il 1963, in questo aggiornamento si è omessa la rappresentazione del commercio pro-capite.*

Nel confronto fra il cartogramma per il 1958 e quello per il 1963 colpisce l'accrescimento del peso relativo del commercio intraeuropeo.



COMMERCIO TOTALE E PRO-CAPITE DI DODICI PAESI OECE

Nota. - La sigla « TOM » indica i territori d'oltremare associati all'OECE; la voce « Undici » indica i paesi OECE che non sono membri della Comunità economica europea, ossia Austria, Danimarca, Grecia, Irlanda, Islanda, Norvegia, Portogallo, Regno Unito, Svezia, Svizzera, Turchia; la voce « Sei » indica i paesi della Comunità economica europea, ossia Belgio e Lussemburgo, Olanda, Francia, Germania, Italia. Nel cartogramma l'Unione doganale belgo-lussemburghese (Benelux) è trattata come un paese.

per il Regno Unito, che realizza quasi il 50% dei suoi scambi nell'ambito del Commonwealth. I membri indipendenti del Commonwealth sono naturalmente inclusi nel settore lasciato in bianco.

In conclusione, i due paesi nei quali si è finito per identificare gli alfieri di due impostazioni alternative dell'integrazione economica dell'Europa occidentale, ossia il Regno Unito e la Francia, sono commercialmente i meno integrati con il resto dell'Europa. Essi hanno costituito i perni del dibattito intorno ad un sistema di scambi il quale fa invece perno sulla Germania e sui suoi minori vicini.

Muniti di questo piccolo corredo di fatti essenziali, possiamo ora avvalercene per la discussione dei vari sviluppi alternativi indicati sopra.

1) Quale prima possibilità, è stata indicata la persistenza dei due blocchi, i Sei ed i Sette. Si tratta di un'eventualità altamente improbabile. I Sette sono una raccolta eterogenea di paesi, riuniti dalla necessità di negoziare con i Sei piuttosto che da qualsiasi affinità. Il Regno Unito torreggia nel gruppo con il 60% della popolazione totale. Tra i suoi membri, non vi è continuità geografica, anzi essi sono dispersi ai quattro angoli dell'Europa occidentale. Gli scambi commerciali che li legano non sono importanti, se si fa eccezione per quelli fra i paesi scandinavi e tra la Scandinavia e il Regno Unito. Cinque di essi, ossia i tre paesi scandinavi, la Svizzera e l'Austria gravitano verso il Mercato comune e più specialmente verso la Germania.

L'Associazione di libero scambio è intesa ad impedire che questa forza gravitazionale produca accordi bilaterali col Mercato comune. Non si tratta esclusivamente di un timore britannico: i tre paesi neutrali (ossia la Svezia, l'Austria e la Svizzera) possono avere avvertito che il Regno Unito, come membro della NATO, disponeva di una maggiore libertà per negoziare qualche patto di associazione col Mercato comune.

Per effetto dell'Associazione di libero scambio, esportazioni britanniche si sostituiranno ad esportazioni germaniche nei mercati scandinavi, ma presumibilmente in misura limitata, perchè i dazi d'importazione dei paesi scandinavi sono bassi. Le esportazioni di manufatti svizzeri e svedesi conquisteranno una parte più larga del mercato britannico e alcune industrie locali (ad esempio quelle della carta e degli

orologi) potranno subire un colpo severo. In un'associazione di paesi più larga, vi sarebbe per ciascun paese un maggiore numero di casi di concorrenza con produttori esteri a basso costo, ma gli effetti si distribuirebbero su una più ampia area geografica, con minore incidenza specifica sulle industrie locali. L'Associazione di libero scambio ha indicato il suo intento di costituire il banco per un negoziato, con la prontezza dimostrata sin dall'inizio ad entrare in un patto più largo. Per l'eliminazione dei contingenti e dei dazi d'importazione ha ricalcato le varie scadenze previste nel Trattato di Roma.

Ove i negoziati tra i due gruppi non procedano in modo soddisfacente, la spinta alla conclusione di patti bilaterali col Mercato comune potrà diventare irresistibile.

2) Questo introduce la seconda possibilità: disgregazione dell'Associazione di libero scambio e inclusione di nuovi membri nel Mercato comune. Dei sette paesi dell'Associazione di libero scambio, la Danimarca appare essere quella cui il Mercato comune offre la maggiore tentazione a recedere (anche se i suoi stretti legami col resto della Scandinavia potranno invece trattenerla).

La Danimarca fa parte della NATO e potrebbe quindi essere più pronta di un paese neutrale ad entrare in una comunità formata da sei paesi NATO e intesa come una tappa sulla via di una federazione di stati. Come esportatore di derrate agricole, la Danimarca ha forti legami commerciali sia col Regno Unito sia con la Germania; tuttavia, entrando nel Mercato comune essa spunterebbe prezzi più elevati di quelli del mercato britannico, dove la protezione dell'agricoltura coesiste con un basso livello dei prezzi delle derrate alimentari per i consumatori grazie ad un sistema di sussidi governativi agli agricoltori, mentre i venditori esteri ricavano su quel mercato prezzi all'incirca allineati con quelli mondiali.

A differenza che nel sistema britannico, la protezione dell'agricoltura nei paesi del Mercato comune è principalmente basata sui dazi e sui contingenti d'importazione.

Documenti ufficiali recenti sembrano indicare che la politica agricola della Comunità sia destinata a muoversi in senso rigidamente protezionista. L'idea direttiva è quella di creare un vasto mercato unificato per i prodotti agricoli (oltre che per quelli industriali) e di isolarlo dalle influenze del mercato mondiale mediante un sistema

di dazi variabili sulle derrate alimentari importate, che si aggiungerebbe ai dazi ordinari.

L'applicazione di un sistema siffatto accrescerebbe presumibilmente l'instabilità sul mercato mondiale.

Il vantaggio di appartenere ad una tale area appare evidente per qualsiasi paese specializzato nell'esportazione di derrate alimentari. I prezzi più elevati per i prodotti dell'agricoltura danese sarebbero pagati in larga parte dai consumatori nel resto della Comunità; le ragioni di scambio della Danimarca migliorerebbero; questo vantaggio compenserebbe ad usura gli svantaggi di uno spostamento nella distribuzione dei redditi verso i proprietari fondiari e dei maggiori costi nelle attività industriali. Sarà interessante osservare questa catena di reazioni nel caso dell'Olanda, ossia di un paese a bassi costi agricoli che già appartiene al Mercato comune.

La Svizzera e l'Austria non hanno rapporti commerciali importanti con gli altri membri dell'Associazione di libero scambio. Essi non appartengono al gruppo di cui per il momento fanno parte in alcun aspetto economico di rilievo; tenderanno perciò a staccarsene e a coltivare le loro relazioni naturali, nei limiti consentiti dalla politica di neutralità.

Se questa deriva dei paesi minori verso il Mercato comune dovesse avverarsi, l'equilibrio dei poteri all'interno della Comunità si sposterebbe sostanzialmente in favore della Germania, e la Francia avrebbe ragione per qualche ripensamento.

Più in generale, si può osservare che in un'associazione la quale abbracciasse l'intera Europa occidentale l'equilibrio dei poteri verrebbe mantenuto con minore difficoltà. Si costituirebbe infatti una condizione più favorevole al definirsi della volontà di una vera maggioranza o pluralità di paesi e, in prosieguo di tempo, alla sua accettazione quale legge del gruppo. Gli effetti direzionali delle azioni di politica economica sarebbero meno pronunciati, e quindi meno atti a creare antagonismi tra i singoli membri del gruppo.

(3) Un'associazione dell'Europa occidentale comprendente il Regno Unito, nella quale venisse fusa l'attuale Associazione di libero scambio, è stata presentata sopra come una terza possibilità: in ordine di probabilità, essa occupa il primo posto. Una tale associazione segui-

rebbe probabilmente le linee dell'antica proposta di un'Area di libero scambio.

L'insistenza britannica per questo tipo di patto è chiaramente spiegabile in termini economici, che del resto sono stati apertamente dichiarati: ad avviso di chi scrive, è del tutto ingiustificato assegnare al Regno Unito motivi reconditi, ad esempio quello di ritardare il progresso verso l'unità europea.

Secondo gli accordi di Ottawa del 1932 il Regno Unito concede la libera importazione alla maggior parte dei prodotti del Commonwealth. Dal canto loro i paesi del Commonwealth applicano dazi preferenziali alle importazioni dal Regno Unito. Oltre l'80% delle esportazioni britanniche verso il Canada, l'Australia, la Nuova Zelanda e la Rhodesia godono di questo trattamento preferenziale; per gli altri paesi del Commonwealth, la proporzione è minore; nell'insieme, una metà delle esportazioni britanniche verso il Commonwealth è coperta dalla preferenza. E la corrente principale delle esportazioni britanniche è diretta al Commonwealth. Molti fattori, naturalmente, contribuiscono con le preferenze a produrre questo risultato: l'esistenza dell'area sterlina, l'afflusso di capitale da Londra e, più in generale, la forza d'inerzia di un legame storico.

Tuttavia, l'ampiezza dei margini preferenziali concessi alle esportazioni britanniche è andata costantemente scemando dal 1937, e la parte del Commonwealth nel commercio britannico è andata anche declinando, cosicchè l'importanza del sistema della preferenza imperiale è sostanzialmente minore di quanto fosse prima dello scoppio della seconda guerra mondiale. I margini preferenziali sono stati ridotti dall'Australia, dal Canada e da altri paesi del Commonwealth per accordi bilaterali e attraverso negoziati in seno al GATT. Il peso dei margini di preferenza riferiti a dazi specifici, piuttosto che a dazi *ad valorem*, è stato ridotto dall'aumento generale dei prezzi. Nel loro sforzo di industrializzazione, i paesi del Commonwealth hanno applicato contingenti d'importazione che non discriminano in favore del Regno Unito, o hanno aumentato i dazi contro le importazioni di manufatti in misura tale che le ditte britanniche hanno spesso preferito impiantare fabbriche entro le nuove cinte daziarie.

Mentre gli scambi col Commonwealth subivano queste influenze negative, i paesi del continente europeo si sviluppavano più rapida-

mente di quelli dell'area sterlina e liberavano i loro scambi esteri, per tal modo acquistando terreno rispetto ai paesi del Commonwealth come sbocchi delle esportazioni britanniche.

Le decisioni di politica economica devono fondarsi sulle realtà presenti e sugli sviluppi prospettivi. In termini di realtà presenti, per la Gran Bretagna il Commonwealth è più importante dei paesi occidentali del continente europeo; in termini di sviluppi commerciali prospettivi, l'ordine d'importanza è invertito. Il Regno Unito persegue dunque una linea ragionevole cercando di salvare i propri scambi commerciali con il Commonwealth mentre tenta di stringere vincoli più saldi con i suoi rapidamente progredienti vicini europei.

(4) Tutto ciò considerato, appare molto piccola la probabilità del quarto ed ultimo sviluppo ipotetico, ossia la formazione di una più ampia associazione europea nella quale il Mercato comune dei Sei perderebbe la sua identità. Riesce difficile immaginare che i Sei abbandonino la loro tariffa doganale comune, o che il Regno Unito la introduca nei riguardi del Commonwealth. Appare perciò probabile che il negoziato si riannoderà nel senso della formazione di una qualche area di libero scambio estesa all'intera Europa occidentale. Rispetto alle proposte passate vi potrà essere un cambiamento nel nome, che non ha avuto fortuna, insieme con qualche cambiamento di sostanza: un rafforzamento delle istituzioni previste, una maggiore armonizzazione delle politiche economiche nazionali e delle tariffe doganali esterne. Nel frattempo, l'industria britannica resta in una situazione poco invidiabile di incertezza circa l'ampiezza di mercato alla quale riferire i programmi di produzione.

Misurato in termini puramente economici, il costo della scissione commerciale in atto all'interno dell'occidente europeo è moderato. I due gruppi non si sono ancora consolidati. Gli scambi commerciali all'interno dell'Europa si svolgono più liberamente che in qualsiasi altra epoca successiva al 1913. Le monete sono ragionevolmente stabili in termini di prezzi; sono stabili in termini di cambio e convertibili.

L'introduzione di una moneta europea non cambierebbe molto. La mano d'opera straniera è generalmente gradita a causa della piena occupazione. Una sensazione di stabilità promuove l'investimento all'estero. Le persone passano le frontiere, per affari o per diletto, in

numero sempre crescente. Non dobbiamo, perciò, attenderci un forte aumento di produttività, ed una marcata accelerazione dell'espansione economica, quale risultato di una integrazione ulteriore. Il guadagno derivante dall'instaurarsi di vincoli economici permanenti risiede piuttosto nell'evitare il pericolo di ricaduta in politiche di egoismo nazionale ove si rinnovassero in avvenire difficoltà economiche.

Tuttavia, i Sette hanno buone ragioni per gettare un ponte verso il Mercato comune. I paesi di quest'ultimo procedono più rapidamente del previsto nel saldare le loro economie. Quanto più oltre si spingeranno, tanto più il negoziato con essi diventerà una questione di prendere o lasciare. E anche ove sussistesse da entrambe le parti la buona disposizione a ricercare un'intesa, la dimensione dei problemi aumenterà col tempo. Si consideri ad esempio la difficoltà di fondere il mercato di prodotti agricoli ad alto prezzo che i Sei stanno organizzando con il sistema britannico di prezzi più bassi.

E nemmeno si può dire che la buona disposizione vi sia sempre stata in passato. Ad esempio, durante i negoziati per l'area di libero scambio, da esponenti del Mercato comune venne avanzata la singolare proposta di assoggettare le importazioni dal Regno Unito ad uno speciale prelevamento, inteso a neutralizzare il vantaggio competitivo che sarebbe derivato all'industria britannica dai bassi prezzi delle derivate alimentari.

L'Europa può prosperare nel suo stato attuale, ma adagiandosi in questo può smarrire il sentiero verso l'unità. Alcuni uomini, del gruppo che per il momento è il più forte, possono anche compiacersi della situazione imbarazzante di altri europei. Dopo tutto abbiamo secoli di divisione dietro di noi.

Una disposizione di spirito più generosa sarà necessaria perchè una ripresa del negoziato non affondi nelle sterili controversie che hanno fatto naufragare il primo tentativo per un'area di libero scambio.

CONSIDERAZIONI SUI CAMBI FISSI E FLESSIBILI RIFERITE ALL'ESPERIENZA ITALIANA (*)

Negli anni 1958-59, in condizioni di stabilità dei prezzi ingrosso, la bilancia dei pagamenti dell'Italia realizzò un avanzo. Questo avanzo rifletteva principalmente un aumento del risparmio del settore privato (in buona parte connesso ad elevati margini di profitto) non assorbito da una uguale espansione degli investimenti interni. Se si fosse consentito alla lira di apprezzarsi ne sarebbe risultato l'uno o l'altro di questi effetti: *a*) la collettività sarebbe stata condotta a consumare di più attraverso l'aumento del potere di acquisto dei salari e degli altri redditi; *b*) l'equilibrio tra il reddito e la domanda effettiva per gli usi interni si sarebbe realizzato attraverso un rallentamento nella formazione del reddito.

Gli alti livelli di occupazione e l'elevato tasso dei profitti concorsero a spingere i sindacati operai e gli imprenditori sulla strada di forti miglioramenti salariali. Gli aumenti dei salari medi orari nell'industria furono i seguenti: 4% nel 1960, 8 nel 1961, 15 nel 1962, 17 nel 1963, 13 nel 1964. L'aumento dei costi unitari fu finanziato in parte dal credito bancario; l'espansione nel volume della domanda monetaria determinò in prosieguo di tempo un marcato peggioramento nel saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti: da un avanzo di 508 milioni di dollari nel 1961 ad uno di 276 nel 1962 e ad un deficit di 701 milioni nel 1963. Questo medesimo deficit, congiuntamente all'azione di contenimento della banca centrale, determinò una situazione di stretta monetaria, che si è riflessa in un drammatico

(*) Parere presentato alla List Gesellschaft, pubblicato in lingua inglese nel volume *Fundamentale Fragen künftiger Währungs politik*, Mohr, Tübingen, 1965 e, col punto 6 aggiunto, in lingua italiana in *Bancaria*, n. 12, dicembre 1965.

rovesciamento del saldo nella bilancia dei pagamenti, chiusasi nel 1964 con un avanzo di parte corrente di 695 milioni di dollari.

Dall'esperienza ora sommariamente tratteggiata si tenterà di trarre alcune conclusioni.

1. Nella vita di un paese (come in quella di una famiglia) un complesso di fattori tende a generare tensioni temporanee tra il reddito e la spesa. Queste tensioni vengono fronteggiate accettando variazioni nella consistenza della cassa (e di altre attività finanziarie) ossia variazioni nelle riserve valutarie (e nelle altre attività sull'estero). L'equilibrio tra il reddito generato dall'economia nazionale e i suoi usi viene di regola raggiunto nel lungo periodo. Tuttavia, saggi di cambio flessibili agirebbero nel senso di costringere a mantenere l'equilibrio in ogni momento (fuorchè per i flussi privati di credito). Nel caso dell'Italia, ove è in applicazione un sistema generalizzato di riferimento dei salari al costo della vita (in pratica solo nel senso dell'aumento) una tale costrizione agirebbe negativamente sul volume degli investimenti. Di fronte ad avanzi esterni incipienti, l'apprezzamento della lira sul mercato dei cambi tenderebbe a ridurre il flusso di reddito e/o ad accrescere il potere di acquisto dei salari. Di fronte a disavanzi incipienti, l'economia verrebbe privata del flusso di risorse esterne che riceve in un sistema di cambi fissi, mentre i salariati sarebbero protetti contro l'effetto del deprezzamento del cambio (sul costo delle importazioni) attraverso il meccanismo della scala mobile.

2. Si sostiene qualche volta che l'alternativa ai cambi flessibili risiede nel controllo delle importazioni o nella deflazione dei prezzi e dei salari e che quest'ultima è impossibile perchè i salari sono incompressibili.

La recente esperienza italiana ha messo in luce molte limitazioni alla validità di questo argomento.

a) In tutto il mondo prevale una leggera tendenza inflazionistica. È perciò sufficiente che un paese contenga il proprio tasso di inflazione al di sotto della media per correggere uno squilibrio esterno, senza che occorra arrivare ad una deflazione dei prezzi e dei salari in termini assoluti.

b) Nel frattempo il paese, entro il quadro della cooperazione

monetaria internazionale ora in atto, ha accesso ad importanti fonti di aiuto estero.

c) Quando il disavanzo esterno è stato generato da un *boom* (come spesso avviene) normalmente esso si accompagna ad un innalzamento dei salari di fatto oltre i livelli contrattuali (*wage-drift*). L'aggiustamento verso il basso dei salari ha luogo attraverso la riconduzione dei guadagni di fatto alle tariffe contrattuali, l'accorciamento degli orari di lavoro e mutamenti nell'organizzazione della produzione (nella fase di più intensa attività edilizia, in Italia, i lavoratori dell'edilizia in certi casi si associarono in cooperative che assumevano appalti in proprio per determinati tipi e fasi di lavoro).

d) Se il paese è fortemente integrato nel mercato mondiale attraverso il commercio estero, non potrà consentire ai propri costi unitari di allontanarsi troppo da quelli della concorrenza estera, perchè al pronunciarsi di una tale tendenza seguirà un effetto di bilancia dei pagamenti pronto e massiccio. Di conseguenza, l'azione intesa a riassorbire il disavanzo esterno non incontrerà l'ostacolo di una struttura di costi consolidata da lungo tempo.

3. L'applicazione di contratti di lavoro a base nazionale, e il peso crescente delle spese generali, tendono a indebolire la resistenza che gli imprenditori oppongono alle domande salariali appoggiate dalla minaccia di sciopero. Il solo gruppo imprenditoriale che realmente sostiene le autorità monetarie nella lotta all'inflazione è quello degli esportatori: ma solo in quanto esso avverta che i mutamenti nella parità monetaria sono fuori discussione. In un sistema di cambi flessibili, il contributo del ceto imprenditoriale alla lotta contro l'inflazione dei salari sarebbe pressochè nullo.

In Italia, si viene ora riconoscendo (nel quadro concettuale della « politica dei redditi ») che gli aumenti salariali devono essere proporzionati all'accrescimento della produttività se si vuole mantenere la stabilità dei prezzi, la quale è considerata come in se stessa un obiettivo desiderabile di politica economica, ma anche come condizione necessaria dell'equilibrio dei pagamenti esteri in regime di cambi fissi. Se il paese avesse avuto un regime di cambi flessibili, la diffusione di quest'ordine di idee e di politiche sarebbe stata certamente più lenta.

4. I cambi flessibili sembrano difficilmente conciliabili con la fissazione dei prezzi dei prodotti agricoli di base in unità di conto, che si attuerà nei paesi della Comunità economica europea.

Inoltre, con tale sistema, l'effetto sul costo della vita e sui salari del deprezzamento esterno della moneta sarebbe esaltato dall'aumento automatico nei prezzi delle derrate alimentari di produzione interna.

D'altro canto, la riduzione dei prezzi pagati agli agricoltori, che seguirebbe ad un apprezzamento del tasso di cambio, pare scarsamente proponibile in sede politica.

5. Alcuni autori sembrano coltivare l'idea che i cambi flessibili, riflettendo le forze di mercato, siano meglio in armonia con un ordine sociale incentrato sul mercato. Ma, quando il tasso di cambio è un dato, esso costituisce un fattore limitativo al quale le autorità devono conformarsi nel dirigere il resto dell'economia. Viceversa, un tasso flessibile diverrebbe uno strumento che esse manovrerebbero secondo i loro sistemi di attese e di priorità, attraverso un intervento costante nel mercato a pronti ed a termine, attraverso l'applicazione e la revoca di controlli sul flusso internazionale dei fondi a breve termine e così via. Conviene ricordare che in molti paesi l'azione governativa si è venuta accentrando nel campo economico, sia perchè il paese è meno che in passato assorbito da altri compiti (ad esempio la difesa, le colonie e la politica estera in generale) sia perchè l'idea della pianificazione economica è più largamente accettata.

Durante lo svolgimento dei lavori della conferenza della List Gesellschaft, lo scrivente si è reso conto che parecchi economisti tedeschi sono indotti ad auspicare il sistema dei cambi flessibili dalla speranza o dalla convinzione che esso varrebbe ad isolare la Germania dalle tendenze inflazionistiche in atto nel resto del mondo, le quali sarebbero propagate alla Germania stessa dalla fissità del cambio. A tale riguardo, ai cinque punti del testo originale del « parere » qui sopra riportato desidera aggiungere il seguente:

6. Si afferma che usando il cambio flessibile nel senso dell'apprezzamento il paese tendenzialmente eccedentario riuscirebbe a scongiurare l'inflazione importata. Ora, se sono valide le argomentazioni

precedenti, un'adozione diffusa dei cambi flessibili porterebbe ad una accelerazione del movimento inflazionistico in molti paesi con cui quello ipotizzato commercia; di tal che il grado di apprezzamento necessario nel tempo per isolarsi dall'inflazione esterna diverrebbe per esso maggiore di quello desumibile dai saggi di inflazione in atto oggi, in regime di cambi fissi. La difficoltà politica di una rivalutazione continua e sostenuta condurrebbe a seguire vie di compromesso tra l'esigenza di prevenire il formarsi di un avanzo esterno e quella di non rivalutare troppo. In definitiva, l'inflazione importata potrebbe essere anche uguale o maggiore di quella discendente dai cambi fissi.

POLITICA MONETARIA ITALIANA

IL PROBLEMA MONETARIO ITALIANO SULLO SCORCIO DEL 1944 (*)

I. *Situazione e prospettive della circolazione.*

1. La situazione monetaria italiana presenta oggi aspetti così contrastanti da rendere plausibili le previsioni più diverse sul suo ulteriore sviluppo: da quella di una rivalutazione della lira a quella di una catastrofe monetaria.

La massa monetaria enorme, raddoppiata nel corso di un anno; l'elevato disavanzo del bilancio statale, che la situazione politica rende praticamente ineliminabile, a breve scadenza; l'impoverimento del Paese e il regresso produttivo, indurrebbero, isolatamente considerati, alle previsioni più pessimistiche.

Ma l'aumento della massa monetaria non ha dato luogo, finora, a quella fuga dalla moneta che suole caratterizzare l'inflazione nella sua ultima fase. Anzi i biglietti sono tesoreggiati o riversati fiduciosamente alle banche; cosicchè l'inflazione *attuale* si mantiene molto al di sotto dell'inflazione *potenziale*. A questa condotta il pubblico è sospinto dalla difficoltà di trovare convenienti investimenti reali per il proprio risparmio; dalla fedeltà alle abitudini dei tempi di stabilità monetaria (specie da parte del pubblico rurale che avverte meno vivamente le possibilità di totale svalutazione); e soprattutto dalla convinzione che la lira è ormai, attraverso il cambio fissato, ancorata stabilmente al dollaro; perchè, si arguisce, le autorità alleate le quali hanno stabilito quel cambio per un'Italia nemica, non lo modificheranno a ulteriore svantaggio di un'Italia amica (1).

(*) Nota stesa alla fine del 1944 (in Roma, liberata dal giugno) e pubblicata nel *Giornale degli economisti*, gennaio-febbraio 1948.

(1) Il Prof. A. Gambino, membro della Commissione di esperti finanziari nominata dal Ministro Soleri, scrive in una sua memoria per la Commissione che « il mantenimento del corso del 1942 ha esercitato una favorevole influenza

Tale convinzione si va facendo certezza per il fatto che si parla solo di migliorare il tasso di cambio. Il provvedimento è stato ultimamente auspicato da Fiorello La Guardia alla radio di New York il 15 ottobre (2).

Questo atteggiamento psicologico e questo comportamento del pubblico costituiscono gli elementi più favorevoli della situazione, e, finchè essi si mantengono, la via del risanamento monetario resterà aperta.

2. Gli elementi sfavorevoli invece sono quelli la cui influenza complessiva si esprime nel disavanzo del bilancio statale. In questo, infatti, confluiscono e si traducono in cifre tutti i fattori negativi della situazione: l'atrofia del sistema tributario, per cui il gettito delle imposte è diventato irrisorio (3); la stasi delle attività produttive e la distribuzione malcerta e mal regolata, donde l'aumento dei prezzi ed i conseguenti costosi interventi dello stato: prezzi politici, aumenti di stipendi, sussidi; le distruzioni subite, da indennizzare; i debiti arretrati, da pagare.

3. Considerando più da vicino la situazione, osserviamo, dal lato delle entrate, che per il momento, e per i prossimi mesi, le possibilità di investimenti privati (in opere di ricostruzione ecc.) e di consumi continueranno ad essere limitate, come sono attualmente; che pertanto il risparmio monetario continuerà a formarsi con ritmo intenso e ad indirizzarsi verso il Tesoro dello stato, direttamente od attraverso la tappa intermedia del deposito bancario.

Dal lato spesa, viene fatto di osservare che lo stato ha temporaneamente limitato molti dei compiti che assolveva e degli oneri che sosteneva prima dell'8 settembre 1943; ha ristretto, in sostanza, le

di carattere psicologico sulla valutazione della lira. Il mantenimento di quel corso, nonostante le marcate riduzioni avutesi da allora nel valore interno della lira, ha infatti diffuso la sensazione essere i governi anglo-americani decisi a perseguire una politica di stabilità dei cambi.

(2) La Guardia ha sostenuto che il cambio dovrebbe essere portato a 75 e poi gradualmente a 50.

(3) Come è noto, questo scardinamento del sistema tributario si ritrova nella fenomenologia dell'inflazione seguita in Germania alla prima guerra mondiale, e conclusasi con l'annullamento del valore del marco.

dimensioni *reali* della sua azione: lo sforzo militare è attualmente limitato e non può moltiplicarsi a breve scadenza; le opere di ricostruzione d'iniziativa pubblica sono trascurabili e verranno avviate con ritmo che da principio sarà necessariamente lento; la definizione e la liquidazione dei debiti per commesse belliche, danni di guerra, ecc., richiederà del tempo e può essere deliberatamente graduata. Molti dei più importanti capitoli della spesa statale dovrebbero dunque, in questo periodo, mantenersi sotto quello che fu il loro livello passato e quello che sarà il loro livello futuro.

Queste considerazioni consentono di concludere che il momento attuale è, sotto l'aspetto della liquidità del mercato e della ristrettezza dell'azione statale, molto favorevole non solo alla stabilizzazione, ma anche alla riduzione della circolazione monetaria. È un momento che non si ripeterà, perchè (a parte la prossima ripresa dei bisogni finanziari dell'economia privata e statale per la ricostruzione) se il denaro che affluisce alle banche viene rimesso in circolazione finirà col produrre tutto il suo effetto sui redditi e sui prezzi; il che, accrescendo il bisogno di circolante, lo tratterrà definitivamente nella circolazione attiva.

Sfortunatamente, per effetto della turbata situazione politico-sociale, il Paese non è in grado di sfruttare questa occasione unica di attuare, senza l'impiego di mezzi coercitivi, il proprio risanamento monetario.

Dal lato entrata, lo sfruttamento della capacità contributiva trova ostacolo nella lentezza con cui gli accertamenti si adeguano ai rapidi aumenti degli imponibili e con cui viene individuata la nuova materia imponibile (redditi di trasportatori ecc.); nella inefficienza della polizia tributaria (specie nei riguardi dell'applicazione dell'imposta sulla entrata); nella cessazione di tributi indiretti che renderebbero a miliardi se al consumo potessero venire offerte quantità rilevanti di tabacchi, coloniali, alcoolici (4).

(4) In una memoria sopra le condizioni ed i limiti del risanamento monetario, presentata alla Commissione Soleri di esperti finanziari, il Coppola d'Anna osserva che con 50 mila quintali di sigarette (meno di un terzo del normale consumo italiano) potrebbero incassarsi, a 2 lire per sigaretta, 10 miliardi di lire.

Dal lato spesa, nonostante le ristrette *dimensioni reali* dell'azione dello stato, il rigurgito di moneta viene assorbito per intero nel pagamento:

— di spese militari, per le quali sono state stanziare, per l'esercizio in corso e per le 22 provincie sottoposte alla giurisdizione del governo italiano alle quali si riferiscono i dati della relazione Soleri, 22,9 miliardi di lire: cioè una somma pari, come ordine di grandezza, a quello che era, dieci anni fa, il totale generale delle spese dello stato in un esercizio finanziario;

— di spese per il prezzo politico del pane e della pasta, che secondo una comunicazione alla stampa (vedasi *Il Popolo* del 19 luglio scorso) ammonterebbero per la campagna in corso a 14-16 miliardi; ma che, secondo valutazioni più recenti (vedasi *Ricostruzione* del 17 ottobre e *Risorgimento Liberale* del 24 settembre) nelle quali è tenuto conto della fortissima incidenza dei costi del trasporto del grano e della farina dai luoghi di produzione a quelli di consumo, salirebbero a circa 30 miliardi;

— di spese per il personale statale che viene riammesso nella carriera o sussidiato, secondo criteri di utilità politica contingente (5).

Sono queste le medesime spese che hanno maggiormente pesato sugli ultimi bilanci del periodo fascista.

4. Escluso perciò che nei prossimi mesi si possa attuare, nell'Italia liberata, una riduzione *graduale e spontanea* della circolazione dei biglietti, occorrerà impostare un programma di deflazione che includa, eventualmente, misure costrittive applicabili profittando della nota operazione di cambio o stampigliatura della moneta prevista per il prossimo anno.

La cifra di cui bisognerà, in tale occasione, ridurre la circolazione dipende anzitutto dallo sviluppo che questa subirà prima dell'operazione; cioè, essenzialmente, dalla misura in cui il Tesoro per fron-

(5) Del peso di queste spese dà idea l'affermazione del Soleri, che del blocco di 8.659 milioni di variazioni in aumento introdotte nella previsione della spesa dell'esercizio in corso, la maggior parte riguarda « le più urgenti occorrenze per il funzionamento delle amministrazioni centrali e dei servizi periferici della provincia di Roma in dipendenza del ritorno all'amministrazione diretta del governo italiano della città e di detta provincia ».

teggiate il disavanzo del bilancio dovrà ricorrere all'istituto di emissione.

Ora, è noto che il disavanzo effettivo previsto nella relazione Soleri per l'esercizio in corso è di 150 miliardi, cioè di 12 miliardi al mese.

Le fonti di copertura sono costituite dalle sottoscrizioni ai buoni del Tesoro fatte dalle banche e dal pubblico e da anticipazioni in conto corrente fatte al Tesoro dalle banche e dalla Cassa depositi e prestiti, amministratrice del risparmio postale (6).

E poichè, agli effetti della circolazione, è indifferente la forma in cui le banche fanno credito al Tesoro, il problema viene ridotto ai suoi termini più semplici considerando come fonti per la copertura del disavanzo:

— l'aumento dei depositi presso le banche e le casse postali, utilizzabile per versamenti in c/c alla Banca d'Italia, per anticipazioni dirette al Tesoro e per sottoscrizioni a buoni del Tesoro;

— le sottoscrizioni dirette dei privati ai buoni del Tesoro.

5. Per una stima di quello che potrà essere nei prossimi mesi l'aumento dei depositi, va tenuto presente che durante questi ultimi anni di guerra esso è stato molto più lento di quello della circolazione.

(6) A queste fonti non è da aggiungersi quella della eventuale emissione di un prestito; l'esperienza di questi ultimi anni ha infatti dimostrato che l'emissione di prestiti non reca un vantaggio sostanziale alla circolazione perchè porta seco: una minor sottoscrizione a buoni del Tesoro; un maggior ricorso delle banche alla Banca d'Italia. In sostanza le emissioni di prestiti hanno avuto in questi anni soltanto il risultato di sostituire debiti a medio termine a quote di debito fluttuante. Non sembra nemmeno potersi contare molto sopra un'ulteriore accumulazione di residui passivi, in aggiunta ai 94 miliardi di consistenza attuale indicati dal ministro. Tra essi, vi sono parecchi miliardi costituiti da cambiali rilasciate alle banche dagli enti ammassatori dei prodotti agricoli, in relazione alle quote di integrazione dovute dallo stato; cambiali che le banche hanno tenuto in portafoglio perchè costituiscono un buon investimento in un periodo di grande liquidità come l'attuale, ma che certo verrebbero riscontate presso la Banca d'Italia appena riprendessero le operazioni di impiego, come avverrà quando saranno avviate le opere di ricostruzione. Perciò è prudente non annoverare un'ulteriore accumulazione di residui tra i mezzi di copertura del disavanzo alternativi al ricorso alla Banca d'Italia.

Come appare dalla seguente tabellina, avanti la guerra il totale dei depositi nelle aziende di credito (esclusi i c/c reciproci ed i depositi presso la Banca d'Italia) era pari a circa tre volte l'ammontare della circolazione dei biglietti di banca:

Anno	Depositi bancari (in milioni di lire)	Circolazione dei biglietti della Banca d'Italia
Fine 1937	54.037	17.468
» 1938	57.020	18.955
» 1939	62.934	24.432
» 1940	74.740	31.306
» 1941	95.985	49.609
» 1942	122.008	73.320
Sett. 1943	138.215	128.442
» 1944	194.000 (7)	260.000 (8)

Questo rapporto non era casuale; bensì corrispondeva a certi dati del sistema economico italiano, ossia:

— ad una determinata struttura sociale (principalmente nei riguardi della distribuzione dei redditi per altezza e tra ceti urbani e rurali), coi suoi ceti di risparmiatori, dotati di abitudini piuttosto stabili in materia di ripartizione del risparmio tra gli investimenti diretti (nelle iniziative industriali ed agricole), gli investimenti in titoli di stato ed i depositi in banca;

— a certe abitudini nei modi di effettuare i pagamenti, per cui abbiamo da una parte una cerchia di correntisti che nei rapporti reciproci usano gli assegni e le altre forme di disposizione sui conti bancari; dall'altra il grosso pubblico che nelle ordinarie occorrenze della vita paga in biglietti;

— conseguentemente, ad una certa velocità di circolazione della moneta bancaria e dei biglietti di banca.

La guerra ha modificato questi dati perchè:

a) si sono sviluppate le operazioni clandestine, sia nel mer-

(7) Somma di cifre riferite a date varie del 1944 (le ultime per cui si hanno notizie).

(8) Stima contenuta nella relazione Soleri. È costituita da 220 miliardi di biglietti della Banca d'Italia (comprese le emissioni presumibilmente avvenute al nord a tutto settembre) e da 40 miliardi di am-lire.

cato dei beni di consumo che in quello delle materie prime industriali, operazioni regolate in biglietti per sfuggire ai controlli (9);

b) una percentuale molto aumentata delle operazioni commerciali viene regolata in contanti, sia perchè si svolge tra ditte in parte nuove, nate dalla guerra, non legate tra loro da consuetudini di affari, sia per l'incertezza sul valore prospettivo della moneta;

c) molti guadagni illeciti sono stati conservati nella forma di biglietti;

d) molte persone che si sono spostate dalle residenze abituali si sono costituite ed hanno portato con sè scorte di biglietti;

e) i ceti urbani hanno dedicato una quota eccezionalmente alta dei loro redditi all'acquisto di generi alimentari, aumentando in forte misura gli incassi dei rurali, tradizionalmente tesoreggiatori di biglietti.

Perciò la massa dei pagamenti in biglietti è aumentata relativamente a quella dei pagamenti tramite banca e la velocità di circolazione dei biglietti è diminuita. Da ciò l'aumento assai più rapido segnato dalla circolazione dei biglietti rispetto a quello dei depositi bancari.

Con quale ritmo ritorneremo al rapporto normale tra circolazione e depositi?

Attualmente, è già in atto una inversione di alcune tendenze: la « propensione alla liquidità » diminuisce là dove è già passata, allontanandosi, l'onda della guerra.

Per quanto non si disponga ancora di dati complessivi, si hanno notizie le quali permettono di concludere che l'afflusso di depositi, attualmente in corso, specie nelle zone rurali, è senza precedenti. Evidentemente, non si tratta solo di disponibilità monetarie di nuova formazione, bensì in buona parte di pecuni costituiti nei mesi della dominazione tedesca che ora si scongelano per fluire verso le banche.

Da recenti comunicazioni dei direttori di alcune filiali della Banca d'Italia, si desumono queste cifre di aumento dei depositi nelle banche delle rispettive circoscrizioni:

(9) Questo fenomeno si è prodotto anche negli Stati Uniti, dando luogo ad un forte aumento della circolazione dei biglietti di grosso taglio.

— a Trapani, da 192 milioni a fine settembre 1943 a 273 milioni a fine giugno 1944; con un aumento medio mensile pari al 4,7% dell'importo iniziale;

— a Potenza, da 160 milioni a fine giugno 1943 a 244 milioni a fine giugno 1944: aumento medio mensile 4,4%;

— ad Agrigento, da 357 milioni a fine giugno 1943 a 632 milioni a fine agosto 1944; aumento medio mensile 5,5%;

— a Brindisi, da 241 milioni a fine dicembre 1943 a 391 milioni a fine giugno 1944: aumento mensile 10,4%.

Per le grandi banche si sono avuti i seguenti aumenti, segnalati dal servizio Vigilanza della Banca d'Italia e di certo *molto inferiori al vero* perchè le cifre indicate dai singoli istituti per il 1944 sono la somma di dati aggiornati per le filiali site nel territorio liberato con dati piuttosto vecchi (cioè gli ultimi ricevuti, in ogni caso anteriori alla liberazione di Roma avvenuta il 4 giugno) per le filiali site nel territorio ancora occupato dai tedeschi:

DEPOSITI

	Settembre 1943 (milioni di lire)	1944		Aumento medio mensile in % dell'importo iniziale
		Mese	Importo (milioni di lire)	
Banco di Napoli	10.010	Luglio	16.041	6,0
Banca Nazionale del Lavoro . . .	8.147	Giugno	13.500	7,3
Banca Commerciale Italiana . . .	13.101	Aprile	18.500	5,9
Credito Italiano	13.744	Luglio	19.000	3,8
Banco di Roma	9.237	Luglio	12.703	3,7

L'aumento medio aritmetico mensile rilevato varia, arrotondando, tra il 4 e il 7%.

Applicando un aumento mensile del 4% alla massa attuale dei depositi, indicata dal ministro Soleri in 194 miliardi (cifra certamente molto inferiore al vero, perchè desunta da dati in buona parte arretrati), si ha *un aumento mensile presumibile, nei prossimi mesi, di 8 miliardi*: cifra che può assumersi come limite inferiore di quello che sarà l'aumento effettivo.

Il Tesoro può anche contare sull'aumento dei depositi nelle casse di risparmio postali, che negli ultimi anni è avvenuto con un ritmo analogo a quello avutosi presso le banche come risulta da questi dati:

	Depositi presso le casse di risparmio postali (milioni di lire)	Aumento mensile aritmetico, per cento	
		nelle casse postali	nelle aziende di credito
Fine 1937	25.520	—	—
» 1938	29.233	1,2	0,5
» 1939	32.011	0,8	0,9
» 1940	37.306	1,4	1,6
» 1941	46.916	2,1	2,4
» 1942	59.470	2,2	2,3
Maggio 1943	61.812	0,8	1,5

Non è azzardato stimare che dopo il maggio 1943 il comportamento dei depositi nelle casse di risparmio postali abbia continuato ad essere simile a quello dei depositi nelle aziende di credito: in tale ipotesi, i depositi nelle casse di risparmio postali avrebbero ora raggiunto i 100 miliardi ed aumenterebbero di 4 miliardi al mese.

Se queste ipotesi sono corrette, lo stato potrà, nel seguito dell'esercizio finanziario in corso, trovare in una parte dei 12 miliardi (8 + 4) previsti di aumento mensile dei depositi (10) e nelle sotto-

(10) Non è però da ritenere che questo aumento dei depositi proceda *a passo costante* fino al ristabilimento della proporzione di 3:1 tra depositi e circolazione che abbiamo trovato nell'anteguerra, cioè, supponendo che la circolazione venga ricondotta a 170 miliardi, fino a che i depositi abbiano raggiunto i 500 miliardi.

Quando le attività di ricostruzione avranno raggiunto proporzioni di massa, come potrebbe avvenire nella prima metà del 1945, molti depositi costituiti con la liquidazione di scorte o con l'accantonamento di quote di manutenzione, di ammortamento e di rinnovamento non potute reinvestire, tenderanno a riprendere la loro forma reale, e ciò darà luogo a ritiri ingenti. Similmente avverrà per effetto di investimenti nuovi: come gli acquisti di macchine agricole e di fertilizzanti da parte degli agricoltori.

Inoltre, le banche stesse saranno sollecitate dalle richieste di credito a valersi di una parte dei depositi per finanziamenti alla economia privata.

Si profila perciò a data non lontana un bisogno di credito che aggraverà il problema della copertura del disavanzo.

scrizioni dirette del pubblico a buoni del Tesoro, i 12 miliardi che gli occorrono per coprire il disavanzo della gestione del bilancio, senza ricorrere a nuove emissioni di biglietti.

6. Supposto che la nota operazione ** abbia luogo verso la metà del 1945, potremo dunque presentarci ad essa con una circolazione maggiorata soltanto, rispetto all'attuale, delle emissioni che in questo frattempo, e fino alla liberazione del Nord, verranno effettuate dall'amministrazione nazi-fascista.

L'azione di risanamento che verrà intrapresa dovrà proporsi di proporzionare l'ammontare della circolazione al tasso di cambio col dollaro che verrà allora adottato e che potrà essere quello attuale oppure uno migliore. Sembra da escludere la considerazione di un tasso peggiore, in un programma che si qualifica « di risanamento ».

Per determinare quale sia questo ammontare di circolazione dobbiamo fare riferimento ad una certa situazione, abbastanza equilibrata, come quella di prima della guerra, della quale conosciamo tutti i dati: tassi di cambio, biglietti in circolazione, livelli dei prezzi, redditi nazionali.

Però nell'immediato anteguerra, il tasso di cambio col dollaro (19,80 lire) non rispondeva più alle condizioni dell'equilibrio internazionale; come è provato dal fatto che quando il ministro degli scambi e valute fece l'esperimento delle « importazioni senza cessione di valuta » il dollaro venne negoziato a 60. È bene, perciò, per controllo, riferire i calcoli anche al 1929, quando la sopravvalutazione della lira era assai minore.

Riferimento al 1929 — Alla fine del 1929 i mezzi di pagamento (circolazione attiva e depositi a vista) sommavano negli Stati Uniti a 26,4 miliardi. Questo totale è salito ad 85,6 miliardi a fine maggio 1944. L'aumento rispetto al 1929 è come da 100 a 324; e rispecchia principalmente la variazione intervenuta nei depositi a vista (da 22,8 a 65,1 miliardi) che hanno peso di gran lunga maggiore dei biglietti (aumenti in misura relativa doppia dei depositi a vista: da 3,6 a 20,5 miliardi).

** Si alludeva qui al previsto cambio dei biglietti.

Nello stesso periodo, l'indice dei prezzi ingrosso è aumentato di poco: da 95,3 nel 1929 a 104,3 nel giugno 1944.

L'indice del costo della vita, poi, è rimasto praticamente invariato, passando da 122,5 nel 1929 a 125,4 nel giugno 1944 (11).

L'effetto che l'aumento della massa dei mezzi di pagamento avrebbe potuto esercitare sui prezzi è stato dunque neutralizzato da altri fattori: che sono l'aumento della produzione (il cui indice è passato da 110 a 236) e la diminuzione della velocità di circolazione della moneta. Quest'ultima è provata, per quanto riguarda i depositi a vista, dalle cifre del loro movimento pubblicate nel *Federal Reserve Bulletin*.

Tenuto conto, da un lato, che i mezzi di pagamento sono aumentati come da 1 a 3 1/4 e che i prezzi sono aumentati di 1/10; dall'altro lato, che il reddito reale è aumentato circa da 1 a 2 (12), non si va certo lontani dal vero stimando che la velocità di circolazione della moneta sia diminuita di 1/3.

Ora, nel 1929 la lira si reggeva per forza propria in regime di libertà dei cambi, al cambio di 19, grazie ad una situazione economica e finanziaria abbastanza equilibrata, che si esprimeva, sotto l'aspetto monetario, in una circolazione di circa 17 miliardi (1/15 dell'attuale) (13).

Prendiamo il nuovo cambio di 100 come un *dato* (cioè supponiamo che non venga variato) e domandiamoci quali variazioni

(11) L'*Economist* del 5 febbraio riferisce però che davanti alla Sottocommissione senatoriale sulla salute pubblica e l'educazione in tempo di guerra — incaricata di esaminare le « strettezze del proletariato in colletto bianco » — il signor Murray, Capo del CIO, ha riferito che l'aumento del costo della vita è stato del 50 % anziché del 25 % risultante dall'indice del Bureau of Labor Statistics (124,4 al dicembre 1943 in base 1935-39 = 100). L'indice, ha sostenuto il signor Murray, non tiene conto della scarsità delle derrate meno costose — e della conseguente necessità di acquistare surrogati più costosi — dei prezzi di mercato nero e del deterioramento qualitativo delle merci.

(12) L'indice dei pagamenti di redditi (*income payments*) è aumentato da 122,9 nel 1929 a 230,7 nel maggio 1944.

(13) Non si hanno per l'Italia dati separati sui depositi a vista. I depositi nel loro complesso erano, a fine 1939, circa 60 miliardi, mentre ora, come si è visto al n. 5, si aggirano sui 200 miliardi o più. La loro funzione monetaria è però da noi secondaria rispetto a quella dei biglietti.

bisogna introdurre negli altri elementi per ricostituire tra Italia e Stati Uniti una situazione che possa reggersi senza troppi controlli, ossia che attribuisca alle due monete un potere comparativo d'acquisto non troppo divergente da quello corrispondente al cambio stabilito.

Fino a che il reddito nazionale italiano sia molto al disotto di quello che era nel 1929, i prezzi in Italia saranno prezzi di carestia e il cambio sarà necessariamente un cambio politico.

Ma per ricondurre il reddito nazionale italiano intorno al livello del 1929, occorreranno alcuni anni, durante i quali l'ammontare e la velocità della circolazione negli Stati Uniti varieranno rispetto al livello attuale: presumibilmente, per effetto della diminuzione dello sforzo finanziario dello stato, l'aumento dell'ammontare dei mezzi di pagamento negli Stati Uniti si arresterà presto. Il suo ritmo è già rallentato: da un aumento del 29 per cento nel 1942 (primo anno di guerra) si è passati al 26 per cento nel 1943 ed al 7 per cento nei primi cinque mesi del 1944 (per i soli biglietti in circolazione attiva l'aumento è stato del 45 % nel 1942, del 35 % nel 1943 e del 9 % nei primi cinque mesi del 1944).

Questo arresto, insieme col ritorno graduale a più normali condizioni di vita, determinerà probabilmente un accrescimento della velocità di circolazione della moneta. Se essa tornerà al livello del 1929, ciò potrà riflettersi sui prezzi in un aumento del 50 % rispetto al livello attuale.

In tale ipotesi, l'equilibrio tra i due paesi si ricostituirà portando il livello dei prezzi italiani a $(100 : 19) \cdot 1 \frac{1}{2} = 7,5$ volte quello del 1929, ossia mediante un deprezzamento della lira rispetto alle merci pari al prodotto del suo deprezzamento rispetto al dollaro per il deprezzamento del dollaro rispetto alle merci.

Dato che il reddito nazionale e la velocità di circolazione della moneta vengano, in Italia, ricondotte al livello del 1929, la circolazione di equilibrio sarà anch'essa di circa 7,5 volte quella del 1929, cioè sui 130 miliardi ($17 \cdot 7,5 = 127,5$).

Riferimento al 1939. - Il riferimento al 1939 ha il vantaggio di esonerarci dall'ipotesi che la velocità di circolazione della moneta risalga, negli Stati Uniti, a quella che era ad una data così lontana

come il 1929, e di consentirci di supporre che essa rimanga al livello attuale, che è pressapoco uguale a quello appunto del 1939 (14).

L'equilibrio fra i due paesi si ricostituirà, in tale ipotesi, riconducendo il livello italiano dei prezzi a $\frac{100}{19,80} \cdot 11/3 = 7$ volte circa quello del 1939.

Sempre che il reddito nazionale italiano venga ricondotto al livello del 1939, anche la circolazione di equilibrio sarà di 7 volte circa quella del 1939, ossia intorno a 170 miliardi ($24 \times 7 = 168$) (15).

Abbiamo così ottenuto due stime, delle quali la più prudente (130 miliardi) è anche quella costruita con riferimento ad un anno, il 1929, in cui erano meglio realizzate le condizioni dell'equilibrio economico interno ed internazionale.

II. *Situazione dei prezzi.*

7. Indipendentemente dall'esame tecnico (che qui non si fa) dei provvedimenti atti a ricondurre la circolazione al livello indicato, importa domandarsi se una così drastica riduzione della circolazione — da quelli che saranno certo più di 260 miliardi a 170 miliardi o meno — non troverà ostacolo nel livello dei prezzi e delle remunerazioni. Se questo si fosse già adeguato alla circolazione di 260 miliardi, la contrazione della massa monetaria urterebbe nella resistenza che i sindacati operai opporrebbero alle riduzioni salariali che si renderebbero necessarie e dovrebbe vincere i ben noti attriti inerenti alla diminuzione degli altri elementi dei costi di produzione e, conseguentemente, alla diminuzione dei prezzi.

Chiediamo dunque una risposta alle cifre.

(14) Negli Stati Uniti:

— l'ammontare dei depositi a vista e della circolazione attiva dei biglietti è passato da 36,2 miliardi a fine 1939 ad 85,6 miliardi a fine maggio 1944 (di cui rispettivamente 6,4 e 20,5 miliardi di biglietti);

— il prodotto nazionale lordo, valutato in dollari 1939, è passato da 88,6 miliardi nel 1939 a 155,3 miliardi nel 1943;

— l'indice dei prezzi ingrosso è passato da 77,1 nel 1939 a 104,3 nel giugno 1944.

(15) Anche il Coppola d'Anna, nella citata memoria sopra le condizioni ed i limiti del risanamento monetario, stima che per mantenere l'attuale tasso di cambio occorre ridurre la circolazione a 170-180 miliardi.

8. Nel 1939, il reddito nazionale era valutato a 110 miliardi e trovava origine per circa $3/10$ nella produzione agricola; per altri $3/10$ nella produzione industriale; per i rimanenti $4/10$ in altre forme di attività.

Attualmente, il reddito da attività industriali è ridotto a minime proporzioni, mentre si prospetta la possibilità di una totale smobilitazione (attraverso l'asportazione dei macchinari da parte germanica) o distruzione degli impianti industriali del Nord. Il reddito reale da attività agricole è pure notevolmente ridotto.

Le altre principali forme di reddito — all'infuori di quello proveniente dai fabbricati di abitazione, anch'esso ridotto dalle distruzioni di guerra — derivano dalla distribuzione dei prodotti agricoli e industriali e dai servizi bancari originati dal movimento commerciale. Esse perciò si sono ridotte in proporzione alla riduzione della fonte prima: la produzione agricola e industriale.

In conseguenza, non si può andare lontani dal vero stimando che il reddito reale nazionale sia oggi intorno alla metà di quello che era nel 1939.

Nello stesso intervallo 1939 - settembre 1944, la circolazione dei biglietti si è moltiplicata per 12.

Una massa monetaria moltiplicata per 12 la quale si scambia contro un reddito nazionale ridotto alla metà, dovrebbe dare luogo, a parità di altre condizioni, a un livello medio di prezzi uguale a qualcosa come 24 volte quello del 1939.

Ma, anzitutto, è dubbio se possa correttamente parlarsi, oggi, di un livello medio dei prezzi. È ormai diventata comune l'osservazione che il mercato nazionale di una volta si è spezzato in tanti mercati regionali con difficoltà di comunicazione tra di loro. A ciò si deve aggiungere che i *rapporti reciproci* tra i prezzi sono oggi così diversi da quelli del 1939, e la composizione della massa di beni e di servizi scambiata è essa pure tanto diversa da allora, che ogni confronto di *livelli medi* con l'anteguerra è non solo staticamente arduo ma concettualmente discutibile.

I confronti con l'anteguerra devono perciò essere eseguiti di preferenza per singoli prodotti od al massimo gruppi di prodotti, e tenendo conto delle differenze regionali, piuttosto che attraverso indici sintetici.

9. Tra questi ultimi, conservano un certo significato gli indici del costo della vita.

Non si sono potuti ancora calcolare, in Italia, indici completi del costo della vita con base anteguerra. Si conoscono solo i risultati provvisori ottenuti dall'Istituto centrale di statistica per il capitolo « alimentazione » del nuovo indice ufficiale del costo della vita. L'indice è calcolato per la città di Roma, prendendo a base i *consumi del 1944*, perchè nei consumi del 1938 erano comprese merci, come i coloniali, che oggi non si trovano più. È stato usato anche l'accorgimento di supporre che gli acquisti sul mercato nero (necessari a colmare la deficienza delle quantità distribuite con la tessera rispetto alle quantità corrispondenti ai minimi fisiologici di esistenza) si indirizzino ai generi di minor costo per ogni 1000 calorie fornite. L'indice è perciò quanto di più vicino al reale era possibile calcolare nella attuale situazione degli approvvigionamenti alimentari. I suoi risultati sono presenti nell'Appendice A.

La spesa per l'alimentazione di una famiglia di 4 persone è passata da 408 lire al mese nel 1938 a 2533 lire nel settembre 1943 ed a 9339 lire nel settembre 1944. Dunque, *la spesa del settembre 1944 è uguale a circa 23 volte il livello d'anteguerra e quasi quattro volte il livello del settembre 1943.*

10. Della spesa di 9339 lire indicata dall'Istituto centrale di statistica per il settembre 1944, 6521 (70%) venivano assorbite da acquisti sul mercato nero, 2447 (26%) da acquisti sul mercato libero e soltanto 371 (4%) da acquisti con carte annonarie. La spesa con carte annonarie, pari a $1/25$ della spesa totale, forniva 117 mila calorie su 220 mila complessivamente procurate dalla spesa totale. Ciò corrisponde ai seguenti costi per 1000 calorie: L. 3,17 per i generi acquistati con la tessera; L. 87,10 per i generi acquistati sul mercato libero o clandestino.

Dunque il livello medio dei prezzi dei generi alimentari, valutati secondo il loro valore energetico, è uguale, negli acquisti fatti sul mercato libero e clandestino, a circa 27 volte il livello dei prezzi negli acquisti fatti con la tessera.

Passando, dalla considerazione dei « livelli medi », a quella dei singoli prezzi, si osserva che la dispersione avutasi negli aumenti

dei prezzi liberi e clandestini è molto forte: nella città di Roma, si passa da generi che sono aumentati 25 volte ad altri aumentati 130 volte (vedasi Appendice B).

Gli aumenti maggiori sono quelli segnati dai generi di più vasto consumo popolare: e ciò sia perchè, anche ai nuovi prezzi, sono essi quelli che consentono di coprire il fabbisogno minimo di calorie e di principi nutritivi con minore spesa; sia perchè su tali generi meno pregiati incidono relativamente di più i costi eccezionalmente elevati di trasporto ed i compensi per i rischi del traffico clandestino.

Aumenti di prezzo paragonabili a quelli dei viveri hanno segnato i generi di abbigliamento ed altri prodotti di origine industriale. Si fanno ora prezzi pari a 20-30 volte quelli d'anteguerra per le calzature e per le stoffe; mentre aumenti fino a oltre 100 volte i prezzi d'anteguerra si segnalano per certi beni — come il filo da cucire, i pneumatici di ogni sorta, gli aghi per macchine da cucire, taluni pezzi di ricambio di macchine — indispensabili per la manutenzione di quello che si ha e che è impossibile rinnovare.

Nei riguardi di questi beni di origine industriale, è indubitabile che l'influenza esercitata sui prezzi dall'aumento della circolazione monetaria è stata secondaria rispetto a quella dovuta alla cessazione del flusso della produzione delle fabbriche, che sono localizzate nell'Italia settentrionale. In questa situazione gli scambi si riducono ad una specie di asta dei prodotti provenienti dalle limitate scorte preesistenti.

Mentre per i prodotti industriali la deficienza è sentita nelle campagne come nelle città, per i prodotti di origine agricola la carenza è limitata ai centri urbani, essendo dovuta, ancor più che alla riduzione della produzione provocata dalla guerra (distruzioni, asportazioni del bestiame, mancanza di sementi fertilizzanti carburanti, allagamenti, evacuazione della popolazione, effetti vari delle operazioni militari), alla disorganizzazione dei trasporti ed agli intralci amministrativi frapposti al movimento delle merci. Ciò è provato statisticamente dal confronto, eseguito nell'Appendice B, tra i prezzi di Roma e quelli di città più facilmente approvvigionabili, come Bari e Siracusa, dove molti prezzi sono inferiori alla metà di quelli romani.

II. Finora abbiamo incontrato prezzi che (fatta eccezione per i generi distribuiti con la tessera) sono aumentati non solo più che nel rapporto 1 : 7 cui (secondo quanto è stato detto al n. 6) si dovrà tendere ove si voglia mantenere il nuovo cambio della lira, ma anche spesso più che nel rapporto 1 : 24 dedotto dall'aumento della circolazione e dalla temporanea diminuzione del reddito nazionale.

Una situazione inversa si riscontra nei principali settori controllati: immobili d'affitto; servizi pubblici; prodotti agricoli ammassati; mano d'opera.

a) *Immobili urbani e rurali.* - I canoni d'affitto sono rimasti fermi, per i vecchi contratti, al livello 1939.

b) *Servizi pubblici.* - Le tariffe dei principali servizi (posta, elettricità, gas, trasporti urbani) di pubblica utilità hanno subito aumenti relativamente moderati, inferiori al 200%.

Aumenti maggiori, fino all'800%, hanno segnato le tariffe patuite per i servizi di trasporto di cose esercitati per conto di pubbliche amministrazioni.

In questo settore dei trasporti, la ripresa dei servizi, ora in corso, dopo le riduzioni e le interruzioni dovute alla guerra, si accompagna all'adeguamento delle tariffe alle nuove condizioni.

La situazione è dunque estremamente fluida, e le tariffe hanno meno importanza di quanto ne abbia il regime di assegnazione del carburante e delle gomme.

Alcuni dati di orientamento per questi servizi pubblici sono raccolti nell'Appendice C.

c) *Prodotti agricoli.* - I dati relativi ai prezzi di taluni fondamentali prodotti agricoli soggetti ad ammasso (cereali, fave, olio) sono raccolti nell'Appendice D. I prezzi fissati per la campagna in corso variano da 5 volte (per le fave) fino a 8 volte (per l'olio) quelli del 1939. Il prezzo d'ammasso del grano è di 6 volte e mezzo quello d'anteguerra.

In questo settore, dunque, la dispersione del diagramma d'aumento dei prezzi è assai limitata.

d) *Mano d'opera.* - Gli artigiani esercenti botteghe hanno potuto in molti casi aumentare fortemente i propri guadagni sfruttando il vantaggio di posizione costituito dall'aver avuto a disposizione (o dall'essere riusciti a procurarsi) quantità anche limitate di

materie deficitarie (pelli, metalli, gomma, filo da cucire, pezzi di ricambio).

Per contro i salari dei lavoratori dipendenti sono aumentati modestamente. Secondo i risultati di una recentissima indagine dell'Istituto centrale di statistica, riassunti nell'Appendice E, essi sono oggi ad un livello meno che triplo di quello del 1939 (16). Per le ragioni esposte al n. 13, sotto, si deve ritenere che l'aumento effettivo sia alquanto maggiore di quello risultante da questa indagine (nell'agricoltura e nell'edilizia esso è stato anche del 5-600%).

La dispersione nei tassi di aumento risultante dall'indagine è relativamente moderata, tenuto conto del numero piuttosto ristretto di casi considerati: si va da aumenti minimi intorno al 100 % (nelle categorie pastifici, forni da pane e acquedotti) fino ad un aumento massimo del 250% nelle fonderie.

Analoga osservazione ebbe a farsi, alla lettera precedente, per i prezzi dei prodotti agricoli.

Si può perciò affermare che i livelli attuali dei *prezzi d'ammasso dei prodotti agricoli* e dei *salari*, confrontati con quelli del 1939, costituiscono due dati molto importanti, oltre che per la determinazione della variazione intervenuta nel potere d'acquisto della lira, anche perchè *potrebbero venire adottati come punti di riferimento della politica dei prezzi, nel senso di costruire intorno ad essi un nuovo equilibrio in cui il prezzo di ogni merce o servizio ritorni vicino alla posizione relativa che aveva nel 1939* (17).

12. Nei settori esaminati al numero precedente, la contrazione della circolazione non imporrà dunque alcuna revisione verso il basso

(16) Un aumento medio anche minore hanno subito gli stipendi degli impiegati. Gli aumenti maggiori sono toccati agli stipendi inizialmente più bassi, che si sono avvantaggiati della concessione di aumenti e di indennità stabiliti in misura indipendente dallo stipendio od inversamente proporzionale allo stipendio: il che ha prodotto un livellamento notevolissimo nelle remunerazioni.

(17) Sul mercato italiano, o sul mercato mondiale o tenendo conto di entrambi: secondo quelle che saranno le direttive della politica commerciale del dopoguerra.

Per la Francia, il Balogh afferma la necessità di continuare il razionamento dei prodotti essenziali, osservando che i prezzi dovrebbero essere fissati in modo « da rendere accettabile la struttura dei salari ».

dei livelli vigenti dei prezzi canonici e tariffe. Il loro mancato adeguamento all'aumento della circolazione è stato essenzialmente dovuto alla rapidità stessa con cui questo è avvenuto (da 91 miliardi a fine giugno 1943 a 260 miliardi oggi).

La situazione italiana attuale è per questo rispetto fondamentalmente diversa da quella che era la situazione dell'Inghilterra e dell'Italia nel 1926-27, quando le rivalutazioni e le successive stabilizzazioni di « prestigio », perseguite ed attuate nei due paesi, urtarono contro un sistema di prezzi e di redditi che si era proporzionato, nel corso di parecchi anni, all'aumentata massa di circolazione. Allora, la deflazione rappresentò un allontanamento dalla situazione di equilibrio che si era costituita tra massa monetaria, prezzi e redditi (e perciò, a lungo andare, si dimostrò insopportabile); oggi la riduzione della massa monetaria avvicinerrebbe ad una tale situazione di equilibrio (18).

La situazione dell'Italia non è molto dissimile, sotto questo rispetto, da quella che, secondo l'*Economist*, è la situazione degli altri paesi dell'Europa occidentale già occupata dai tedeschi. Di tali paesi, la rivista inglese ha scritto (nel numero del 10 giugno 1944) che la loro struttura economica è stata tenuta isolata, in misura considerevole, dalle inflazioni monetarie e creditizie di cui essi hanno sofferto; tanto da rendere possibile l'instaurazione di rapporti di cambio non eccessivamente diversi da quelli esistenti prima della guerra, senza imporre ai paesi stessi troppo gravosi sforzi deflazionistici nei confronti dei salari e dei prezzi controllati.

(18) Il Gambino, nella memoria richiamata, caratterizza la diversità di situazioni con le seguenti parole: « nel caso dell'Inghilterra, ed in altri casi analoghi verificatisi nella stessa epoca, non trattavasi soltanto di una deflazione della circolazione, ma anche della deflazione dei prezzi e soprattutto della deflazione dei redditi, che da tempo si erano adeguati al ridotto valore della moneta. Nelle circostanze nelle quali attualmente ci si trova in Italia trattasi invece più che altro di prevenire o quanto meno di contenere gli sviluppi della inflazione dei prezzi e dei redditi: trattasi, cioè, della « riduzione » della quantità di moneta rimasta in circolazione per tempo relativamente breve e trattasi anche dell'abbassamento di taluni prezzi e specialmente di quelli più o meno aberranti, ma non già di una « deflazione » generale dei prezzi e tanto meno di una deflazione dei redditi, che costituiscono l'elemento meno facilmente comprimibile ».

13. Questa conclusione vale, oltre che per i prezzi ed i redditi di lavoro, anche nei riguardi dei redditi agricoli e della situazione finanziaria delle industrie.

È indubitabile che i redditi nominali dei produttori agricoli sono eccezionalmente aumentati in questi anni di guerra (19).

Del danaro incassato dagli agricoltori, una piccola parte soltanto è ritornata all'economia urbana e industriale, perchè la città non offre quasi nulla alla vendita che soddisfi i bisogni degli agricoltori.

In sostanza gli agricoltori, tesoreggiando o depositando in banca i loro sovraredditi, si sono costituiti un enorme credito verso l'economia urbana che faranno valere — via via che riprenderà la produzione industriale — attraverso acquisti di materiali da costruzione, fertilizzanti, macchinari, beni durevoli di consumo, ecc.

Ora, i maggiori accumuli di risparmio sono quelli realizzati dai piccoli e medi agricoltori (proprietari e mezzadri) che più facilmente si sottraggono, in tutto od in parte, alla disciplina della vendita controllata dei prodotti.

Nelle economie di questi agricoltori, la guerra e l'inflazione avevano portato da un lato alti ricavi nominali, e, con essi, la diminuzione del peso reale delle imposte, dei debiti e dei canoni di affitto; dall'altro lato, l'impossibilità di investire produttivamente il risparmio, manifesta nella liquidazione delle scorte agricole, nell'arresto dei lavori di miglioramento, nell'abbassamento dei rendimenti per ettaro.

(19) Sembra che anche in Francia il fenomeno abbia raggiunto proporzioni colossali.

L'*Economist* del 24 giugno 1944, nell'articolo « Normandy and France », osserva in proposito:

« Non soltanto in Normandia, e non solo in Francia, ma in quasi tutta l'Europa vi è oggi un contrasto stridente tra le condizioni di vita delle città e quelle della campagna... Tra gli sviluppi economici che hanno avuto luogo in Francia sotto il regime di Vichy, i seguenti cambiamenti principali influenzeranno le prospettive economiche e sociali per qualche tempo a venire: il cambiamento nella distribuzione del reddito nazionale a favore dei rurali... Il cambiamento è dovuto alla scarsità di derrate alimentari e all'importanza sempre crescente del mercato nero. Secondo una stima germanica, il reddito monetario delle classi rurali francesi è aumentato di circa il 1000 per cento dopo lo scoppio della guerra. Il prezzo delle terre è aumentato di 6 volte rispetto all'anteguerra ».

La rivalutazione della moneta porterà seco ricavi nominali minori e un maggior peso reale delle imposte e dei canoni d'affitto. L'effetto deflatorio sarà più o meno sentito a seconda della rapidità con cui verranno riprese le attività industriali che producono i beni acquistati dagli agricoltori: in caso di ripresa rapida esso potrà essere anche nullo. Ricordando, inoltre, che buona parte della produzione agricola è per il consumo familiare — e che per tale parte l'equilibrio economico dei produttori è indipendente dalle vicende monetarie — è lecito concludere che la rivalutazione non danneggerà gli interessi agricoli.

Resta il settore della produzione industriale: dove il problema degli effetti della rivalutazione monetaria sui bilanci delle imprese si pone con riferimento al maggior peso reale che assumeranno, nei costi di produzione, i salari e gli oneri finanziari.

Per quanto riguarda i salari, si è già visto che il coefficiente di aumento rilevato dall'Istituto centrale di statistica, rispetto al 1939, è inferiore a 3. È da ritenere che ai rilevatori siano sfuggiti i compensi che vengono corrisposti « sottomano » allo scopo di sfuggire ad una parte degli oneri tributari (imposta di ricchezza mobile) e di previdenza sociale (assicurazioni obbligatorie). Tuttavia, anche tenendo conto di questi, non si raggiunge, nella generalità dei casi, l'aumento a 7 volte il livello antebellico che dovrà gradualmente attuarsi; cosicchè il risanamento monetario non dovrebbe porre un grave problema di revisione verso il basso delle tariffe salariali. Vi saranno alcuni casi eccezionali in cui i salari particolarmente elevati pagati oggi a talune categorie dovranno ridursi: ma, trattandosi di salari contrattati liberamente, senza l'intervento di organizzazioni collettive od indipendentemente da esso, l'adattamento alla nuova situazione monetaria avverrà senza forti attriti.

Riguardo agli oneri finanziari, è da osservare che l'industria italiana non ha debiti obbligazionari di qualche rilievo e che i debiti verso istituti finanziatori sono limitati, trovano spesso contropartita in crediti verso lo stato per commesse espletate ed in ogni caso sono stati contratti in moneta con un potere d'acquisto molto più elevato di quello che, comunque vadano le cose, sarà proprio della lira risanata.

Perciò, anche nel settore della produzione industriale, il timore di possibili danni del risanamento monetario sarebbe fuori luogo.

III. *Il problema del cambio.*

14. Abbiamo visto, finora, che la struttura dei prezzi e dei redditi è favorevole all'azione di risanamento monetario; la quale trova invece ostacoli nella situazione del bilancio statale e nella difficoltà di riavviare l'attività economica in un paese semidistrutto, e nel quale, per giunta, alla crisi economica si sovrappone, come già nel precedente dopoguerra, la crisi sociale.

Come gioca, in questa situazione, l'elemento *cambio della lira*?

Le partite principali della nostra bilancia internazionale dei pagamenti sono attualmente:

- a) le rimesse degli emigrati;
- b) le merci importate in Italia;
- c) le merci esportate dall'Italia;
- d) le spese delle truppe alleate in Italia.

15. Rispetto alle rimesse, il cambio determina l'ammontare pagato in lire, in Italia, ai beneficiari, e può quindi influire indirettamente sulla nostra situazione monetaria; non modifica però le nostre disponibilità di dollari per acquisti negli Stati Uniti (nei rapporti con l'Impero britannico la voce rimesse ha importanza secondaria).

16. Delle merci importate in Italia, non è noto a quali prezzi vengano addebitate. Ma è ovvio che — trattandosi in buona parte di prodotti finiti che non hanno quotazione internazionale, e molti dei quali per giunta non sono mai esistiti o non esistono più sul mercato italiano — il riferimento a prezzi italiani sarebbe praticamente impossibile. È quindi probabile che l'addebito venga fatto sulla base dei prezzi all'origine. Questa induzione è confermata dal confronto tra i prezzi ai quali l'A.M.G. ** cede ai nostri grossisti i generi razionati ed i prezzi americani. Per esempio, lo zucchero, che negli Stati Uniti costa 3,74 cents per libbra, ossia lire 8,25 al kg.,

** *Allied Military Government.*

viene ceduto ai grossisti a 14 lire; prezzo che corrisponde bene al prezzo americano più una quota di spese di trasporto. Se così è, le somme che ci vengono addebitate sono indipendenti dal tasso di cambio.

Per il grano, si afferma da persone bene informate che l'addebito avvenga al prezzo italiano di ammasso (900-1000 lire al quintale). Probabilmente però trattasi di una coincidenza tra il prezzo di ammasso italiano ed il prezzo all'origine, sensibilmente maggiorato per l'onere del trasporto e tradotto in lire al cambio vigente. A Chicago, infatti, nel luglio scorso il grano era quotato 157 cents per bushel, pari a 580 lire al quintale.

17. Rispetto alle merci esportate dall'Italia, l'influenza del tasso di cambio può esservi o non esservi a seconda del criterio di fissazione dei prezzi da parte delle autorità alleate.

In proposito, si hanno notizie soltanto frammentarie. Si sa che per lo zolfo i prezzi (sulle 4000 lire per tonn.: circa 12 volte il prezzo d'anteguerra) sono stati fissati con riferimento ai costi di produzione.

In altri casi, pare che i prezzi concordati siano dipesi in gran parte dal criterio individuale degli ufficiali preposti agli acquisti, i quali per talune merci (piombo, legno della Sila) hanno insistito perchè le forniture avvenissero ai nostri prezzi d'anteguerra (20), per altre hanno accettato prezzi più aggiornati.

In questi casi di fissazione dei prezzi con riferimento a dati economici *nazionali* (costo di produzione, prezzo d'anteguerra) il tasso di cambio gioca in pieno nella traduzione in dollari o sterline dei prezzi pattuiti.

Viceversa non giocherebbe qualora i prezzi venissero fissati con riferimento alle quotazioni americane o britanniche; ma non sapremo citare, per ora, esempi di applicazione di questo secondo procedimento.

Nei riguardi delle nostre tipiche esportazioni (zolfo, canapa, agrumi, mandorle, mercurio) quotate sul mercato mondiale, non ci si

(20) Per il piombo, pare che sia stato imposto il prezzo di L. 3,20 al kg. che è quello del 1936. In tale maniera, non è stata nemmeno riconosciuta la quota di integrazione di L. 1,85 che lo stato corrispondeva dopo il blocco dei prezzi del giugno 1940.

deve in ogni caso attendere un vantaggio durevole da un eventuale miglioramento del tasso di cambio, in quanto l'elévamento conseguente dei prezzi d'esportazione, tradotti in dollari o sterline, al di sopra dei prezzi vigenti per quelle merci sui mercati mondiali, darebbe luogo, a lungo andare, a revisioni verso il basso dei prezzi d'acquisto in Italia.

Piuttosto, nei casi citati in cui le autorità alleate pagano i prezzi vecchi, il Paese subisce una spoliazione. Un prezzo *equo* di acquisto non può essere inferiore al prezzo minore tra: 1) il prezzo mondiale; 2) il prezzo italiano del 1939 moltiplicato per 7(21) e tradotto in dollari al cambio 100.

18. Nei riguardi delle spese delle truppe alleate in Italia, occorre distinguere tra paga delle truppe e altre spese.

Per queste ultime, sembra che vengano accantonati, ma non messi a nostra disposizione, gli ammontari di dollari equivalenti, al cambio vigente, alle lire spese.

Nella previsione che un giorno possa essere consentito all'Italia di utilizzare, sotto qualche forma, anche questi dollari, è nostro interesse che la traduzione in dollari delle spese in lire avvenga ad un cambio favorevole.

Le paghe militari, invece, sono fissate originariamente in dollari (22); perciò l'ammontare di dollari accantonato (ed ora messo a disposizione dell'Italia) è indipendente dal tasso di cambio, il quale interviene soltanto nella traduzione delle paghe in lire. Un eventuale miglioramento del cambio avrebbe il solo effetto di ridurre la spesa delle truppe in Italia.

Non sappiamo quale parte della emissione di 35 miliardi di am-lire — avvenuta in circa un anno, al ritmo mensile di 3 miliardi — sia costituita da paghe delle truppe alleate.

Dobbiamo procedere per congetture.

Non si dovrebbe andare lontani dal vero supponendo che la paga media mensile dei militari alleati in Italia sia di un 5-6 mila

(21) In relazione a quanto è stato detto al n. 6.

(22) E sterline: ma, come è noto, contro le spese per paghe dei soldati britannici in Italia non è ancora stato stabilito alcun accredito a nostro favore.

lire al mese; tenuto conto che il soldato semplice americano guadagna 7200 lire ed il soldato britannico circa la metà. Supposto che $\frac{1}{3}$ della paga venga risparmiata (23) la quota spesa sul mercato italiano sarebbe di 3-4 mila lire al mese per ciascun militare alleato.

Applicando tale spesa individuale agli effettivi di 2 armate, che possono stimarsi sui 400 mila uomini, si avrebbe una spesa mensile, da parte dei militari alleati, di 1200-1600 milioni di lire.

Ne deriva che, elevando il cambio a 50, ossia dimezzando le paghe dei soldati alleati (24), si avrebbe una minore spesa di lire di 600-800 milioni al mese.

La situazione monetaria italiana, sulla quale pesa un disavanzo mensile del bilancio statale di 12 miliardi, ne verrebbe alleviata in misura modesta (25).

19. Per valutare sotto il profilo *economico-reale*, anzichè sotto quello *monetario* fin qui considerato, il vantaggio che l'Italia trarrebbe da una tale riduzione di spesa, occorre prendere in considerazione il modo in cui i soldati alleati spendono la loro paga; e cioè, in beni e servizi acquistati ai prezzi di mercato libero, che, come si è visto al n. 9, sono a un livello medio di 27 volte quello dei generi acquistati con la tessera.

Per fare un esempio: quando un soldato americano prende un pasto in ristorante, e lo paga 200 lire, gli Stati Uniti ci mettono a disposizione 2 dollari.

Se è vera l'ipotesi fatta al n. 16 che le forniture ci vengono addebitate ai prezzi americani più qualcosa per il trasporto, coi 2 dol-

(23) Questa valutazione è probabilmente inferiore al reale. Per quanto si riesce a saperne, le rimesse fatte dai militari alle loro famiglie sono molto elevate.

(24) La paga del soldato semplice britannico si ridurrebbe sotto le duemila lire mensili. Truppe pagate insufficientemente, rispetto a quelle che sono le loro abitudini di vita, reagirebbero, probabilmente, sia diminuendo la quota risparmiata, sia vendendo carburanti, sigarette e viveri. Perciò il beneficio monetario della riduzione delle paghe in lire verrebbe in parte neutralizzato dall'aumento della quota spesa; mentre il nostro rifornimento di generi alimentari aumenterebbe per le vie illegali.

(25) A diverse conclusioni arrivano alcuni osservatori ed organi di stampa, citati nell'Appendice F.

lari messici a disposizione noi veniamo riforniti, per esempio, di kg. 14,3 di zucchero (a 14 cents al chilo), i quali sul mercato clandestino italiano, dove lo zucchero si paga 550 lire al kg., valgono 7.865 lire. La fornitura americana ripaga dunque 39 volte il costo sostenuto dall'Italia nella forma di un pranzo in ristorante.

Si badi che il confronto tra i prezzi dei ristoranti e quelli del mercato clandestino è lecito perchè è su tale mercato e su quello libero che i ristoranti si approvvigionano.

Finchè l'Italia venga messa in grado di stabilire altre forme di scambio internazionale e di fruire di una consistente assistenza economico-finanziaria, la spesa delle truppe americane in Italia deve perciò essere considerata, insieme con le rimesse, come la principale partita attiva della nostra bilancia dei pagamenti, la quale ci apre possibilità di approvvigionamento ad una ragione di scambio che è assai vantaggiosa per l'Italia, anche all'attuale tasso di cambio.

20. La richiesta di un miglioramento del cambio della lira, da parte italiana, non si giustifica quindi col riferimento ad una pretesa « sottovalutazione » della lira al cambio attuale. Questa sottovalutazione esisteva all'inizio dell'invasione, ma da allora ad oggi i prezzi in Italia sono quadruplicati.

Essa non si può nemmeno correttamente presentare come una misura di grande portata ai fini della nostra posizione monetaria e valutaria.

Si è visto al n. 18 che la situazione monetaria dipende essenzialmente dal disavanzo del bilancio italiano; e che, per quanto riguarda la posizione valutaria, il tasso di cambio influisce necessariamente solo sull'importo dei dollari accantonati in corrispondenza delle spese militari alleate in Italia diverse dalle paghe.

Ma l'esigenza del miglioramento del cambio della lira si pone con assai maggiore fondamento sul piano dell'equità internazionale.

I dati di cui si dispone sulla situazione monetaria e sul livello comparativo dei prezzi e dei redditi in Italia e in Francia, raccolti nell'Appendice G, per quanto frammentari, puntano tutti alla conclusione che il valore intrinseco della lira è perlomeno uguale a quello del franco. Tale conclusione trova conferma nella quotazione dei biglietti di banca italiani e francesi a Lisbona e a Zurigo.

Di fronte, perciò, al tasso di cambio di 50 fissato per il franco, non si può, da parte italiana, non riflettere che alla Francia, in aggiunta a tutti i vantaggi economici e finanziari della piena alleanza, ostinatamente negati all'Italia; alla Francia ancora ricca di riserve auree e valutarie, e che meno ha sofferto, nel suo patrimonio, delle vicende della guerra, è stata anche offerta la possibilità di costituirsi, con lieve sacrificio, nuove ingenti disponibilità di dollari e di sterline; con le quali potrà soddisfare bisogni relativamente meno urgenti di quelli dell'economia e della popolazione italiana. Ciò mentre il tenor di vita della popolazione italiana, e la struttura dei prezzi in Italia, hanno dovuto subire gli effetti di un cambio punitivo: effetti che vengono esagerati dalla ipersensibilità di un popolo sofferente (26).

21. È noto che l'adozione di tassi di cambio vantaggiosi per i paesi occupati è stata propugnata dal Balogh, il quale ha scritto (nel Bollettino dell'istituto di statistica di Oxford) che « il solo criterio giustificabile di fissazione dei tassi di cambio nei territori liberati è quello di stabilire relazioni socialmente sane tra gli eserciti di liberazione e i loro alleati civili »; spiegando che i cambi della sterlina e del dollaro con le monete dei paesi liberati dell'Europa occidentale avrebbero dovuto essere stabiliti sulla base dei livelli salariali delle regioni liberate, in modo da assegnare al salario medio locale un potere d'acquisto che reggesse favorevolmente il confronto con le paghe delle meglio pagate tra le truppe liberatrici (27).

(26) La larghezza con cui le truppe alleate spendono ha effetti sociali assai più gravi di quelli monetari ed economico-reali. La facilità di guadagno spinge una parte della popolazione a vivere prestando ai militari alleati servizi umili o degradanti. Il resto della popolazione trae ragione di malcontento dalla limitazione che subisce, a favore delle truppe alleate, in certi consumi — quali quelli di alimenti pregiati: carne, pesce, certe verdure — e in certe possibilità: quella di trovarsi un alloggio, quella di prendere un pasto in ristorante a prezzo ragionevole. Scontento assai maggiore provocano però le requisizioni attuate dai Comandi.

(27) Il Balogh ammette che la riduzione delle spese delle truppe alleate nei territori liberati potrebbe ottenersi più direttamente in modo diverso da quello della fissazione di cambi appropriati: ad es. bloccando parte delle paghe militari. Egli sostiene che i criteri tradizionali di fissazione dei rapporti di

Nel caso del franco francese, le autorità che hanno fissato il cambio di 50 per dollaro sono andate molto oltre le buone disposizioni del Balogh.

Infatti mentre si aveva notizia che i lavoratori comuni in Francia erano pagati, già alla fine del 1943, sui 250 franchi al giorno (28) si è data al soldato americano una disponibilità di 3600 franchi al mese, cioè 120 franchi al giorno: somma che, spesa sul mercato libero ove, secondo notizie recenti, il livello dei prezzi in Francia sarebbe notevolmente superiore a quello italiano, rappresenta una capacità di acquisto irrilevante.

Si ha l'impressione, da parte italiana, che i cambi adottati abbiano, nel caso dell'Italia, sacrificato la popolazione civile a vantaggio delle truppe occupanti, e, nel caso della Francia, sacrificato le truppe occupanti alla popolazione civile.

Nell'apprezzamento degli italiani, la fissazione di un cambio uguale tra le due monete acquisterebbe perciò principalmente il valore di riparazione di un'ingiustizia.

Deve ritenersi che, anche ove a ciò non si addivenga, a lungo andare la lira raggiungerà la parità col franco purchè venga mantenuto l'attuale cambio di 100.

La Francia, infatti, aveva, nel 1929, quando il cambio del dollaro era 25,50, una circolazione di 62 miliardi. Quando il suo reddito nazionale reale fosse tornato al livello del 1929, l'equilibrio monetario francese potrebbe ricostituirsi, al cambio 50, intorno ad una cir-

cambio con riferimento ai livelli comparativi dei prezzi e agli altri dati di mercato libero non si applicano nella situazione in cui verrà a trovarsi l'Europa occidentale perchè « tutte le relazioni interne ed internazionali dei territori liberati rimarranno sotto stretto controllo diretto per un periodo indeterminato. La produzione e il consumo interni e *a fortiori* le esportazioni e le importazioni saranno determinati, non dalla libera azione della domanda e dell'offerta in mercati liberi e dalla conseguente distribuzione di prezzi e di redditi, ma da deliberate decisioni ». In una lettera all'*Economist*, il Balogh precisa che vuole un cambio favorevole per il franco francese: altrimenti si determinerebbe in Francia una violenta domanda di aumenti salariali e si pregiudicherebbero le buone relazioni tra gli Alleati e l'Europa occidentale nel dopoguerra. Infine, si favorirebbero lo speculatore e l'azionista a danno del piccolo *rentier* e del salariato.

(28) Vedasi Appendice G.

colazione di 180 miliardi (29): importo pari a meno di un terzo dei 590 miliardi attualmente in circolazione.

Ma una riduzione di $2/3$ nella circolazione è inattuabile senza un cambiamento dall'unità monetaria.

È pensabile invece una riduzione di $1/3$, con la quale la Francia potrebbe trovare il suo equilibrio monetario con una circolazione di 360 miliardi e il cambio a 100.

(29) Cifra ottenuta con procedimento analogo a quello usato per l'Italia al n. 6 nel calcolo fatto con riferimento al 1929.

Si ripete che viene supposto che, attraverso un ulteriore aumento della circolazione od accelerazione della sua velocità, i prezzi negli Stati Uniti si assestino ad un livello superiore del 50 % a quello del 1929 (o del 1939: l'aumento nel decennio essendo stato di appena il 10 %).

La nuova circolazione francese d'equilibrio sarà allora di miliardi 62 per 1,5 per $\frac{50}{25,50} = 180$ miliardi circa.

INDICE DEL COSTO DELLA VITA

(Risultati provvisori dei calcoli eseguiti dall'Istituto centrale di statistica)

M e s i	Spesa mensile per una famiglia di 4 persone (2 adulti e 2 bambini)					Percentuale sulla spesa complessiva della spesa per generi acquistati		
	Complessiva		di cui per generi acquistati			con carte annon.	sul mercato libero	sul mercato nero
	in lire	numeri indici	con carte annon.	sul mercato libero	sul mercato nero			
Media 1938	408	100	—	—	—	—	—	—
1943 Settembre	2.533	621	175	928	1.430	7	37	56
Ottobre	2.259	553	242	803	1.214	11	35	54
Novembre	2.611	640	105	700	1.806	4	27	69
Dicembre	3.224	790	226	893	2.105	7	28	65
1944 Gennaio	3.119	764	287	670	2.162	9	22	69
Febbraio	4.495	1.101	160	1.180	3.155	4	26	70
Marzo	6.378	1.562	222	1.554	4.602	4	24	72
Aprile	14.116	3.457	236	2.592	11.288	2	18	80
Maggio	13.365	3.273	170	3.213	9.982	1	24	75
Giugno	13.027	3.190	191	3.640	9.196	1	28	71
Luglio	10.598	2.596	243	3.103	7.252	2	29	69
Agosto	9.443	2.313	481	3.086	5.876	5	33	62
Settembre	9.339	2.287	371	2.447	6.521	4	26	70

Segue: APPENDICE A

BILANCIO MENSILE STANDARD ASSUNTO A BASE DEL CALCOLO
DELL'INDICE DEL COSTO DELLA VITA

Generi	Unità di misura	Quantità			Calorie totali	Quantità giornaliera per unità virile	
		edibile	lorda	netta		Quantità lorde	Calorie corrispondenti
Pane	kg.	100	34,800	34,800	96.222	gr. 387	1.069
Pasta	»	100	4,200	4,200	14.645	» 47	163
Riso	»	100	1,800	1,800	6.293	» 20	70
Farina di frumento	»	100	3,150	3,150	11.315	» 35	126
Patate	»	95	12,000	11,400	9.086	» 133	101
Legumi secchi . .	»	100	2,450	2,450	8.761	» 27	97
Totale					146.322		1.626
Carne	»	75	1,500	1,125	1.542	» 17	17
Pesce	»	72	1,500	1,080	1.394	» 17	16
Formaggio	»	100	2,000	2,000	7.126	» 22	79
Uova	»	96,8	1,500(1)	1,452	2.095	1 ogni 3 giorni	23
Totale					12.157		135
Olio di oliva . . .	l.	91,5	1,500	1,373	12.244	l. 0,016	136
Burro	kg.	100	0,100	0,100	770	gr. 1	9
Lardo	»	100	0,500	0,500	4.358	» 6	48
Totale					17.372		193
Latte	l.	100	10,240	10,240	6.799	l. 0,114	76
Zucchero	kg.	100	1,600	1,600	6.560	gr. 18	73
Marmellata	»	100	0,500	0,500	1.157	» 6	13
Vino	l.	100	15,000	15,000(2)	930	l. 0,167	10
Ortaggi	kg.	81	36,000	29,160	9.360	gr. 400	104
Frutta	»	78	22,500	17,550	19.182	» 250	213
Totale					43.988		489
Totale generale . .					219.839		2.443

(1) Quantità pari a n. 30 uova per mese.

(2) Non comprese 10.500 calorie alcoliche pari a 117 calorie per unità virile al giorno.

PREZZI FATTI NELLE CONTRATTAZIONI LIBERE E CLANDESTINE

Generi	Unità di riferimento	Prezzi a Roma		Indice dei prezzi a Roma nel sett. 1944 (1) 1939=100	Prezzi (Settembre 1944) a:			Rapporti percentuali (Settembre 1944)	
		1939	Sett. 1944		Napoli	Bari	Siracusa	Bari Roma · 100	Sirac. Roma · 100
Pane	kg.	2,00	95	4.750	120	85	90	89	95
Pasta alimentare .	»	3,00	250	8.333	270	100	125	40	50
Farina di frumento.	»	2,30	135	5.870	220	87	90	64	67
Farina di granoturco	»	1,40	100	7.143	90	—	—	—	—
Riso	»	2,10	270	12.857	350	250	95	93	35
Fagioli secchi . . .	»	2,95	135	4.576	160	65	90	48	67
Patate	»	0,70	36	5.143	35	25	40	69	111
Olio di oliva . . .	l.	8,30	475	5.723	330	120	180	25	38
Burro	kg.	17,10	725	4.240	420	300	337	41	46
Lardo	»	9,10	750	8.242	600	300	—	40	—
Strutto	»	8,60	—	8.140	600	—	—	—	—
Conserva di pomod.	»	4,00	—	6.875	135	140	250	—	—
Latte	l.	1,20	35	2.917	—	19	18	54	51
Formaggio pecorino	kg.	12,10	490	4.050	400	275	190	56	39
Prosciutto	»	22,00	575	2.614	600	500	500	87	87
Salame	»	17,70	—	—	600	500	500	—	—
Carne bovina . . .	»	9,00	380	4.222	300	250	135	66	36
Carne suina	»	9,90	—	—	—	250	—	—	—
Marmellata	»	9,00	320	3.556	150	100	400	31	125
Zucchero	»	6,70	425	6.343	330	253	500	59	118
Uova	n.	0,55	26	4.727	18	27	12	104	46
Vino	l.	1,90	50	2.632	—	—	15	—	30
Sale	kg.	1,50	180	12.000	—	—	—	—	—
Carbone	»	0,50	25	5.000	22	20	14	80	56
Fiammiferi	sc.	0,60	15	2.500	30	14	11	93	73
Carburo	kg.	—	140	—	60	—	—	—	—
Pomodori	»	0,80	20	2.500	25	10	—	50	—

(1) Giugno 1944, nei casi in cui mancano i dati di settembre.

TARIFFE DI SERVIZI PUBBLICI
(in lire, a Roma)

	1939-40	Agosto- dicembre 1943	Giugno- settembre 1944	Numero indice 1944 su 1939
Energia elettrica (illuminazione domestica per kwh)	1,941	1,941	3,815	197
Gas illuminante (per mc.)	0,717	0,717	0,989	138
Trasporti urbani (A.T.A.C.):				
tram (prezzo medio)	0,45	—	1,00	222
autobus	1,10	—	3,00	273
Tariffe postali (affrancamento di una lettera) (1)	0,50	0,50	1,00	200
Trasporti:				
a) in genere:				
di persone (2)	132,00	—	420,00	318
di cose (3)	100,00	—	230,00	230
b) servizi speciali della S.T.A.:				
1) per conto Amministrazione Monopoli Stato				
sale (per ql.)	1,60	—	9,10 (4)	569
tabacchi (per ql.)	0,90	—	7,30 (4)	811
2) Azienda Servizi Annonari (in città, per ql.)	6,47	—	21,20	328
3) Centrale del latte (per hl.)	5,45	—	18,39	337
4) Ente Economico Zootecnia (trasporto latte dall'Agro Romano alla Centrale latte per hl.)	6,05	17,62	56,00	926
5) Servizio postale (compenso giornaliero per furgone)	150,00	650,00	850,00	567

(1) Tutte le tariffe sono state ugualmente raddoppiate.

(2) Prezzo per il viaggio Roma-Napoli: sulle ferrovie (1^a classe a tariffa differenziale) nel 1939, con torpedoni della C.I.T. nel settembre 1944.

(3) Cifre convenzionali considerando che le tariffe per i trasporti praticate dalle ferrovie sono aumentate, nel periodo 1939 - settembre 1944, da 1 a 2,3.

(4) Nuovi prezzi che saranno fissati secondo trattative tuttora in corso.

APPENDICE D

PREZZI DI AMMASSO DEI PRODOTTI AGRICOLI (1)

	1939-40	Agosto- dicembre 1943	Giugno- settembre 1944	Numeri indici 1944 su 1939
Prezzi di conferimento per ql.:				
frumento: duro	150	295	1.000	667
tenero	135	275	900	667
granoturco	98	160	650	663
orzo	115	175	700	609
avena	110	160	650	591
segale	125	200	900	720
fave	135	180	675	500
olio	758	1.500	6.000	792

(1) I prezzi del 1939 per l'orzo, l'avena, la segale e le fave sono prezzi liberi non essendo allora applicato l'ammasso di tali prodotti.

APPENDICE E

GUADAGNI GIORNALIERI EFFETTIVI, IN LIRE,
IN ALCUNE INDUSTRIE ROMANE

	Guadagni in lire			Numero indice	
	1939	1943	1944	$\frac{1944}{1939}$	$\frac{1944}{1943}$
Estrattiva	23	38	66	287	174
Legno	29	52	85	293	163
Alimentari: forni	37	55	78	211	142
pastifici	26	30	47	181	157
Fonderie	24	38	84	350	221
Meccanica	29	45	77	266	171
Fornaci calce	18	26	43	239	165
Edilizia	29	43	68	234	158
Farmaceutica	25	40	58	232	145
Tipografie	23	35	62	270	177
Energia elettrica	37	52	90	243	173
Acquedotti	38	45	80	211	178
Tranvie	28	43	81	289	188
Autotrasporti: persone	25	37	69	276	186
merci	31	42	75	242	179

APPENDICE F

GIUDIZI E CONSIDERAZIONI
INTORNO ALL'EFFETTO INFLATORIO DELLE SPESE
DELLE TRUPPE ALLEATE IN ITALIA

L'*Economist* del 5 febbraio, nell'articolo « Starving Italy » ha segnalato che « le armate alleate esercitano un potere di acquisto il quale, in relazione a quello della popolazione civile, è enorme »; « lo elevato livello di approvvigionamenti, specie degli americani, e la mancata imposizione di un divieto efficace alla spesa da parte delle mense e dei singoli soldati contribuiscono a dare l'impressione di una armata di locuste. Con le migliori intenzioni al contrario il paese viene spogliato. L'effetto della presenza di numerosi e ben pagati soldati americani sul tenore di vita della popolazione locale è visibile in Inghilterra ed è assai maggiore nelle difficili condizioni dell'Italia ». L'*Economist* conclude ammonendo: « nuove e maggiori invasioni stanno per avere luogo, esse non verranno favorite se le popolazioni oppresse si accorgono che tutto quanto esse ottengono dai loro liberatori sono la spoliazione e la carestia ».

Anche il Sottosegretario alle finanze prof. Pesenti, in un articolo su *l'Unità* del 7 agosto, ha affermato che la spinta all'aumento dei prezzi fu aggravata « dal fatto che il cambio tra la lira e il dollaro e la sterlina venne fissato molto in alto, non in rapporto ai poteri d'acquisto. In tal modo, in un paese a prezzi bassi quale era in ispecie l'Italia meridionale, vi fu non solo afflusso di un grande numero di persone, ma queste avevano un elevato potere d'acquisto, molto superiore a quello della restante popolazione e spendevano moneta nuovamente emessa. Di conseguenza la pressione sui prezzi fu molto forte e questi salirono fortemente, determinando anche gravi squilibri nelle disponibilità in prodotti, diminuite a causa dei nuovi ricchi acquirenti ». Il Pesenti continua: « la pressione che l'alto cambio e il conseguente alto potere di acquisto degli Alleati hanno esercitato sui prezzi è molto diminuita se non addirittura scontata. L'aumento dei prezzi italiani fa sì che ora il cambio lira-sterlina e lira-dollaro non sia più così sfavorevole, nè d'altro lato

si potrebbe chiedere di mutarlo proprio ora a danno delle truppe alleate che combattono per noi ».

Di questa opinione non è il giornale romano *Il Quotidiano*, organo dell'Azione cattolica, il quale nel numero del 7 ottobre afferma che « il livello del cambio di occupazione è uno dei fattori della disastrosa situazione economica del nostro paese » e prosegue: « è ovvio che tanti e tanti militari, così largamente provvisti di lire (si dice che un soldato riceva 6.500 lire al mese) non fanno che gittarle sul mercato, acquistando tutto quello che trovano in vendita: col doppio risultato di rarefare quelle poche cose di cui dispone il misero popolo italiano e di rincarare assai il prezzo di quelle pochissime che dopo tali acquisti rimangono. E siccome il popolo italiano è ormai poverissimo, ci domandiamo se sia saggia politica civile ed economica ridurlo sempre più alla fame, che è l'anticamera della disperazione e ci domandiamo soprattutto se ciò sia morale ed umano ».

Anche ufficiali alleati i quali hanno avuto modo di constatare in Sicilia il forte aumento dei prezzi seguito all'invasione, confermano tali vedute rafforzandole con l'osservazione che, siccome nell'isola (inizialmente territorio nemico) non era presente alcuna amministrazione italiana, all'aumento verificatosi era del tutto estraneo lo governo delle finanze italiane.

Per chiarire questa divergenza di conclusioni, si tenga presente che una spesa alleata di 3 miliardi al mese corrisponderebbe a 1/10 circa del reddito nazionale mensile, che probabilmente si aggira ora sui 35 miliardi (400 miliardi all'anno).

Ora, il reddito della Sicilia è anch'esso circa un decimo del reddito nazionale italiano; perciò è possibile che la spesa alleata in Sicilia sia stata, nei primi tempi dell'invasione, dello stesso ordine di grandezza dell'intero reddito della Sicilia.

A ciò si deve aggiungere che l'economia delle nostre regioni agricole, come la Sicilia, si svolge all'infuori dei circuiti monetari per tutta la parte della produzione che i coltivatori destinano direttamente al consumo familiare; e che il rifornimento dei prodotti industriali del continente (l'isola non ha una industria manufattu-

riera di notevoli proporzioni) era in crisi da parecchio tempo per difficoltà di trasporti (30).

Questre tre condizioni — le modeste dimensioni del reddito dell'isola; la limitata entità degli scambi in moneta per la destinazione diretta di buona parte della produzione ai bisogni familiari dei coltivatori; il prolungato processo di esaurimento delle scorte, dovuto alla mancanza di rifornimenti dal continente — spiegano come la economia siciliana abbia dovuto reagire alla immissione di nuova capacità d'acquisto con violenti aumenti di prezzi.

APPENDICE G

CONFRONTO FRA I CAMBI D'OCCUPAZIONE FISSATI PER LA LIRA,
IL MARCO E IL FRANCO FRANCESE

1. Mentre le opinioni sono molto diverse circa la rispondenza dell'attuale corso del cambio al livello di prezzi vigente in Italia, tutti i commentatori sono d'accordo nel rilevare che inizialmente il cambio della lira fu fissato a un livello punitivo, e che lo stesso è stato fatto recentemente per il marco. *L'Economist* rileva questo parallelismo osservando che « il marco è stato deliberatamente sottovalutato dalle Autorità militari così come lo fu la lira quando venne fissato il cambio di 400 lire per sterlina ».

A questo proposito è interessante notare che, confrontando questo cambio di 400 lire per sterlina, col cambio di 10 lire per marco fissato dai tedeschi nell'Italia settentrionale, risulta un cambio indiretto di 40 marchi per sterlina, che è uguale a quello effettivamente fissato dagli Alleati per il marco.

2. Con criteri del tutto opposti è stato fissato il cambio del franco (200 franchi per sterlina), come risulta dai dati e dalle considerazioni seguenti:

a) inizialmente, il cambio di invasione era stato fissato nell'Africa settentrionale francese a 300 franchi; fu ridotto a 200 per

(30) Lo Stato Maggiore dell'Esercito era stato costretto negli ultimi tempi a ridurre anche le razioni delle truppe dislocate in Sicilia, per l'impossibilità pratica di far pervenire le razioni normali, già così modeste.

avvicinarlo al cambio del franco nei territori controllati da De Gaulle che era rimasto fermo al livello di 176 stabilito negli accordi Simon-Reynaud del 1939.

Ad ogni modo nelle Colonie francesi non vi era stata l'inflazione seguita nella madrepatria all'occupazione tedesca; cosicchè, in obbedienza ai dati economici, il cambio da adottare nella madrepatria avrebbe dovuto essere diverso e più sfavorevole di quello fissato nelle Colonie. Una documentazione conclusiva in proposito è stata pubblicata nell'*Economist* del 5 febbraio, nell'articolo « What price the Franc? », nel quale i pericoli della sopravvalutazione sono contrapposti a quelli non meno gravi della sottovalutazione, dimostrati dalla « infelice esperienza dell'Italia meridionale ».

b) Competenti osservatori svizzeri (Agenzia *Atlas* del 3 gennaio 1944), fatta una acuta rassegna dei vari aspetti della situazione economico-finanziaria francese, indicavano come tasso appropriato di cambio quello di 100-150 franchi per dollaro e 400-600 per sterlina.

Più tardi (31 gennaio) la stessa Agenzia valutava come straordinariamente ottimista la possibilità di un cambio di 350 franchi per sterlina.

c) Il Balogh (*The Banker*, giugno 1944) riconosce che, avendo riguardo al potere d'acquisto, il franco dovrebbe essere svalutato al cambio di 300-400 per lira sterlina; ma ponendosi dal punto di vista francese, obietta che ciò « determinerebbe rapporti di scambio sfavorevoli alla Francia e ridurrebbe per tal modo il reddito nazionale reale ». Assegna a questa obiezione valore molto grande perchè « le esportazioni francesi non possono essere nel primo periodo altro che esportazioni di servizi » data la inevitabile lentezza della ripresa industriale e soggiunge: « La stessa considerazione vale, come è ovvio, per le spese in beni e servizi delle truppe alleate in Francia. Quanto più è elevata la quotazione del franco, tanto maggiore sarà il reddito che la Francia ricaverà da tale fonte ».

d) Nel periodo antecedente l'invasione della Francia, l'aumento del cambio da 200 a 300 fu perciò proposto, ma l'idea fu abbandonata dopo serrate discussioni. Probabilmente fu proprio la esperienza dell'Italia liberata a far scartare il proposto cambiamento a danno del franco (*Economist* del 3 maggio 1944).

e) Dopo la fissazione del cambio di 200 franchi per sterlina, adottato come mezzo principale per limitare la spesa delle truppe alleate in Francia (31) le Autorità militari alleate hanno constatato che, negli acquisti effettuati in Normandia, « anche pagando i prezzi ufficiali, il franco è considerevolmente sopravvalutato al cambio di 200 per sterlina. In altre parole, il debito accumulato dagli Alleati per l'emissione di moneta in Francia è notevolmente superiore a quello che corrisponderebbe al volume di merci rappresentato da tali emissioni » (*Economist* dell'8 luglio).

f) La conclusione che il franco risulta sopravvalutato anche se — ignorando gli elevatissimi prezzi del mercato nero francese — si fondano i calcoli sui prezzi ufficiali, è confermata da studiosi francesi.

Il signor J. Bonhomme, in un articolo pubblicato su *La Patrie* del 6 settembre 1944 — dopo avere premesso che il potere d'acquisto del franco non si deve misurare con i prezzi di mercato nero, perchè anche « i topi si sono venduti a 40 soldi durante l'assedio di Parigi, nel 1870, mentre tre mesi più tardi essi non valevano che il premio pagato per distruggerli » — stabilisce i seguenti tassi di cambio corrispondenti ai poteri di acquisto del franco, del dollaro e della sterlina, *misurati con gli indici dei prezzi all'ingrosso*: 265 franchi per sterlina; 65 franchi per dollaro.

g) I confronti che i dati disponibili, scarsi ed in parte riferiti ad epoche diverse, consentono di istituire tra il potere d'acquisto del franco e quello della lira, sono nella maggior parte a favore della lira.

Infatti:

— per quanto riguarda il mercato libero delle *materie prime industriali*, disponiamo di dati sui prezzi pagati dall'ufficio economico italiano alle dipendenze del Comando della 4^a Armata, negli acquisti da esso fatti nelle piazze di Lione e di Marsiglia nell'ultimo periodo dell'occupazione italiana (agosto 1943). Questi prezzi, come

(31) Anche il Presidente Roosevelt, in un suo proclama, invitò i soldati americani a non spendere eccessivamente, e istruzioni in pari senso furono impartite alle truppe britanniche. È noto inoltre che alle truppe è stato proibito di acquistare merci razionate e di servirsi dei ristoranti francesi.

appare dalla tabella riportata qui sotto, sono per 7 generi, su 13 considerati, maggiori dei corrispondenti prezzi fatti oggi, ossia oltre un anno dopo (e anno di inflazione spinta sia in Italia che in Francia), sulla piazza di Roma:

	Unità di riferimento	Prezzi in Italia settembre 1944	Prezzi in Francia agosto 1943
Stagno in pani	kg.	800	850
Rame puro in lingotti	»	165	130
Piombo in pani	»	50	38
Piombo in rottami	»	16	25
Amianto in fogli	»	120	350
Filo di rame nudo 20/10 a 30/10. .	m.	30	20
Olio di ricino	kg.	300	320
Olio di vaselina	»	400	700
Cera d'api in pani	»	600	300
Olio di lino per pittura	»	400	180
Gomma arabica	»	800	240
Sacchi di juta	ognuno	160	180
Platino al 95 %	gr.	600	2.400

— per quanto riguarda i salari, l'agenzia *Atlas* del 17 gennaio 1944 riferiva che nella zona parigina un lavoratore non qualificato guadagnava 250 franchi al giorno. Il corrispondente salario italiano non superava le 80 lire (vedasi Appendice E);

— per quanto riguarda i prezzi dei generi di consumo e dei servizi, non si hanno dati precisi, ma tutte le informazioni, seppure imprecise, che è possibile raccogliere, sono concordi nell'indicarli come superiori a quelli di Roma.

h) Nel mercato libero dei biglietti di banca che si svolge su alcune piazze internazionali, specie Zurigo e Lisbona, la lira ha sempre avuto quotazioni superiori al franco.

A Zurigo, il 3 settembre 1943, ultima data per la quale si è avuta comunicazione delle quotazioni fatte, queste erano (per i biglietti di medio taglio) di franchi svizzeri:

- 2,15 per 100 lire
- 1,81 per 100 franchi francesi
- 14,50 per 100 marchi
- 3,29 per il dollaro
- 10,73 per la sterlina.

I cambi d'arbitraggio corrispondenti sono:

	Lire	Franchi	Marchi
Dollaro	153	182	23
Sterlina	499	593	74

A Lisbona, nel luglio 1943, ultima data per la quale si hanno notizie, la quotazione era di escudos:

- 14,— per 100 lire
- 12,50 per 100 franchi francesi
- 80,— per 100 marchi
- 17,60 per il dollaro
- 56,— per la sterlina.

I cambi d'arbitraggio corrispondenti sono:

	Lire	Franchi	Marchi
Dollaro	126	141	22
Sterlina	400	448	70

3. La riprova delle precedenti conclusioni si ha confrontando l'andamento comparativo della circolazione nei cinque paesi interessati (Stati Uniti, Gran Bretagna, Germania, Francia, Italia) come è fatto nella tabella alla pagina seguente.

Le cifre della circolazione nelle monete dei singoli paesi sono state per ciascun anno tradotte in dollari in base ai cambi di tali monete a New York, e le cifre in dollari così ottenute sono state ridotte in numeri indici con base 1928. I risultati vengono presentati nella tabella successiva.

ANDAMENTO DELLA CIRCOLAZIONE IN ITALIA, FRANCIA, INGHILTERRA, GERMANIA, STATI UNITI
DAL 1928 AL SETTEMBRE 1944 (1)
(dati sulla circolazione in milioni)

Anni	Italia			Francia			Inghilterra			Germania			U.S.A. Circola- zione in dollari
	Circola- zione in lire	Cambio per 100 lire a New York	Circola- zione in dollari	Circola- zione in franchi	Cambio per 100 franchi a New York	Circola- zione in dollari	Circola- zione in sterline	Cambio della sterlina a New York	Circola- zione in dollari	Circola- zione in Rm.	Cambio per 100 Rm. a New York	Circola- zione in dollari	
1928. . .	17.295	5,24	906	62.181	3,94	2.450	388	4,85	1.882	5.044	23,83	1.202	4.973
1929. . .	16.774	5,23	877	68.571	3,92	2.688	380	4,86	1.847	5.044	23,81	1.201	4.865
1930. . .	15.680	5,24	822	76.436	3,92	2.996	369	4,86	1.793	4.778	23,65	1.130	4.603
1931. . .	14.295	5,21	745	85.725	3,92	3.360	364	4,54	1.653	4.776	23,63	1.129	5.360
1932. . .	13.672	5,13	701	85.028	3,93	3.342	371	3,51	1.302	3.560	23,75	846	5.388
1933. . .	13.243	6,71	889	82.613	5,03	4.155	392	4,24	1.662	3.645	30,52	1.112	5.519
1934. . .	13.145	8,56	1.125	83.412	6,57	5.480	405	5,04	2.041	3.901	39,38	1.536	5.536
1935. . .	16.297	8,24	1.343	81.150	6,60	5.356	425	4,90	2.083	4.285	40,26	1.725	5.882
1936. . .	16.525	7,29	1.205	89.342	6,11	5.459	467	4,97	2.321	4.980	40,30	2.007	6.543
1937. . .	17.468	5,26	919	93.837	4,05	3.800	505	4,94	2.495	5.493	40,20	2.208	6.550
1938. . .	18.955	5,26	997	110.935	2,68	2.973	505	4,89	2.469	6.223	40,16	2.499	6.856
1939. . .	24.432	5,20	1.270	151.322	2,51	3.798	555	4,44	2.464	11.798	40,06	4.726	7.598
1940. . .	31.306	5,04	1.578	218.383	2,08	4.542	617	3,83	2.363	14.033	40,02	5.616	8.732
1941. . .	49.609	5,07	2.515	270.144	—	—	752	4,03	3.031	19.325	39,97	7.724	11.169
1942. . .	73.320	—	—	382.774	—	—	923	4,03	3.720	24.375	—	—	15.410
1943. . .	150.000(2)	1,00	1.500	500.386(2)	2,00	10.008	1.089	4,03	4.389	33.683	10,00	3.368	20.449
sett. 1944	260.000(2)	1,00	2.600	590.000(2)	2,00	11.800	1.150(2)	4,03	4.635	38.800(2)	10,00	3.880	23.700(2)

(1) I dati sulla circolazione in moneta nazionale esprimono la consistenza di fine anno; i dati sui tassi di cambio esprimono medie annuali.

(2) Stime.

NUMERI INDICI DELLA CIRCOLAZIONE TRADOTTA IN DOLLARI
(base 1928 = 100)

Anni	Italia	Francia	Inghilterra	Germania	Stati Uniti
1928	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1929	96,8	109,7	98,1	99,9	97,8
1930	90,7	122,3	95,3	94,0	92,6
1931	82,2	137,1	87,8	93,9	107,8
1932	77,4	136,4	69,2	70,4	108,3
1933	98,1	169,6	88,3	92,5	111,0
1934	124,2	223,7	108,4	127,8	111,3
1935	148,2	218,6	110,7	143,5	118,3
1936	133,0	222,8	123,3	167,0	131,6
1937	101,4	155,1	132,6	183,7	131,7
1938	110,0	121,3	131,2	207,9	137,9
1939	140,2	155,0	130,9	393,2	152,8
1940	174,2	185,4	125,6	467,2	175,6
1941	277,6	—	161,1	642,6	224,4
1942	—	—	197,7	—	309,9
1943	165,6	408,5	233,2	280,2	411,2
sett. 1944 .	287,0	481,6	246,3	322,8	476,6

È noto che il 1928 fu un anno di relativa prosperità economica; inoltre, le principali monete erano state tutte quante precedentemente stabilizzate, di diritto o di fatto.

È anche noto che, per queste ragioni, gli studiosi usano servirsi del 1928 o del 1929 quando hanno bisogno di fare riferimento ad un anno in cui i cambi delle monete rispondessero bene ai livelli comparativi dei prezzi dei vari paesi, ed in cui le masse di circolante rispondessero ugualmente bene ai bisogni dei singoli paesi, che sono funzione dell'attività economica e delle abitudini del pubblico e delle banche riguardo ai modi di eseguire i pagamenti, alle riserve di cassa ecc.

Di conseguenza, finchè queste abitudini non cambiano, in ciascun paese dovremmo trovare un andamento della massa di circolante (tradotta in una moneta stabile, come abbiamo fatto riducendo a dollari) corrispondente all'andamento dell'attività economica.

Se ora ci proviamo a verificare questa conclusione, troviamo:

— per l'Inghilterra e gli Stati Uniti un aumento moderato fino al 1940, che diventa più rapido negli anni della guerra, non solo

per l'aumento dell'attività ma per l'aumento delle riserve di cassa tenute dal pubblico in relazione agli sfollamenti, alla separazione delle famiglie, all'insicurezza;

— per la Francia, un andamento ascendente fino al 1936 che, non avendo trovato riscontro in un aumento dell'attività economica, è sbocciato necessariamente nell'allineamento del 1936, il quale ha ridotto il valore in dollari della massa monetaria francese a più normali proporzioni.

— per la Germania e per l'Italia, un aumento che fino al 1940-41 risponde al diverso sviluppo produttivo dei due paesi, assai più rapido in Germania che in Italia.

Per il 1942 non si è potuto, relativamente alla Germania ed all'Italia, fare la traduzione della circolazione in dollari, stante la guerra con gli Stati Uniti.

Per il 1943-44, invece, la traduzione è stata fatta in base ai cambi di occupazione del dollaro, fissati a 100 lire, 10 marchi, 50 franchi.

Dagli indici risulta nettamente che, con questi cambi, la massa della circolazione è stata fortemente *svalutata* in Germania e in Italia, mentre in Francia il suo valore in dollari si è *straordinariamente accresciuto* rispetto al 1940, senza che questo aumento trovi giustificazione in un incremento attuale o presumibile dell'attività economica francese.

Per ritornare a condizioni più equilibrate, il franco dovrà essere quindi svalutato rispetto alla lira e al marco, se la Francia non attuerà nel frattempo un grandioso programma di deflazione.

MEMORIA SULL'AZIONE DI EINAUDI

1945-1948(*)

1. Sotto il governo fascista, i due ministeri del tesoro e delle finanze erano stati unificati in un unico ministero delle finanze. Dopo la liberazione, la divisione in due ministeri venne ripristinata; ed in generale il ministero delle finanze, il cui compito principale è quello della imposizione tributaria, venne affidato ad uomini politicamente più a sinistra dei loro colleghi del tesoro, i quali, in un paese con un bilancio cronicamente squilibrato, hanno tra i loro compiti principali quello di fare affluire allo stato il risparmio privato per la copertura del disavanzo, e quello di resistere alle richieste di spesa che provengono dai ministeri economici, preposti a singoli settori di attività: industria e commercio, agricoltura, lavori pubblici, trasporti, comunicazioni, marina mercantile, lavoro.

Secondo questa divisione delle parti, fatta con un criterio di « congenialità » tra il ministro ed il proprio lavoro e tra il ministro e il proprio pubblico, nel periodo compreso tra il ritorno di Einaudi in Italia (sulla fine del 1944) e la sua assunzione alla suprema magistratura (giugno 1948) il ministero del tesoro venne affidato prima a tre liberali (nell'ordine: Soleri, Ricci e Corbino), seguiti da due democristiani (Bertone, Campilli) e da un indipendente (Del Vecchio); il ministero delle finanze venne invece affidato ad esponenti del partito comunista (Pesenti, Scoccimarro); soltanto nel febbraio 1947 subentrarono ad essi i democristiani (Campilli, Pella).

Il periodo anzidetto si può distinguere in due tempi. Nel primo tempo, Einaudi occupò il posto di governatore della Banca d'Italia e ne svolse effettivamente le funzioni. Il secondo tempo ebbe inizio

(*) Nota stesa nel 1954 e pubblicata nei *Cahiers Vilfredo Pareto*, Librairie Droz, Genève, 1963, n. 2.

nel maggio 1947, quando, nella formazione del quarto ministero De Gasperi, Einaudi venne elevato alla vicepresidenza del consiglio e l'esercizio delle funzioni di governatore della Banca d'Italia passò all'allora direttore generale Menichella, che ricevette l'investitura ufficiale nell'agosto 1948, dopo l'assunzione di Einaudi alla presidenza della Repubblica.

Nella formazione governativa del maggio 1947, insieme con la vicepresidenza del consiglio Einaudi assunse il ministero del bilancio, creato appositamente per consentirgli di sovrintendere alla attività dei due ministeri, del tesoro e delle finanze, ed in ispecie di controllare la spesa, senza l'onere di dirette responsabilità amministrative. Come suoi collaboratori egli ebbe: al tesoro, Del Vecchio, un economista di professione; alle finanze, Pella, chiamato per la prima volta alla responsabilità di un portafoglio ministeriale. I comunisti, che già nel terzo ministero De Gasperi del febbraio 1947 erano stati esclusi dai dicasteri finanziari, vennero nel quarto esclusi del tutto, e per la prima volta, dal governo.

Cinque dei sei membri che si succedettero al tesoro nel periodo in esame erano legati ad Einaudi da legami di antica data: i tre liberali, dalle comuni lotte politiche (ed il Soleri anche dalla comune origine piemontese); il Bertone, piemontese egli pure, da comunanza di ideali democratici e dall'amicizia nata negli studi insieme compiuti in giovinezza; il Del Vecchio, dai comuni interessi accademici di due economisti di professione. È indubitato che l'Einaudi esercitò sulla loro azione di governo una profonda influenza; tuttavia, alcuni dei più grossi problemi che allora si agitarono (imposta straordinaria patrimoniale, cambio della moneta) erano problemi di tassazione nei quali aveva molto peso la linea politica degli uomini di sinistra che tennero il portafoglio delle finanze. Nelle relazioni della Banca d'Italia, della progettata operazione di cambio dei biglietti vengono trattati i problemi tecnici di attuazione, mentre l'aspetto fiscale viene ignorato. La posizione generale di Einaudi su tali problemi appare, tuttavia, dai suoi interventi all'Assemblea costituente, prima e dopo l'assunzione della vicepresidenza del consiglio.

2. La sua prima relazione governatoriale riguarda l'esercizio 1943, ma fu letta solo nell'aprile 1945.

Nel bilancio della Banca d'Italia a fine 1943, alla circolazione dei biglietti, pari a circa 180 miliardi, facevano riscontro quasi 130 miliardi di crediti verso il Tesoro dello stato e 40 miliardi di risconti a favore del Consorzio per sovvenzioni su valori industriali. È questo un istituto controllato dalla Banca d'Italia creato poco avanti l'intervento dell'Italia nella prima guerra mondiale, per agevolare con l'aggiunta della propria firma il risconto di effetti cambiari presso la Banca d'Italia (in previsione delle necessità di un più largo credito della banca centrale cui l'entrata in guerra poteva dar luogo). I fascisti lo avevano utilizzato per gli scopi più svariati di finanziamento inflazionistico, non escluso lo sconto, a favore delle amministrazioni statali, di titoli rappresentativi di spese ordinarie, quali i sussidi ai richiamati, le sovvenzioni agli enti locali. Il Consorzio, per tali operazioni « speciali », si finanziava esclusivamente col risconto presso la Banca d'Italia. Non fa meraviglia che Einaudi, il quale aveva assistito impotente, dalla sua posizione di studioso dei problemi monetari, all'instaurarsi di una pratica tanto ipocrita e malsana, punti contro di essa le sue artiglierie nella prima relazione, facendo merito alla Banca d'Italia di avere resistito, dopo la liberazione, a sollecitazioni ricevute perchè il Consorzio da lei controllato riprendesse la « mala strada » delle operazioni speciali; ed esprimendo la preoccupazione che nuove operazioni « extra vaganti » (Relazione 1953, pag. 49) potessero essere state compiute, dopo l'armistizio, nelle regioni rimaste sotto occupazione germanica. Le amministrazioni Einaudi e Menichella hanno resistito a tali sollecitazioni, e hanno anzi mantenuto le stesse operazioni ordinarie del Consorzio entro limiti modesti, nonostante che anche per un allargamento di queste ultime si siano avute ripetute pressioni, soprattutto nei due periodi di « stretta creditizia » seguiti, il primo, alla introduzione del nuovo sistema di riserve obbligatorie per i depositi (settembre 1947), il secondo allo scoppio della guerra in Corea (giugno 1950)**.

Nella stessa relazione (pag. 59), Einaudi calcola che l'87 per cento dei depositi bancari è amministrato da banche di stato od aventi carattere di enti pubblici controllati dallo stato, oltrechè da banche cooperative, e che solo il 13 per cento « è gerito con criteri

** Il Consorzio ha cessato ogni attività nel 1958.

privatistici, ed anche questi sottoposti alla vigilanza dell'istituto di emissione»; addita questi dati «a coloro che invocano la nazionalizzazione delle banche», concludendo che «questa, nel nostro paese, è cosa fatta». La sua posizione a tale riguardo è che «la scoperta del confine ottimo fra il campo privato e quello pubblico» sia «problema tutto empirico, adatto alle mutevoli circostanze di tempo e di luogo, che fa d'uopo ogni giorno nuovamente risolvere».

Mentre Einaudi leggeva la sua Relazione, era in corso, nell'Italia liberata, la campagna di sottoscrizione dei buoni del Tesoro quinquennali 5 per cento, che presero nome dal ministro Soleri, e la cui emissione venne estesa al Nord subito dopo la liberazione. Lo stato di liquidità in cui si trovava il sistema creditizio all'uscita dalla guerra favorì, sia al Sud che successivamente al Nord, la riuscita dell'operazione. Einaudi la saluta (pag. 81) come «il primo esperimento di voto libero che silenziosamente si va compiendo nelle città e nelle campagne».

La relazione sull'esercizio 1944 è una sobria illustrazione dei dati di bilancio e dell'adempimento da parte della banca centrale dei suoi compiti d'istituto. Invece, la relazione sull'esercizio 1945, letta nel marzo 1946, offre molte viste sulla filosofia economica del governatore.

Egli vi esamina anzitutto il problema, ancor oggi vivo, del cosiddetto «cartello bancario». Le banche, uscite dalla guerra con una massa di depositi decimata dall'inflazione, dovendo trarre, da una così ridotta base d'affari, i proventi per coprire le spese delle loro gestioni, pesanti di oneri di personale, avevano attuato, sul principio del 1945, con la sanzione del ministro del tesoro, una riduzione del tasso massimo d'interesse sui depositi ed un elevamento dei tassi minimi per le operazioni d'impiego. Lo stacco tra tassi passivi ed attivi era allora assai largo. Negli anni successivi, e soprattutto dopo l'arresto dell'inflazione (settembre 1947), i depositi sono andati gradualmente aumentando; ciò ha facilitato alle banche il compito di coprire le spese d'esercizio, al punto che le banche hanno preso, una dopo l'altra, a corrispondere ai depositanti tassi superiori a quelli concordati. Al principio del corrente anno 1954, le banche hanno firmato un nuovo accordo, su basi più realistiche (cioè che prevede per i depositi tassi abbastanza alti), attraverso il quale esse sperano

stabilire una tregua alla lotta per il deposito che si era andata generalizzando, a tutto vantaggio del risparmiatore.

Sulla legittimità di accordi del genere, e con riferimento alla situazione del 1945, Einaudi esprime seri dubbi (pag. 35 della relazione sull'esercizio 1945). «È conforme all'interesse generale che al risparmio vengano offerte remunerazioni sempre più misere?». «Convieni al sistema bancario che si diffonda l'opinione che si dà poco o nulla perchè ci si è messi d'accordo a tale uopo?». «Se fosse abolito il cartello, si manterrebbe lo scarto? E come può essere sanzionato d'autorità un suo inasprimento, se l'autorità competente — la quale, in regime di governo libero, è in ultima analisi l'opinione pubblica, resa manifesta attraverso gli uomini scelti dal corpo elettorale — non sia persuasa che l'allargamento dello scarto sia giustificato da ragioni di interesse generale? Tra queste ragioni di interesse generale va annoverata la necessità di far fronte alle spese crescenti del sistema bancario? Inquietante domanda, che io mi limito a sottoporre alla vostra attenzione».

Traspare abbastanza chiaramente da questi interrogativi la doppia limitazione che l'azione governativa nel campo economico dovrebbe osservare, nel pensiero di Einaudi. Anzitutto, nella divisione dei poteri, egli assegna al legislativo quello di intervento in materia economica, contro la tendenza prevalente a farlo rientrare tra le ordinarie attività amministrative. In secondo luogo, egli esclude che tali interventi possano giustificarsi con motivi di interesse di categoria, contro la tendenza della società moderna ad organizzarsi e chiudersi in forme corporative.

Egli obbedisce a questi suoi principi generali anche in un caso nel quale è molto dubbio che la concorrenza illimitata realizzi l'ottimo sociale, quello dell'apertura di sportelli bancari, che può considerarsi come un caso particolare del problema delle licenze nelle attività di distribuzione. È noto come l'efficacia della concorrenza nell'operare una selezione tra i distributori, così da mantenerne il numero entro il limite socialmente ottimo, si indebolisca quando i margini da applicare nel commercio al minuto siano regolati, per accordi che intervengano tra i distributori medesimi o tra di essi ed i produttori (*resale price maintenance*). Quando vengano tali accordi, il numero degli esercizi tenderà a moltiplicarsi, fino a ripartire il profitto della

distribuzione tra una miriade di persone sotto-occupate. Il caso delle banche è affine a questo, in specie ove viga il cartello; per cui il cartello chiama la limitazione degli sportelli. Einaudi è sostanzialmente per la libertà, ed infatti sotto il suo governatorato il blocco degli sportelli bancari venne revocato e molte autorizzazioni all'apertura di nuovi sportelli furono concesse. « Per le piazze già bancabili, giova tener conto del fatto che il pubblico richiede oggi di essere servito non solo nel centro cittadino degli affari, ma in tutti i rioni, anche suburbani. Poichè le banche sono fatte per servire il pubblico e non viceversa ». « Le banche non sono fatte per pagare stipendi ai loro impiegati e per chiudere il proprio bilancio con un saldo utili; ma devono raggiungere questi giusti fini soltanto col servire nel miglior modo il pubblico » (Relazione 1945, pag. 48).

3. I problemi inerenti al regime della circolazione dei biglietti, trattati sotto il governatorato Einaudi, furono sostanzialmente quattro: *a*) cessazione della emissione di lire militari e loro assunzione da parte dell'Italia; *b*) stampigliatura; *c*) fabbricazione di nuovi biglietti negli Stati Uniti; *d*) cambio dei biglietti.

Il problema della stampigliatura venne agitato prima della liberazione del Nord. Si intendeva, con la stampigliatura, parare la eventualità che i tedeschi, continuando la guerra anche dopo essersi ritirati dal Nord, facessero affluire in Italia biglietti asportati od addirittura fabbricati in Germania. La liberazione del Nord intervenne prima che le modalità dell'operazione fossero definite e, poichè con la liberazione del Nord la guerra in Europa ebbe fine, venne a mancare la ragione dell'operazione, che non si fece più.

Le trattative per la fabbricazione dei nuovi biglietti negli Stati Uniti durarono oltre un anno e non ebbero un esito felice; esse furono abbandonate nel giugno 1945. L'Italia, valendosi anche di fabbriche private, provvide essa stessa ad allestire, nella prima metà del 1946, 300 miliardi di nuovi biglietti destinati a servire per l'eventuale cambio. Ma, nell'estate, venne scoperto che i *clichés* dei nuovi biglietti erano stati riprodotti fotograficamente da falsari; il governo rinunciò, in conseguenza, a porre in circolazione i nuovi biglietti. Solo nel marzo 1947 si arrivava a mettere in produzione un nuovo tipo di biglietto. Nel novembre 1946, il governo faceva luogo all'emis-

sione di un « prestito della ricostruzione » ad un tasso d'interesse basso per il mercato italiano, il 3,50 per cento; il basso frutto doveva però essere compensato dall'esenzione concessa ai titoli del prestito dalla imposta straordinaria progressiva. Il provvedimento dell'imposta straordinaria era ancora da definire; il governo si proponeva di applicarla anche alla ricchezza liquida (biglietti, depositi, titoli) mediante accertamento diretto di questa. Era questo intendimento che giustificava la forma scelta per il prestito. Nel febbraio 1947, si formava il terzo ministero De Gasperi, in cui il portafoglio delle finanze veniva per la prima volta sottratto ai comunisti ed affidato ad un democristiano, il Campilli, il quale presentava un progetto di imposta straordinaria nel quale era previsto, per la ricchezza liquida, l'accertamento presuntivo, in luogo di quello diretto; l'intento di cambiare i biglietti a scopi fiscali poteva, con ciò, dirsi abbandonato. Dalla successione degli avvenimenti sembra lecito trarre tre conclusioni:

a) la riduzione dell'influenza comunista nel governo portava di per sè verso l'abbandono dell'operazione;

b) è possibile che il furto dei *clichés* abbia concorso a dare, alla tendenza di cui si è ora detto, il tempo necessario perchè essa producesse il suo effetto; cioè perchè si addivenisse alla formazione del quarto e del quinto ministero De Gasperi;

c) nella forma che si diede al prestito della ricostruzione giocò forse l'inerzia delle cose avviate, e la presunzione dei governi di saper mantenere ed attuare le direttive del momento. Infatti il furto dei *clichés* avrebbe forse dovuto, da solo, portare a svincolare il prestito dal cambio; ed il cambiamento di direttive successivamente intervenuto a riguardo di questo prova l'opportunità che i governi non fissino una operazione di oggi sui cardini di un provvedimento di domani (dopo la rinuncia alla tassazione diretta della ricchezza liquida, il governo offerse ai sottoscrittori al prestito della ricostruzione la conversione gratuita in un titolo al 5 per cento).

Quale sia stata la posizione di Einaudi nei riguardi del cambio appare dal discorso che egli pronunciò, come ministro, il 18 giugno 1947 all'Assemblea costituente. Egli dichiarò di essere stato contrario al cambio perchè: a) ove il prelevamento sui biglietti fosse stato attuato come parte dell'imposta personale progressiva sul patrimonio, sarebbe stato facile frazionare la presentazione in modo da far rientrare l'in-

tera circolazione entro il limite esente concesso ad ogni presentatore; *b*) ove esso fosse stato attuato in forma di imposta proporzionale, trattando un'aliquota fissa dell'importo presentato al cambio, esso avrebbe costituito nella sostanza un'imposta regressiva, perchè i biglietti rappresentano una frazione del patrimonio complessivo più alta per i poveri che per i ricchi.

4. Il problema dell'inflazione in Italia, come in altri paesi, si pone generalmente sotto i due aspetti: *a*) della creazione di moneta derivante dal disavanzo delle pubbliche finanze; *b*) di quella derivante dall'espansione dei crediti delle banche commerciali. (Accanto a essi opera talora un fattore assai più gradito di espansione, l'accumulo di valuta estera). Nei primi diciassette mesi del governatorato Einaudi, cioè dal gennaio 1945 fino al maggio 1946, nessuno dei due aspetti presentò carattere di gravità.

Il bilancio statale dell'Italia usciva dalla guerra alleggerito in quattro dei maggiori capitoli di spesa: il debito pubblico, la difesa, le colonie, il personale. Al momento della liberazione del Nord, il livello dei prezzi era di circa 25 volte quello d'anteguerra; l'onere del servizio di interessi sul debito pubblico era dunque divenuto trascurabile. Negli ultimi esercizi d'anteguerra esso assorbiva circa un quinto della spesa; un carico anche maggiore era costituito dalla difesa; gli oneri per le colonie erano diventati pesanti dopo l'annessione dell'Etiopia. Infine, gli stipendi dei funzionari erano, alla liberazione, molto inferiori, in valore reale, a quelli d'anteguerra. La stessa disorganizzazione amministrativa e la scarsità dei materiali da costruzione ponevano dei limiti extrafinanziari alle spese in opere pubbliche. Già nel periodo compreso tra l'armistizio e la liberazione del Nord, l'espansione della circolazione era stata dovuta nella quasi totalità all'emissione nelle regioni occupate dai tedeschi ed a quella di lire militari nelle regioni liberate. Einaudi, nella sua relazione sull'esercizio 1945, come nel discorso all'Assemblea costituente del 24 settembre 1946, calcola che la complessiva emissione di biglietti tra fine agosto 1943 e fine dicembre 1945 avvenne per il 59,7 per cento nel territorio occupato dai tedeschi, per il 37,8 per cento ad opera delle autorità alleate e per il 2,5 per cento soltanto ad opera della Banca d'Italia nel territorio liberato.

Il moderato fabbisogno di fondi per la copertura del disavanzo

del governo legittimo, nel primo anno successivo alla liberazione, fu coperto con l'emissione del prestito Soleri e con i normali debiti di tesoreria (buoni del tesoro, risparmio postale, depositi presso il tesoro). Nel discorso ora richiamato, Einaudi poteva comunicare che dopo il marzo 1945 non vi erano state nuove anticipazioni dell'istituto di emissione al tesoro.

L'espansione dei crediti delle banche commerciali fu anch'essa moderata, fino alla metà del 1946; di ciò si possono dare due ragioni. La prima consiste nella già richiamata scarsità di combustibili e di materie prime, che ritardò la ripresa dell'attività economica. La seconda si ravvisa nell'attesa, diffusa fra i consumatori, che l'arrivo degli alleati dovesse comportare un ritorno di abbondanza, e che quindi i prezzi vigenti all'epoca della liberazione fossero destinati a cadere. Questo atteggiamento si generalizzò durante la permanenza al tesoro di Corbino, ministro dichiaratamente contrario al cambio dei biglietti ed alla tassazione della ricchezza liquida.

Alla metà del 1946, si affacciava, nel bilancio dello stato, un pericolo al quale, in ragione della sua esperienza dell'altro dopoguerra, Einaudi reagì vivacemente. Si trattava del prezzo politico del pane. Nella prima metà del 1945, il ministro Soleri, certo confortato dal consiglio di Einaudi, era riuscito ad eliminare lo squilibrio tra il prezzo di cessione del grano ammassato ai mulini, ed il prezzo pagato dallo stato agli agricoltori conferenti il grano agli ammassi. (Era stato lo stesso Soleri, come commissario all'alimentazione sotto il governo Giolitti, ad abolire nel 1920 il prezzo politico del pane). Soleri morì nell'estate del 1945, e col raccolto del 1946 ricomparve una forte differenza tra il costo del grano per lo stato ed il prezzo di cessione ai mulini.

Einaudi avvertì il pericolo nel discorso alla Costituente del settembre; e quando, finito l'anno, si trovò ad analizzare le ragioni del forte aumento nella circolazione dei biglietti che aveva preso l'avvio nel mese di maggio, trovò che per circa tre decimi esso era dovuto al risconto delle cambiali degli enti ammassatori, i quali ricuperavano dalla vendita del grano un terzo soltanto del prezzo pagato ai conferenti, cioè 900 lire su 2.700, cosicchè rimanevano esposti verso le banche finanziatrici (e in definitiva verso la Banca d'Italia per le cambiali riscontate) per le residue 1.800 lire, in attesa di riceverne

il rimborso dallo stato. Per gli altri sette decimi, l'aumento della circolazione apparve dovuto ad acquisto netto di valute estere, a prelevamenti effettuati dalle banche sui loro depositi presso la Banca d'Italia, a somministrazioni di biglietti agli Alleati. Considerando queste somministrazioni ed i risconti di cambiali d'ammasso come crediti a favore dello stato, se ne conclude che questi furono, in quei primi otto mesi di sviluppo inflazionistico, il principale fattore di espansione della massa monetaria; di importanza poco minore fu l'espansione del credito commerciale, che dava luogo ai prelevamenti delle banche dai loro depositi presso l'istituto di emissione; e rilevante fu anche l'azione del terzo e più gradito fattore, l'accumulo di valuta.

Si può quindi affermare che, verso la metà del 1946, i tre principali fattori di variazione della massa monetaria entrarono simultaneamente in azione, e tutti esercitarono inizialmente il loro effetto in senso espansivo: il bilancio dello stato, per lo squilibrio in esso creato dall'aggiungersi, alle altre spese, di quella costituita dalle perdite sulla gestione del grano ammassato; il credito commerciale, per una più intensa domanda di credito, nata dalla incipiente ripresa dell'attività economica e dal risveglio dei mercati di consumo; la bilancia dei pagamenti, per l'incentivo alle esportazioni derivato dalla introduzione: *a*) in gennaio, della quota addizionale (con cui il cambio effettivo di cessione del dollaro veniva portato da 100 a 225, e quelli delle altre valute venivano variati in proporzione); *b*) in aprile, del sistema dei conti valutari, per cui la cessione obbligatoria a 225 veniva limitata ad una metà della valuta, mentre l'altra metà poteva essere negoziata dall'esportatore sul mercato dei cambi, dove il dollaro raggiunse, nel resto dell'anno, quotazioni superiori alle 500 lire.

Delle tre cause di espansione della circolazione, l'utilizzo, da parte delle banche, della liquidità eccedente da esse accumulata negli anni di guerra, appare ad Einaudi come un fatto che deve essere subito; non sembra che egli abbia mai pensato a blocchi dei depositi, in specie di quelli delle banche. Lo turba invece fortemente l'uscita dovuta alla gestione dell'ammasso grano, come quella che una più energica politica di bilancio poteva evitare; ad essa soprattutto dedica l'appassionato capitolo finale della relazione sull'esercizio 1946

(pagg. 222-257). « Urge che il proposito manifestato dal governo di porre fine al prezzo politico del pane e di porvi fine in modo radicale, senza alcuna possibilità di ritorno e senza eccezioni per questa o quella classe sociale, eccezioni le quali ridiverrebbero ben presto la regola, abbia pronta attuazione. *Periculum est in mora*. Urge che al fato, il quale costringe la Banca d'Italia ad emettere ognora nuovi biglietti, sia tolta una delle armi più potenti le quali ci costringono, volenti o nolenti, a malfare » (pag. 237).

5. Ma nei primi nove mesi del successivo anno 1947 l'espansione del credito commerciale, alimentata sempre dai prelevamenti sui depositi delle banche presso l'istituto di emissione, diventava la causa preminente di inflazione.

Esisteva bensì una norma del 1926, che era stata aggiornata nel febbraio 1946, secondo la quale ogni banca avrebbe dovuto mantenere depositata presso l'istituto di emissione, in contanti o in titoli, l'eventuale eccedenza dei depositi da essa raccolti rispetto ad un importo pari a 30 volte il suo capitale. Ma con la guerra e l'inflazione il volume dei depositi in essere presso le banche commerciali si era andato moltiplicando, mentre i loro capitali erano rimasti pressochè fermi, cosicchè l'applicazione rigorosa della norma avrebbe comportato il vincolo, presso l'istituto di emissione, di una parte troppo grande dei depositi raccolti dalle banche. Queste avendo fatto resistenza all'osservanza dell'obbligo, il processo inflazionistico potè svilupparsi, nel corso dei primi nove mesi del 1947, senza incontrare in tale obbligo un limite efficace. La Banca d'Italia sottoponeva al governo, nei primi mesi del 1947, proposte per una disciplina delle riserve che riuscisse applicabile nella situazione che si era maturata. Nelle more del loro esame da parte del governo, si addiveniva, con una decisione adottata dal consiglio dei ministri nel marzo e tradotta in un provvedimento legislativo del luglio, alla costituzione di un Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio non dissimile dal Comitato dei ministri previsto dalla legge bancaria del 1936, e si trasferivano alla Banca d'Italia le funzioni che tale legge assegnava al cessato Ispettorato del credito. Intanto, nel giugno, Einaudi era diventato ministro del bilancio. Il Comitato interministeriale teneva la sua prima riunione il giorno 4 agosto, ed in essa decideva l'introduzione

di un nuovo sistema di riserva obbligatoria, con applicazione dal 30 settembre. La misura della riserva fu determinata in modo che, per le banche prese nel loro complesso, essa comportasse il vincolo di una somma non superiore a quella di cui il sistema bancario ancora disponeva in deposito presso l'istituto di emissione. Una precisazione del nuovo meccanismo adottato e della posizione statistica si può trovare nella relazione della Banca d'Italia per il 1947 (pagg. 152-162) e una illustrazione esauriente dei suoi concetti ispiratori si trova nel discorso di Einaudi alla Costituente del 4 ottobre 1947.

L'introduzione della riserva obbligatoria costituì il risolvete di una situazione speculativa ormai pesante, caratterizzata cioè da una forte accumulazione di scorte, finanziata col credito, e da un livello di prezzi troppo elevato rispetto al livello dei redditi di lavoro, nel senso che il livello dei redditi non era sufficiente ad assorbire, ai prezzi correnti, l'intera produzione corrispondente ai livelli di attività dell'estate 1947. La pesantezza della situazione si era rivelata sul mercato dei valori mobiliari e delle valute, i cui corsi, dopo una spettacolosa ascesa tra il maggio 1946 ed il maggio 1947, crollarono paurosamente già prima dell'introduzione della riserva, cioè tra il maggio ed il settembre.

	Indice dei corsi dei valori azionari (1938 = 100)	Cambio del dollaro esportazione
1946 Maggio	474	364
Dicembre	1.313	568
1947 Maggio	3.023	906
Luglio	2.158	775
Settembre	2.095	667
Dicembre	1.146	575

La liquidità residua delle banche, alla vigilia dell'introduzione del nuovo obbligo di riserva, era ormai ricondotta vicino ai livelli che le banche sogliono liberamente osservare; anche senza quell'obbligo, dunque, la crisi di liquidità sarebbe probabilmente sopravvenuta qualche mese più tardi, sempre che l'istituto di emissione avesse saputo resistere (come resistette allora) alla richiesta di larghi risconti. Ma l'Italia si era tanto impoverita di riserve valutarie nel corso dei

precedenti sviluppi inflazionistici, che anche pochi altri mesi di emigrazione di capitali (questa aveva luogo, principalmente, nella forma del mancato rientro dei ricavi delle esportazioni) e di intensa domanda speculativa di importazioni, potevano provocare il completo esaurimento delle magre riserve residue. È probabile che questa allarmante situazione, che poteva preludere ad una crisi di approvvigionamenti, sia stata esposta da Einaudi, nella sua qualità di governatore per l'Italia del Fondo monetario internazionale, ai suoi colleghi americani, nella riunione che il Fondo tenne a Londra nel settembre.

Nell'agosto-settembre, il movimento di ribasso si estese, seguendo uno schema classico di successione, dal mercato dei valori a quello delle merci. La crisi di stabilizzazione occupò l'ultimo trimestre del 1947 ed il primo semestre del 1948, determinando, nell'indice della produzione industriale, una flessione alquanto superiore a quella stagionale. Nei nove mesi, si ebbe un forte incremento della circolazione e, al tempo stesso, dei depositi a risparmio, per il ritorno della fiducia nella moneta. Della facilità di finanziarsi si valse il Tesoro, il quale allargò le proprie spese e, paradossalmente, ricorse all'istituto di emissione, in questa fase, più largamente di quanto avesse fatto durante la precedente fase di inflazione. Nonostante l'aumento della circolazione e del volume dei depositi, i prezzi ingrosso, tra il settembre 1947 ed il giugno 1948, scesero di un 17 per cento.

I movimenti discendenti della produzione e dei prezzi da un lato e quelli ascendenti della circolazione e dei depositi dall'altro, offrirono ai critici della politica Einaudi qualche apparenza di giustificazione nell'asserire che essa cumulava i danni dell'inflazione e della deflazione. In realtà, l'aumento della circolazione era compensato dalla diminuzione della sua velocità e non assunse proporzioni anormali; infatti, con la ripresa dell'espansione produttiva, a partire dalla metà del 1948, anche la circolazione continuò ad aumentare fuor di ogni influenza di condizioni eccezionali. Le ripercussioni che la crisi di stabilizzazione ebbe sui livelli produttivi non appaiono gravi, in specie ove si considerino la velocità raggiunta dal processo inflazionistico che occorreva fermare, e le tensioni e sproporzioni da esso create: nei rapporti dei prezzi coi redditi; delle scorte accumulate e dell'indebitamento delle aziende rispetto ai normali capitali d'eser-

cizio; degli investimenti in valute e valori mobiliari da parte dei privati e delle aziende, rispetto alla loro capacità di risparmio, e così via. (Una serena ed informata valutazione di tali ripercussioni si trova specialmente in due studi: uno di A. O. HIRSCHMAN, pubblicato nella *American Economic Review* del settembre 1948, e uno di E. S. SIMPSON, pubblicato nella *Review of economic studies*, n. 44).

Anche in tale occasione, nella critica furono concordi le due estreme; quella di sinistra, specialmente, la svolse in funzione elettorale; si avvicinava, infatti, il 18 aprile. Il comunista Scoccimarro scrisse sul giornale *l'Unità* del 14 febbraio: « Considerazioni gravi si devono fare sulla circolazione monetaria. Mai se ne è avuto un aumento così forte come nel periodo dell'attuale governo; l'inflazione è continuata senza interruzione ». All'altro estremo, il monarchico Enzo Selvaggi, sul giornale *Italia Nuova* (13 gennaio 1948) esprimeva il dubbio che la « drastica politica deflazionistica » di Einaudi aprisse « la porta ad una più forte e più rapida inflazione ».

6. Come non arrestarono lo sviluppo della massa monetaria, che anzi si accelerò nei primi mesi dopo il settembre 1947, i provvedimenti di quel mese non arrestarono lo sviluppo del volume del credito, che si muove necessariamente con la prima.

Taluni schemi di ragionamento consueti in Italia, ed usati anche da uomini vicini ad Einaudi, la stessa insistenza di Einaudi sulla importanza del risparmio personale nel finanziamento degli investimenti, possono dare l'impressione che egli condivide l'idea volgare che i depositi precedono gli impieghi; per cui il volume del credito sarebbe limitato da un volume di depositi che si determinerebbe indipendentemente dal primo; e che la sua politica monetaria si sia ispirata ad una idea del genere.

Impressione più errata di questa non potrebbe darsi. È stato Einaudi a raccogliere le lettere di Pennington, l'amico di Ricardo, il quale aveva osservato che i depositi nascono dagli impieghi bancari; per cui, osserva Einaudi (discorso alla Costituente del 24 settembre 1946) « il deposito nato nella maniera normale tradizionale », cioè da un atto di risparmio « rappresenta la minima parte dei depositi ». La parte maggiore è generata dagli « atti di fede » dei banchieri nella loro clientela. « Gli atti di fede si debbono compiere, perchè, se aspettas-

simo la rinascita nazionale soltanto dagli atti di risparmio faticosamente accumulato ... il rifiorimento, la ricostruzione, sarebbero troppo lenti ».

7. Gli effetti della politica del credito sulla bilancia dei pagamenti vennero rafforzati dalla politica valutaria del ministro Merzagora. Con l'istituzione delle importazioni franco-valuta, egli attuò il suo proposito di « fare la guerra coi disertori » (*Corriere della Sera*, 11 gennaio 1948). La stabilizzazione dei prezzi realizzata da Einaudi sollecitava i capitali a rientrare, per lo spiraglio aperto da Merzagora nella muraglia dei controlli valutari.

Le due politiche si integrarono anche in altro senso. Mentre, infatti, con la flessione dei prezzi, la lira si rivalutava sul mercato interno, con l'adozione del nuovo cambio di 575 per il dollaro, avvenuta a fine novembre 1947, essa veniva svalutata rispetto alle monete estere. Il flusso delle esportazioni veniva quindi doppiamente sollecitato; cosicchè nei due anni che seguirono, grazie all'equilibrio monetario interno ed al piano Marshall, l'Italia potè far luogo ad una notevole accumulazione di valuta estera; questa trovò contropartita in un progressivo allargamento della circolazione, che potè realizzarsi a prezzi costanti, grazie all'aumento della produzione.

Prima dell'aumento del cambio del dollaro a 575, l'importatore pagava per tutta la valuta acquistata il cosiddetto « cambio esportazione », cioè il cambio di mercato per quella parte (una metà) della valuta ricavata dalle esportazioni che la disciplina valutaria lasciava alla libera disponibilità dell'esportatore. Questi realizzava 225 lire (350 nell'agosto 1947) sulla metà ceduta all'Ufficio dei cambi ed il cambio esportazione sulla metà negoziata. Un sistema di cambi siffatto metteva in difficoltà le industrie esportatrici di prodotti aventi un largo contenuto di importazioni, ad esempio le esportazioni di manufatti tessili e quelle di navi. Queste industrie, infatti, dovevano pagare tutta la materia importata al cambio esportazione, che poi realizzavano su una metà soltanto della materia incorporata nel prodotto esportato. Per correggere tali sperequazioni, le quote del ricavo valutario lasciate alla libera disponibilità dell'esportatore erano state fissate, per alcune categorie di prodotti, in misura superiore al 50 per cento.

Una siffatta varietà urtava la filosofia economica, e politica, di Einaudi (che troviamo esposta nel suo discorso del 2 dicembre 1947 al congresso del partito liberale). Einaudi vuole che lo stato fissi norme e vincoli di applicazione generale, entro i quali l'azione degli uomini possa svolgersi liberamente. Egli combatte i vincoli che attenuano il metabolismo sociale: le limitazioni alla circolazione dei mezzadri e degli affittuari da un fondo all'altro, che, dirette contro i proprietari, si ritorcono contro i conduttori; le limitazioni alla circolazione delle persone tra campagna e città; quelle e queste rinnovanti la servitù della gleba. Ed osteggia anche i provvedimenti discriminatori, che comportano la valutazione e l'incasellamento dei casi individuali da parte degli organi amministrativi; tale è il controllo qualitativo del credito, che comporta la valutazione della singola operazione da parte della banca centrale; tale il sistema delle licenze d'importazione, al quale preferisce i dazi; tali i sistemi di cambi multipli come quello descritto, che aprono la via a pressioni e favoritismi nella fissazione dei limiti di applicazione dei vari cambi.

Dopo l'elevazione a 575, il cambio applicato alla metà ceduta all'Ufficio dei cambi, pur restando formalmente distinto da quello della quota libera, veniva di fatto unificato con questo; attraverso gli interventi dell'Ufficio dei cambi sul mercato, i due cambi infatti sono poi stati mantenuti sempre uguali (a 575 prima ed a 625 dopo la svalutazione della sterlina).

Einaudi salutò l'innovazione con un articolo sul *Corriere della Sera* (22 febbraio 1948), nel quale la sua insofferenza del regime precedente appare sia dal titolo (Questi fastidiosi cambi) come dal testo, dove si parla di « guazzabuglio », di « imbroglio », di « faccenda sgangherata ».

8. La convinzione che i meccanismi del mercato, e quelli tradizionali e più semplici di intervento dello stato, abbiano in sé la virtù di attuarne i fini e servire nel miglior modo l'interesse generale, appare ugualmente nelle posizioni da lui prese in materia tributaria.

Nel discorso all'Assemblea costituente del 24 settembre 1946, richiamandosi a Ricardo e a De Viti De Marco, sostenne che la differenza tra imposta straordinaria ed imposta ordinaria è puramente tecnica, e che « si possono ottenere i medesimi risultati, quanto a gettito

per lo stato ed a distribuzione fra le diverse classi sociali, sia con l'un sistema che con l'altro ». Il rifiorire dell'entrata doveva attendersi, piuttosto che da provvedimenti straordinari, dal funzionamento della macchina della imposizione ordinaria sul reddito e sui consumi.

Nel discorso del 23 luglio 1947, discutendosi il disegno di legge sull'imposta straordinaria, Einaudi prese posizione contro l'imposta proporzionale sugli enti collettivi considerando la tassazione degli enti collettivi come una duplicazione d'imposta, sia perchè la legge tassava il valore delle azioni e delle carature come parte dei patrimoni individuali, sia perchè, nel sistema italiano di tassazione del reddito, si colpisce l'intero reddito prodotto dagli enti collettivi e non la sola parte distribuita. L'opposizione di Einaudi nulla potè contro il volere della maggioranza.

Maggior fortuna egli ebbe nel far accogliere, nella nuova carta costituzionale dello stato italiano, il principio, sancito dall'articolo 81, che con la legge di approvazione del bilancio non si possono stabilire nuovi tributi e nuove spese, e che ogni altra legge la quale importi nuove o maggiori spese deve indicare i mezzi per farvi fronte.

OSSERVAZIONI INTORNO ALLA POLITICA MONETARIA DELLA GERMANIA E DELL'ITALIA (*)

1. *Le situazioni di partenza.*

L'eccesso di liquidità che, come altrove, si era formato in Italia durante la guerra, venne smaltito nel corso dei quattro anni di inflazione aperta compresi tra l'armistizio (settembre 1943) e l'introduzione delle riserve obbligatorie per le banche commerciali (settembre 1947); queste ultime vennero calcolate in modo da assorbire il supero residuo di liquidità costituito dai depositi delle banche presso l'istituto di emissione. Secondo la condizione caratteristica delle fasi finali dei processi inflazionistici, la massa monetaria (1) a questa data era nettamente insufficiente a sostenere, in una situazione stabilizzata, il livello raggiunto dai redditi ricorrenti e questo a sua volta aveva perduto il contatto col livello dei prezzi, sostenuto dall'accumulazione di scorte

(*) Pubblicato in versione tedesca nella raccolta di saggi curata da A. HUNOLD, *Wirtschaft ohne Wunder*, Eugen Rentsch Verlag, Zurigo, 1953. Alcuni errori di traduzione rilevati nel testo tedesco sono stati corretti, e qualche frase tagliata dal traduttore è stata ripristinata.

(1) Il termine massa monetaria (*money supply*) è usato in questo scritto nel senso che ad esso attribuisce il Fondo monetario internazionale, il quale vi comprende la circolazione di biglietti e monete metalliche (*currency*) ed i depositi a vista del settore privato (*deposit money*); cioè gli elementi di quella che viene talora anche designata *active money supply*. Le relazioni annuali ed il bollettino mensile della Bank Deutscher Laender comprendono nella massa monetaria (Geldvolumen) anche i depositi a termine dell'economia e dei privati ed i depositi di enti pubblici; tra questi, i fondi di contropartita (Gegenwertmittel); nel bollettino mensile, però, sono presentate distintamente le due componenti « Bargeld » e « Sichteinlagen von Wirtschaft und Privaten ». Nell'accezione più larga dei documenti germanici, l'accumulo o l'erogazione dei fondi di contropartita danno luogo a semplici modificazioni nella composizione della massa monetaria; essi danno invece luogo a contrazione ed espansione della massa monetaria secondo la più ristretta accezione adottata in questo scritto.

e dalla fuga di capitali. Quando la crisi dei prezzi si produsse, le autorità monetarie si trovarono a dover soddisfare una domanda addizionale e non inflazionistica di moneta, nascente in modo più immediato dal normalizzarsi della velocità di circolazione e sostenuta, nel fondo, dal processo di espansione produttiva in atto; ma al tempo stesso esse poterono per la prima volta compiere, circa il modo e la misura di alimentazione della massa monetaria, delle scelte relativamente svincolate da condizioni precostituite ed atte nel loro complesso a definire una politica monetaria.

Non altrettanto può dirsi delle autorità germaniche dopo la riforma del giugno 1948.

Mentre una situazione di inflazione aperta come quella italiana porta normalmente ad un processo di stabilizzazione caratterizzato da un movimento convergente dei prezzi, al ribasso, e delle quantità monetarie, al rialzo, la riforma germanica mirava a porre fine ad una situazione di inflazione repressa, mantenendo fermo il livello dei redditi ricorrenti; ciò comportava di necessità un processo di adattamento verso l'alto del livello dei prezzi controllati a quello dei redditi. Poichè questo processo in parte seguì anzichè precedere l'introduzione della riforma, il brusco mutamento nella *liquidity preference* che amplifica l'iniziale inversione nel movimento dei prezzi non si produsse. A ciò contribuì indubbiamente l'altra circostanza che in Germania la domanda arretrata di beni d'investimento e di consumo era maggiore che in Italia, dove, spezzate od allentate, dopo l'armistizio, le maglie dei controlli economici, la popolazione aveva potuto, nel corso della lunga inflazione aperta, soddisfare, nel rapporto ai mezzi di cui disponeva, i propri bisogni secondo le scelte di mercato, ed in misura che, rispetto ai livelli d'anteguerra, era meno ridotta in Italia che in Germania. Nell'estate del 1947 l'indice della produzione industriale era infatti già ritornato, in Italia, sui livelli del 1938, mentre in Germania, nel giugno 1948, esso si aggirava ancora sulla metà del livello prebellico. La stabilizzazione aveva perciò offerto, in Italia, una condizione conveniente al soddisfacimento di un bisogno di liquidità non compresso dal peso di una forte domanda arretrata di beni.

Queste diversità nelle posizioni iniziali meritavano di essere ricordate perchè non sono estranee al diverso decorso iniziale delle due esperienze, anche se in linea principale la ripresa inflazionistica avutasi

in Germania nella seconda metà del 1948 debba porsi in relazione alla impossibilità, per le autorità monetarie germaniche, di regolare la creazione di moneta che derivava dall'applicazione delle norme della legge di riforma, e che costituì, nella seconda metà del 1948, il principale fattore di alimentazione della massa monetaria. Sotto questo rispetto, la situazione germanica si avvicinò soltanto sul finire del 1948, quando il grosso della creazione legislativa di moneta si fu compiuto, a quella che era la situazione italiana al settembre 1947, nel senso che solo allora si rese possibile una politica monetaria attiva, e che solo allora la sua azione fu favorita dalla discrepanza insorta dopo la stabilizzazione tra il valore della produzione, accresciuto dal movimento ascendente dei prezzi e dalla forte ripresa dell'attività industriale, e la capacità di acquisto nascente da un livello salariale rimasto relativamente stabile. In questa nuova condizione la ripresa inflazionistica dei mesi precedenti poté essere spenta e l'onda discendente dei prezzi internazionali trascinò anche la Germania.

2. *Dalle stabilizzazioni all'estate del 1950.*

Italia. — È caratteristico di entrambe le esperienze che l'espansione del credito e della circolazione continuò anche nel vivo della fase di stabilizzazione. Tra il settembre 1947 ed il marzo 1948 la circolazione dei biglietti aumentò in Italia al tasso geometrico mensile del 3,6 per cento, esattamente uguale a quello del periodo di massimo sviluppo inflazionistico compreso tra il giugno 1946 e il settembre 1947. Anche i depositi in conto corrente continuarono a crescere, al tasso del 5,3 per cento (contro il 4,8 per cento nei 15 mesi anzidetti). Ciò non impedì l'inversione nel movimento dei prezzi ingrosso, che nei sei mesi scesero al tasso mensile del 3,2 per cento, mentre erano saliti al tasso del 6 per cento nei 15 mesi precedenti.

Di tal che, la semplice ispezione dei grafici delle quantità monetarie e del volume del credito non consente di individuare la fase di stabilizzazione; questa si caratterizzò, piuttosto che per un rallentamento nel ritmo di espansione della massa monetaria, per una variazione nella importanza relativa delle varie fonti di alimentazione.

Questo dato di superficie, immediatamente apprezzabile, della continuità dello sviluppo ininterrotto della circolazione e del credito,

ha costituito in Italia un argomento efficace per la difesa della politica monetaria perseguita dalle accuse di deflazionismo; ed anche nei documenti ufficiali germanici si trova sottolineato come nel periodo stesso del contingentamento del credito — ottobre 1948 - marzo 1949 — il volume di questo abbia continuato a crescere. Al lume di tali dichiarazioni, acquista evidenza la maggiore difficoltà politica della eliminazione del potenziale inflazionistico nei paesi in cui, per la permanenza di un eccesso di liquidità, ciò comporti una contrazione *assoluta* nel volume del credito e della circolazione.

Nella fase inflazionistica, la circolazione dei biglietti era stata alimentata in proporzioni importanti: *a)* dall'utilizzo dei depositi detenuti dalle banche commerciali presso la Banca d'Italia; *b)* dal ricorso del Tesoro alla banca centrale; in apparenza anche *c)* dalla espansione del credito della banca centrale a favore delle banche commerciali e degli istituti speciali di credito agrario. Questo maggior credito era però dovuto quasi esclusivamente al finanziamento degli ammassi del grano, e non veniva riassorbito all'atto della vendita del grano perchè i prezzi ai quali gli enti ammassatori effettuavano le cessioni ai mulini erano inferiori a quelli che essi avevano pagati agli agricoltori. La differenza costituiva un sussidio al consumo a carico del bilancio dello stato. Il credito della banca centrale per risconto di cambiali di ammasso, nella parte che non veniva riassorbita nel corso della campagna agraria, costituiva dunque in sostanza un credito indiretto verso il Tesoro per quote di integrazione del prezzo di cessione del grano da esso dovute. Così essendo, le ragioni di espansione della circolazione fiduciaria durante il ciclo inflazionistico possono ridursi alle prime due.

Anche nella fase di stabilizzazione, il credito alle banche commerciali ha giocato una parte del tutto secondaria nell'espansione della circolazione dei biglietti. Paradossalmente, il finanziamento del disavanzo del bilancio statale ha acquistato in questa fase importanza maggiore di prima. Mentre tra il marzo 1946 ed il settembre del 1947 il credito netto della banca centrale verso il Tesoro è aumentato in misura corrispondente al 60 per cento dell'aumento della circolazione dei biglietti (cioè di 168 miliardi, in essi compresi il finanziamento dell'ammasso grano, su 284) nei sei mesi dal settembre 1947 al marzo 1948 l'aumento del credito verso il Tesoro si è avvicinato in cifra

assoluta a quello dei 18 mesi precedenti ed ha superato anche l'intero aumento della massa dei biglietti in circolazione (149 miliardi contro 130 miliardi) (2).

L'accentuato ricorso del Tesoro alla banca centrale non fu dovuto ad un minore gettito dell'entrata fiscale o delle varie forme del debito fluttuante (risparmio postale, collocamento di buoni del Tesoro presso le banche commerciali, le istituzioni di investimento e il pubblico) bensì ad un'espansione dei pagamenti, consentita dal ritorno degli operatori e del pubblico alla fiducia nella moneta, ed alla quale offriva facile occasione, nel bilancio statale, la massa degli impegni di spesa insoddisfatti.

L'urgenza e l'ampiezza dei bisogni dello stato consentivano (e consigliavano) alla banca centrale di continuare a mantenere chiuso, anche nella fase di stabilizzazione, il canale del credito alle banche commerciali. Si affermava così il principio, successivamente consolidato, che le banche debbano far fronte all'obbligo della costituzione delle riserve senza indebitarsi verso la banca centrale, fuorchè per necessità stagionali.

Un'altra fondamentale considerazione consigliava questo atteggiamento. Le riserve valutarie, quasi esaurite durante la guerra, dopo essersi un poco rafforzate durante il 1946, grazie ai primi aiuti alleati, si erano ridotte allo stremo nei primi nove mesi del 1947. Lo sviluppo inflazionistico di questi mesi era andato bruciando le riserve di liquidità dell'economia; per questo aspetto, esso avrebbe anche potuto esaurirsi da solo qualche mese più tardi, sia pure con una scossa più grave. Ma le riserve valutarie si erano andate esaurendo con ritmo anche più rapido delle riserve interne di liquidità, circostanza che di per sè imponeva di arrestare per tempo il movimento con un intervento dall'alto, come si fece. Restava da promuoverne la ricostituzione.

Quasi simultaneamente a quella di introdurre le riserve obbliga-

(2) Per apprezzare queste cifre occorre tener conto che la lira nel periodo d'inflazione valeva in media di più che nella fase di stabilizzazione; tuttavia, il grosso del deprezzamento monetario si era già compiuto prima, durante la duplice occupazione seguita all'armistizio; al marzo 1946, il livello dei prezzi era già di 25 volte circa quello d'anteguerra; nei 18 mesi successivi, esso si è ulteriormente raddoppiato, cosicchè la stabilizzazione della lira si è compiuta ad un cinquantesimo del valore pre-bellico.

torie per le banche commerciali, maturò la determinazione di adottare un nuovo regime di cambi, che comportava una sensibile svalutazione. Cosicché, mentre la lira si andava rivalutando in termini di merci, con la flessione dei prezzi iniziata nel settembre, essa veniva svalutata in termini di cambio. Questo movimento incrociato favoriva un miglioramento nella bilancia dei pagamenti; la sua influenza sulla situazione valutaria veniva inizialmente rafforzata dal rientro di capitali connesso alla crisi di liquidità; come effetto combinato, si manifestò subito un'eccedenza nelle acquisizioni sulle erogazioni di valuta estera, che apriva un secondo canale di alimentazione della massa monetaria. Mantenendo chiusi altri possibili canali, il soddisfacimento del bisogno di liquidità del mercato veniva fatto strumento della ricostituzione delle riserve.

Nel periodo compreso tra l'inizio del 1948 e la guerra di Corea, questo secondo canale di alimentazione della massa monetaria ha acquistato importanza prevalente. Mentre, infatti, il credito della banca centrale alle banche commerciali ha continuato a tenersi entro limiti ristretti, il Tesoro ha potuto finanziare un volume sempre crescente di spese col miglioramento delle entrate fiscali e, per la parte scoperta (dell'ordine di grandezza di un terzo della spesa complessiva) coll'apporto del risparmio privato (in forte ripresa dopo la stabilizzazione), delle banche commerciali e dei fondi di contropartita.

L'espansione dei crediti della banca centrale, soprattutto *a*) verso il Tesoro prima, *b*) verso l'Ufficio dei cambi poi, trovò in questo periodo contropartita al passivo nell'espansione *c*) della circolazione dei biglietti, *d*) dei fondi ERP ed *e*) dei depositi (liberi od obbligatori) delle banche commerciali, i quali costituiscono la base di un'espansione nel volume dei crediti e dei depositi di tali banche anche più rapida di quella della circolazione dei biglietti (3).

L'unità del periodo considerato (autunno 1947 - estate 1950) è palesata dal fatto che per tutto il suo corso ognuno dei cinque fattori

(3) In Italia, i commentatori usualmente configurano la circolazione come risultante delle altre variabili; in Germania è più seguito lo schema consueto ai paesi anglosassoni, nel quale le variazioni nella liquidità delle banche commerciali sono assunte come dato ultimo e le variazioni della circolazione tra le sue determinanti.

distinti ha agito nel medesimo senso in cui operò all'inizio, salvo che per le operazioni col Tesoro, la cui influenza mutò segno già nella prima metà del 1950.

Anche l'intensità della loro azione lungo il periodo è rimasta costante o si è mossa secondo andamenti semplici.

Per la circolazione, sotto il movimento stagionale (nel quale tende ad accentuarsi la punta di dicembre) si ritrova una linea di sviluppo rigorosamente lineare (4).

Il credito verso l'Ufficio dei cambi ha segnato oscillazioni piuttosto ampie, intorno ad un *trend* uniformemente ascendente, in connessione con le variazioni del cambio tra la lira e la sterlina. Nel novembre 1948, l'accettazione, da parte dell'Italia, della *cross rate* di 4,03 dollari per la sterlina (la quale prima era lasciata in quotazione al mercato e segnava un forte sconto), accentuò le acquisizioni nette di sterline, fino alla svalutazione del settembre 1949, e con una punta alla vigilia di questa, che fu seguita da un'eccedenza di cessioni subito dopo.

L'accumulo dei fondi ERP ha proceduto con ritmo accelerato fino alla metà del 1949, quando si ebbero i primi utilizzi importanti che, proseguendo, rallentarono gradualmente l'accumulazione dei dodici mesi successivi.

L'accumulo delle riserve bancarie ha obbedito ad una legge di progressione lineare sino ai primi del 1950, quando le banche hanno spostato una parte delle riserve dalla forma del deposito di contante presso la Banca d'Italia all'investimento diretto in buoni del Tesoro. Questo spostamento ha accentuato il miglioramento della posizione debitoria del Tesoro verso la Banca d'Italia. Se si elimina l'effetto di questo accidente tecnico, dipendente dalla facoltà lasciata alle banche di scegliere tra due forme di costituzione della riserva la cui remunerazione non è identica nè è rimasta sempre esattamente nello stesso rapporto, ed il cui grado di liquidità è anche diverso, si ristabilisce per le riserve un andamento linearmente ascendente.

Per il Tesoro, il debito è progredito secondo incrementi decrescenti, sino alla fine del 1949.

(4) Si vedano il grafico della circolazione e le osservazioni alla nota 6 sulle curve interpolatrici degli impieghi bancari, dei depositi a vista e della circolazione nel periodo dal novembre 1948 al novembre 1952.

Germania. — L'esperienza germanica del periodo dalla riforma all'estate del 1950 presenta un marcato contrasto con quella italiana: a) per la diversa importanza dei fattori di variazione della massa monetaria e della base del credito; b) per il senso alterno in cui, nel corso del periodo, ha giocato ciascuno dei fattori principali.

a) L'espansione del credito diretto della banca centrale all'economia, attraverso il finanziamento delle banche commerciali, fattore pressochè inoperante in Italia, ha costituito il principale strumento di creazione di moneta. Per contro, scarso rilievo ha avuto l'indebitamento degli enti pubblici, per la condizione fin dall'inizio equilibrata del bilancio della Federazione e dei Laender, che contrasta singolarmente con la posizione italiana in questo settore.

b) I temporanei scostamenti, ora in un senso ora nell'altro, da siffatta situazione di equilibrio, hanno conferito alle operazioni con gli enti pubblici una influenza di senso alterno; simile a quella che hanno esercitato le riserve bancarie, le operazioni connesse col commercio estero, l'accumulazione e l'erogazione dei fondi di contropartita. Brevemente:

— Il contingentamento del credito attuato nell'ottobre 1948 e l'inversione della congiuntura prodottasi sul finire dell'anno contenevano, nel primo semestre 1949, l'indebitamento delle banche commerciali verso il sistema delle banche centrali entro i limiti iniziali. La depressione della domanda interna consentiva di realizzare, a partire dall'ottobre 1948, un'eccedenza delle esportazioni sulle importazioni pagate che si protraeva nei primi mesi del 1949 cosicchè nell'intero primo semestre i rapporti con l'estero determinavano un considerevole effetto espansivo che, unito a quello dell'aumento dei crediti verso lo stato (*Ausgleichforderungen*) per la residua creazione legislativa di moneta, restituiva liquidità al mercato consentendo un sensibile sviluppo dei crediti delle banche commerciali, al quale si accompagnava un moderato sviluppo della circolazione dei biglietti. L'ordine di grandezza delle variazioni di ciascuna delle partite menzionate, nel bilancio consolidato del sistema delle banche centrali, non superava in questo semestre il mezzo miliardo di marchi.

— Lo stato soddisfacente della bilancia dei pagamenti (5), la fles-

(5) La bilancia dei pagamenti è intesa sempre, in questo scritto, come

sione dei prezzi, l'aumento della disoccupazione, inducevano tra la primavera e l'autunno 1949 le autorità monetarie a disserrare il credito con vari provvedimenti: revoca del « contingentamento », riduzione delle riserve bancarie e del tasso di sconto, assunzione da parte della banca centrale di impegni di finanziamento di crediti a lunga scadenza per le esportazioni e gli investimenti. La disposizione ad una più facile politica di credito da parte delle autorità si manifestava, però, fuori dei programmi e delle previsioni, nel finanziamento delle importazioni. Nell'autunno 1949, infatti, la Germania adottava prontamente le liberalizzazioni, che nella loro prima fase interessarono principalmente le materie prime ed i prodotti alimentari, solo più tardi allargandosi ai manufatti; cosicchè, in quella fase, le importazioni germaniche ne trassero maggior impulso delle esportazioni, a ciò concorrendo, dal lato delle importazioni, la domanda insoddisfatta di prodotti stranieri, specialmente alta in Germania e, da quello delle esportazioni, la larga parte che vi hanno i beni capitali, per i quali è maggiore l'intervallo di tempo tra l'ordinazione e l'esportazione. Sotto l'influenza di questi fattori e della svalutazione relativa delle monete dell'area della sterlina rispetto al marco, le importazioni germaniche si gonfiavano negli ultimi mesi dell'anno, in ispecie dalle provenienze OECE, tanto che nel secondo semestre 1949 preso nel suo insieme si aveva sui conti della banca centrale relativi al commercio estero un afflusso di moneta nazionale pari a circa due miliardi di marchi, contro un equivalente utilizzo delle già magre riserve valutarie e dei margini di finanziamento previsti negli accordi bilaterali (che in alcuni casi vennero anche, di fatto, superati). Il sistema delle banche centrali neutralizzò l'effetto deflazionistico dell'avverso sviluppo della bilancia dei pagamenti (insieme con quello minore che esercitarono, in questa fase, le eccedenze di entrate nelle gestioni dello stato e delle assicurazioni sociali) espandendo i propri crediti alle banche commerciali da poco più di un miliardo a metà anno ad oltre tre miliardi e mezzo sul finire dell'anno. In definitiva la cessione netta di due miliardi di valuta estera fu fatta a credito: dalla banca

saldo degli scambi a titolo oneroso, ai quali si commisurano le variazioni delle riserve valutarie. Anche l'effetto del commercio estero sulle variazioni della massa monetaria è riferito agli scambi a titolo oneroso; i fondi di contropartita sono considerati come un fattore autonomo di variazione.

centrale alle banche commerciali e da queste agli importatori. Per l'eccedenza, il credito della banca centrale fornì la base ad una espansione della massa monetaria uguale all'incirca a quella del primo semestre (circa due miliardi) e per una corrispondente espansione dei crediti commerciali diretti a scopi diversi dal finanziamento delle importazioni.

La compensazione tra l'eccedenza dei pagamenti per importazioni e l'espansione del credito della banca centrale si è verificata anche nel primo trimestre del 1950, intorno ad un importo di minore entità (3-400 milioni di marchi). Gli altri fattori di variazione della circolazione dei biglietti (l'avanzo di bilancio, l'utilizzo dei fondi di contropartita ed altri minori), hanno agito per un importo dello stesso ordine di grandezza, compensandosi, cosicchè essa è rimasta ferma tra il dicembre 1949 ed il marzo 1950.

L'equilibrio monetario realizzato nel trimestre contiene però alcuni singolari elementi nuovi.

La consistenza dei depositi a vista si è, per la prima volta, ridotta, a vantaggio di quella dei depositi a termine ed a risparmio. La formazione di fondi a lunga scadenza (*Geldkapitalbildung*), in precedenza sempre inferiore all'espansione dei crediti a medio e a lungo termine, l'ha superata, cosicchè una parte dei fondi a lunga scadenza è rimasta disponibile per crediti a breve termine. In definitiva, come appare dal confronto fra i tre grafici, nel primo trimestre 1950 ha potuto verificarsi una creazione di credito a breve termine senza creazione di denaro, i maggiori crediti essendo stati finanziati con la cessione di valuta estera e con fondi a lunga scadenza.

Questi elementi caratterizzano una situazione che, per rapporto al recente passato, può definirsi di domanda interna torpida, bassa velocità di circolazione ed elevata propensione al risparmio.

I dati della situazione e le dichiarazioni rese dalle autorità monetarie germaniche indicano che esse, poste di fronte in questa fase alle esigenze contrastanti di una situazione di fiacchezza del mercato interno e di tensione della bilancia dei pagamenti, hanno considerato quest'ultima una manifestazione transitoria del processo di adattamento del mercato interno all'apertura delle frontiere economiche, e fatto conto sull'azione riequilibratrice della flessione relativa dei prezzi interni rispetto ai prezzi internazionali, promossa (anche in assenza

di una pressione deflazionistica dal lato delle quantità monetarie) dall'aumento dell'offerta, per le maggiori importazioni e l'espansione produttiva.

La situazione migliorò infatti nei mesi primaverili. Mentre le importazioni si mantenevano dal gennaio su livelli nettamenti inferiori a quelli della seconda metà del 1949, le esportazioni, stimolate dalla congiuntura interna, trovarono più ampio sbocco sia nei paesi europei, per effetto delle liberalizzazioni, in via di estensione, sia negli Stati Uniti, in fase di ripresa, e nell'America latina, dove l'opera di ricostituzione dei rapporti commerciali d'anteguerra veniva a frutto.

È rivelatore dell'importanza assegnata dalle autorità germaniche allo stato della congiuntura interna, che, prima ancora del miglioramento della situazione valutaria, la banca centrale si sia indotta (nel febbraio 1950) ad assumere impegni di finanziamento per due miliardi, erogabili a favore di un programma di creazione di lavoro, della costruzione di abitazioni e delle attività di esportazione.

Nel trimestre aprile-giugno, vi è stata una considerevole acquisizione netta di valuta da parte della banca centrale; anche la gestione dei bilanci pubblici ha esercitato per la prima volta un'azione espansiva importante, attraverso la concessione, da parte del sistema delle banche centrali, di anticipazioni per circa 800 milioni alla Federazione, ai Laender ed alle ferrovie federali. Lo stato di disavanzo nella gestione delle finanze pubbliche si è protratto dall'aprile all'agosto; l'apporto di liquidità che esso ha fornito al mercato ha consentito alle banche commerciali di ridurre alquanto, in tale periodo, il loro debito verso il sistema delle banche centrali. Permaneva tuttavia la situazione costituitasi a partire dalla metà del 1949, di un debito complessivo (all'agosto 1950, oltre tre miliardi) largamente eccedente l'importo dei depositi vincolati a riserva obbligatoria (alla stessa data, 1,2 miliardi).

La diversità delle vie seguite dai due paesi nella creazione di moneta, durante il periodo che volse al termine col 25 giugno 1950, appare dal confronto con le analoghe cifre italiane. Alla stessa data dell'agosto 1950, infatti, le banche italiane soggette all'obbligo della riserva obbligatoria avevano investito a tal fine 140 miliardi in titoli di stato e costituito 240 miliardi di depositi presso l'istituto di emissione, verso il quale si erano indebitate per 80 miliardi soltanto.

3. *Dalla estate del 1950 al principio del 1952.*

Nei diciotto mesi successivi (ossia dal luglio-agosto 1950 al gennaio-febbraio 1952), l'evoluzione dei due paesi è stata meno dissimile, sia nei rispetti dell'azione delle singole componenti dell'equilibrio monetario che dei loro risultati ultimi sul volume della moneta e del credito. In prima approssimazione, si può dire che in questo periodo i due paesi abbiano formato un gruppo, cui si è contrapposto, nel gioco delle reciproche influenze che attraverso i rapporti di scambio ciascun paese esercita sugli altri, un altro gruppo formato da Francia e Inghilterra. L'analogia di andamento si rispecchia, nel grafico, nella frequenza con cui, in questo periodo, agli scostamenti dal *trend* delle curve italiane dei depositi a vista e degli impieghi delle banche si accompagnano scostamenti di ugual senso (e di maggiore ampiezza) nelle curve tedesche.

Tra il luglio-agosto 1950 ed il marzo-aprile 1951, i medesimi fattori (l'intensificazione delle importazioni; il peggioramento delle ragioni di scambio; la modificazione dei termini di pagamento; in particolare, nell'autunno, l'anticipo nei pagamenti ed il ritardo negli incassi in sterline, determinato dalle voci di rivalutazione della moneta inglese) hanno operato in entrambi i paesi il rovesciamento del precedente rapporto tra entrate ed erogazioni di valuta. L'erogazione netta è durata in Italia dal luglio 1950 all'aprile 1951 ed ha comportato il riflusso alla banca centrale di 90 miliardi circa di valuta nazionale (pari a 600 milioni di marchi); in Germania, essa ebbe luogo tra il luglio 1950 ed il febbraio 1951, comportando il riflusso alla banca centrale di circa 1,3 miliardi di marchi.

Lo sviluppo del volume dei mezzi di pagamento e del credito (rappresentato nei tre grafici) durante questo periodo non risente, nel caso dell'Italia, dell'effetto deflazionistico di tale riflusso.

Si deve anzitutto osservare che il rientro di lire, in corrispondenza alla erogazione di valuta, è stato limitato in via diretta dalla cessione a credito, da parte dell'organo di controllo dei cambi, di notevoli importi di sterline (equivalenti, nei nove mesi luglio 1950-marzo 1951, a circa 30 miliardi di lire).

Ogni traccia del riflusso residuo di 90 miliardi è stata eliminata

dall'azione degli altri fattori compensativi messi in atto: *a)* dalle banche commerciali; *b)* dalla banca centrale; *c)* dal Tesoro.

a) Tra il settembre 1947 e l'agosto 1950, sulla base di un aumento dei depositi da 950 a 2.080 miliardi di lire, le banche italiane avevano potuto portare da 160 a 380 miliardi l'investimento in buoni del Tesoro ed altri titoli di stato non vincolati a riserva obbligatoria e tenuti in parte in portafoglio, in parte depositati presso la Banca d'Italia quale copertura dei conti di anticipazione con essa intrattenuti. Della consistenza all'agosto 1950, circa 180 miliardi erano in libera disponibilità delle banche; gli altri 200 erano depositati presso la Banca d'Italia a copertura delle anticipazioni in conto corrente da questa concesse, le quali però ammontavano ad appena 50 miliardi. Tra l'agosto 1950 e l'aprile 1951 le banche hanno realizzato 14 miliardi di titoli in portafoglio, ne hanno passato 40 miliardi ai conti delle anticipazioni presso la Banca d'Italia ed hanno attinto a queste anticipazioni per 41 miliardi addizionali.

b₁) Altri 28 miliardi sono stati erogati dalla banca centrale sul risconto ordinario (al tempo stesso, è mancato il rientro stagionale sul risconto ammassi, la cui consistenza all'aprile 1951 poco si discostava da quella dell'agosto 1950).

b₂) La Banca d'Italia investe in buoni del Tesoro una parte variabile, secondo criteri di politica monetaria, dei depositi delle banche commerciali costituiti presso di essa come riserva obbligatoria. Essa ha lasciato cadere il margine non investito da 100 miliardi alla fine dell'agosto 1950 a 70 miliardi alla fine dell'aprile 1951 (e 60 alla fine del maggio).

c₁) Fino al giugno 1950, il ritmo degli utilizzi del fondo di contropartita si era mantenuto inferiore a quello degli incassi; a tale data, l'utilizzo complessivo era di 155 miliardi e la giacenza di 260 miliardi. A partire dalla metà del 1950, gli utilizzi hanno preso proporzioni massicce; alla fine del marzo 1951, essi erano saliti a 388 miliardi e la giacenza si era ridotta a 101 miliardi. L'effetto espansivo nei 9 mesi è stato dunque di circa 160 miliardi.

L'effetto espansivo dei fattori enunciati è stato neutralizzato in parte attraverso:

c₂) la riduzione del debito del Tesoro verso la banca centrale,

che è caduto da 805 miliardi nel giugno a circa 700 miliardi nella primavera del 1951.

Detraendo ancora la liquidità assorbita nell'alimentazione della riserva bancaria obbligatoria, si ritrova anche in questo tormentato periodo l'effetto espansivo netto necessario e sufficiente ad alimentare la circolazione dei biglietti secondo la ragione aritmetica di sviluppo (di circa 8 miliardi al mese, pari all'1 per cento della consistenza di partenza) cui essa ha obbedito dal settembre 1947 in poi.

Il volume del credito è invece aumentato con ritmo più celere del consueto, e per un importo superiore a quello della formazione di depositi (a vista ed a termine). L'eccedenza è stata finanziata dalle banche col realizzo di titoli di stato e, per la parte trasformata sia in cessione netta di valuta estera da parte degli organi ufficiali sia in aumento della circolazione dei biglietti, attingendo alle disponibilità liquide ed al credito della banca centrale.

In contrasto con la regolarità di sviluppo delle curve italiane, quelle germaniche hanno subito in questo periodo più sensibili deviazioni dalle tendenze di fondo. Lo sviluppo della circolazione di biglietti e monete ha segnato una sosta tra il giugno 1950 ed il giugno 1951; la creazione di moneta bancaria si è intensificata nel secondo semestre 1950 ed è cessata nel primo semestre 1951; i prestiti a breve termine delle banche commerciali, dopo un'eccezionale espansione tra il giugno 1950 ed il febbraio 1951 (3 miliardi di marchi, pari al 30 per cento della consistenza al giugno 1950), hanno segnato una contrazione di 1 miliardo di marchi tra il febbraio ed il maggio 1951.

La sosta nello sviluppo della circolazione dei biglietti ha trovato origine nell'accresciuta velocità di circolazione, testimoniata dall'andamento dei rapporti alla circolazione del fondo salari, delle somme compensate nelle stanze, delle vendite al minuto; rapporti il cui valore in questo periodo ha segnato in Germania un netto aumento. Gli analoghi rapporti, istituiti sui dati italiani, segnano aumenti assai meno pronunciati. La ragione della maggiore stabilità di sviluppo della curva italiana della circolazione dei biglietti deve perciò ravvisarsi in una minore vivacità delle reazioni dei consumatori al mutare della congiuntura. Ciò trova conferma nella maggiore stabilità dell'andamento del risparmio monetario in Italia, documentato dalla ta-

vola di pag. 222, dalla quale appare che, in Germania, nel primo trimestre 1951, il risparmio bancario scese a valori negativi (Entsparing).

Lo sviluppo dei depositi a vista nella seconda metà del 1950 è da porre in relazione al ricorso che i consumatori-risparmiatori hanno fatto in questo periodo alle loro disponibilità liquide (biglietti, depositi a risparmio) per acquisti, gonfiando le disponibilità delle aziende mantenute sui depositi a vista; in questo medesimo senso ha agito la espansione dei crediti bancari. La sosta nello sviluppo dei depositi a vista seguita nella prima metà del 1951 manifesta la tensione nella situazione finanziaria delle imprese derivante dalla intervenuta accumulazione di scorte e dalla restrizione del credito, che si esprime nell'andamento discendente dei prestiti a breve scadenza delle banche commerciali. Fatta uguale a 100 la consistenza al giugno 1950, questi avevano toccato un indice 128 al febbraio 1951; sono discesi a 119 nell'aprile-maggio. (In Italia l'ascesa fu dapprima meno accentuata, toccandosi un indice di 118 in febbraio, ma proseguì, lentamente e senza interruzione, fino al giugno).

La restrizione del volume complessivo del credito messa in atto in Germania dopo il febbraio 1951 era stata preceduta da un periodo di cinque mesi (dall'ottobre al febbraio) durante il quale si era avuta una marcata eccedenza (finanziata, essenzialmente, con la erogazione netta di valuta estera) dell'espansione del volume del credito a breve termine (1,9 miliardi di DM) rispetto alla variazione della massa monetaria, ridottasi di 150 milioni di DM. In Italia si ebbe nello stesso periodo un divario di ugual senso ma di ampiezza minore: 180 miliardi di espansione dei crediti a breve termine, contro 105 miliardi di espansione della massa monetaria; nella equivalenza in DM, 1,2 miliardi contro 0,7.

Mentre in Italia la tensione della bilancia dei pagamenti (e la tensione nella situazione del credito che ne derivò nel secondo trimestre del 1951) poté essere superata senza strappi, cioè senza interrompere lo sviluppo del credito interno e senza revocare le liberalizzazioni, la crisi in entrambi i settori non poté essere evitata in Germania, dove *a*) si era effettuata un'espansione del credito più rilevante, *b*) disponendo di riserve valutarie minori (6).

(6) La maggiore continuità dello sviluppo della massa monetaria e dei

a) L'espansione del credito, in Germania, obbedì in parte a fattori che sfuggivano al dominio della banca centrale.

Si è già fatto cenno all'aumento della spesa dei consumatori, alimentato dal ricorso alle riserve liquide.

Gli impegni di prefinanziamento che la banca centrale aveva assunto nell'agosto 1949 e nel febbraio 1950 non avevano dato luogo, avanti il giugno 1950, ad importanti erogazioni effettive, sia per la lentezza di avviamento dei programmi, sia per la buona situazione di liquidità delle banche nel secondo trimestre dell'anno. Essi furono messi a profitto nella seconda metà dell'anno, quando una più importante massa di iniziative arrivò alla fase esecutiva e quando il ricorso alla banca centrale venne sollecitato dalla tesa situazione di liquidità.

crediti bancari in Italia si è manifestata in special modo nella minore ampiezza che in Italia ha avuto il movimento di espansione e poi di contrazione succeduto allo scoppio delle ostilità in Corea.

Per l'insieme del periodo novembre 1948-novembre 1952, l'interpolazione di semplici rette realizza, sui dati italiani, un'aderenza maggiore di quella che si ottiene sui dati germanici con parabola di 2° grado, come appare dalla seguente tabellina:

SCOSTAMENTI MEDI PERCENTUALI DEI DATI D'OSSERVAZIONE
DAI VALORI INTERPOLATI COI MINIMI QUADRATI

	Impieghi		Depositi		Circolazione	
	Retta	Parabola	Retta	Parabola	Retta	Parabola
Italia	2,00	1,88	3,33	2,03	1,52	1,19
Germania	6,39	3,71	4,00	3,90	2,60	2,50

I dati di osservazione non sono stati depurati delle variazioni stagionali, che dall'ispezione dei grafici appaiono più rilevanti nel caso italiano (in dipendenza, principalmente, della maggiore importanza delle attività agricole). Soltanto per la circolazione, che presenta in entrambi i paesi una punta elevata alla fine di dicembre, il calcolo delle funzioni interpolatrici è stato compiuto adottando, come dato di fine anno, la media aritmetica tra i dati di fine novembre e fine gennaio.

I dati di osservazione per i 49 mesi considerati sono stati tratti dai bollettini della BDL e della Banca d'Italia. I coefficienti delle curve interpolate sui

Nell'estate, l'espansione del credito fu anche promossa dalla situazione delle finanze pubbliche, che, per l'applicazione retroattiva della riduzione delle aliquote delle imposte sul reddito e sui salari, segnò nei mesi estivi notevoli disavanzi. Anche l'utilizzo dei fondi di contropartita prese volume nella seconda metà dell'anno. Si ricorderà come questo fattore abbia giocato anche in Italia; quasi a riprova della difficoltà che dovunque incontrano la programmazione e l'esecuzione effettiva delle spese pubbliche ad adattarsi per tempo ai mutamenti della congiuntura.

b) Al pari di quella del credito, l'azione di altri, immediati fattori di aggravamento della bilancia dei pagamenti, è stata più intensa in Germania che in Italia. Il peggioramento delle ragioni di scambio è stato più accentuato nel caso di un paese altamente industrializzato, nella cui esportazione prevalgono i prodotti meccanici, rispetto ai quali le variazioni della domanda si traducono in parte in variazioni dei termini di consegna anzichè dei prezzi, e più lungo è l'intervallo che separa la stipulazione dei contratti dall'incasso del prezzo.

Il comportamento degli importatori germanici è stato maggiormente influenzato dalla incertezza sulla possibilità per il paese di mantenere le liberalizzazioni.

dati assoluti (miliardi di lire, milioni di DM) sono i seguenti (base novembre 1950):

	Impieghi	Depositi	Circolazione
<i>Coefficiente della x²:</i>			
Germania	- 2,54575	- 0,08067	0,91552
Italia	0,11295	0,21826	0,07418
<i>Coefficiente della x:</i>			
Germania	273,123	116,315	87,606
Italia	25,1167	18,1972	8,7395
<i>Termine noto:</i>			
Germania: Retta	11476,55	7508,89	7976,06
Parabola	11985,70	7525,04	7792,96
Italia: Retta	1630,91	1253,97	1072,55
Parabola	1608,32	1210,29	1057,71

Le dimensioni degli squilibri possibili nella bilancia dei pagamenti, ai quali si commisura il bisogno di riserve, si manifestavano dunque, nell'estate del 1950, anche maggiori per la Germania che per l'Italia. Ma le riserve della Germania si erano esaurite sotto il primo urto delle liberalizzazioni: alla fine del 1949 gli impegni in valuta della banca centrale superavano notevolmente le sue disponibilità; dalle voci della situazione della banca centrale, si può inferire che alla metà del 1950 l'equilibrio tra disponibilità e impegni in valuta si era ricostituito, ma non lasciava un apprezzabile margine attivo. Gli organi ufficiali italiani disponevano, secondo i dati del Fondo monetario internazionale, di disponibilità in tutte le valute equivalenti a circa 900 milioni di dollari (dei quali circa 500 milioni di dollari in oro e dollari effettivi e 57 milioni di sterline; il resto in valuta di *clearing*). Il complesso delle disponibilità valutarie era pari a otto mesi di importazioni (del 1950).

Nella successione degli avvenimenti maturati nel periodo di più acuta tensione della bilancia dei pagamenti, tra il settembre 1950 ed il febbraio 1951, la diversa disponibilità di valute appare come il fattore che decise della revoca delle liberalizzazioni nell'un paese e del loro mantenimento nell'altro.

Le liberalizzazioni vennero infatti revocate in Germania nel febbraio 1951 quando, dall'andamento del benessere all'importazione nel settore liberalizzato, apparve chiaro alle autorità che il credito di 120 milioni di dollari concesso dall'Unione europea dei pagamenti (UEP) nel novembre 1950, dopo l'esaurimento della quota, si sarebbe consumato prima che i provvedimenti di restrizione del credito adottati nell'ottobre (aumento dal 4 al 6 per cento del tasso ufficiale di sconto, aumento delle riserve obbligatorie delle banche commerciali) e gli altri provvedimenti intesi ad agire direttamente sul volume delle importazioni (revisione del benessere inutilizzati, obbligo di deposito del 50 per cento del valore del benessere) adottati anch'essi nell'ottobre, insieme con le istruzioni diramate alle banche nel febbraio (tra cui una comportante la riduzione di un miliardo nel volume complessivo del credito a breve termine) potessero ricostituire l'equilibrio dei pagamenti con l'estero.

Una ipotesi di orientamento circa la perdita presumibile di valuta estera inerente al mantenimento delle liberalizzazioni può consistere

nell'assumere che, in tale eventualità, il disavanzo della Germania in UEP sarebbe continuato, per un certo numero di mesi, al ritmo medio di circa 52 milioni di dollari che esso ebbe negli otto mesi dal luglio 1950 al febbraio 1951 ed, in particolare, nei primi due mesi del 1951 isolatamente considerati. Gli sviluppi avutisi in Francia ed in Inghilterra nella seconda metà del 1951 fanno apparire poco realistica l'estensione dell'ipotesi della persistenza del disavanzo alla seconda metà del 1951. Arrestandola adunque al primo semestre, si ha, per grosse cifre, che la Germania avrebbe maturato nel primo anno di vita dell'UEP un disavanzo per merci e servizi di 630 milioni, pari ai 420 milioni dei primi 8 mesi effettivi più 210 ipotetici dal marzo al giugno. Nell'anno, essa avrebbe fruito di circa 190 milioni di crediti UEP (supponendo rimborsato entro il giugno il credito aggiuntivo di 120 milioni); avrebbe fatto pagamenti in oro e dollari per la differenza di 440 milioni; 270 milioni avrebbe potuto trarre dall'avanzo realizzato nell'anno nei rapporti con l'area del dollaro (e ripresentatosi con regolarità ogni trimestre nella misura di almeno 60 milioni); il ricorso alle riserve iniziali si sarebbe reso necessario solo per la differenza, inferiore ai 200 milioni. La sorte delle liberalizzazioni, in Germania, si è dunque giocata su un problema di riserve di modeste dimensioni.

La correzione della posizione della Germania, dopo il febbraio 1951, è stata assai rapida; nei 10 mesi al dicembre si è avuto un miglioramento della posizione in UEP uguale a 490 milioni di dollari; la bilancia in dollari è stata attiva fino al terzo trimestre del 1951 e la bilancia complessiva sino a fine anno.

Il miglioramento della posizione dell'Italia nell'UEP ha avuto inizio nel marzo 1951; ha toccato 279 milioni di dollari fino al dicembre 1951, e 293 nei dieci mesi al gennaio 1952, quando esso ha avuto termine. La bilancia dei pagamenti in dollari è stata dopo il marzo 1951 moderatamente ma costantemente passiva; cosicchè la bilancia dei pagamenti complessiva è stata attiva fino all'inizio del 1952.

L'ispezione delle tre curve italiane comprese nel grafico rivela l'effetto espansivo dell'avanzo in UEP solo per la moneta bancaria e limitatamente al secondo semestre.

Nel secondo trimestre, esso è stato compensato: da un disavanzo piuttosto considerevole della bilancia in dollari; da una temporanea

sospensione degli utilizzi del fondo di contropartita; dal miglioramento nel rapporto tra gli incassi ed i pagamenti di bilancio che ordinariamente si verifica nel trimestre aprile-giugno, il quale comprende due rate di imposte dirette e si avvantaggia anche del rinvio di una grossa massa di pagamenti, in conto dell'esercizio finanziario che si chiude al giugno, al successivo mese di luglio, durante il quale possono legalmente eseguirsi pagamenti a carico sia dell'esercizio vecchio sia del nuovo**. Le disponibilità liquide delle imprese sono state anche premute dalla flessione delle vendite al consumo intervenuta verso il marzo, quando ha cominciato a risentirsi il contraccolpo degli ampi acquisti che i consumatori avevano effettuati nei mesi precedenti. La tensione del credito ha raggiunto il massimo in questo trimestre.

I meccanismi di assorbimento degli impulsi che dalla bilancia dei pagamenti si comunicano alla massa dei depositi, da questa al volume del credito ed eventualmente, per l'influenza che questo esercita sul volume dell'attività produttiva e sul livello dei prezzi e dei redditi, alla circolazione dei biglietti, agiscono in tutti gli stadi del processo di diffusione, e conferiscono ai fenomeni ai quali l'impulso si comunica per concatenamento una stabilità di andamento tanto maggiore quanto più lontani essi sono, nell'ordine dei successivi passaggi, dall'origine primaria della variazione.

(1) Nella seconda metà del 1951, l'impulso espansivo della bilancia dei pagamenti è stato, in Italia, abbastanza forte per comunicarsi ai primi anelli della catena, facendo aumentare i depositi delle imprese. Ma le banche, che uscivano dalla precedente fase di tensione con una liquidità subnormale, hanno destinato una parte della corrente acquisizione di depositi all'aumento dei propri depositi liberi presso la banca centrale ed all'investimento in titoli di stato. Questa politica, tendente (a) a ricostituire una più equilibrata distribuzione delle attività, è stata rinforzata (b) dalla minore domanda di credito dopo l'inversione della congiuntura, solo in parte le banche facendo seguito alle variazioni della domanda con variazioni di tasso tali da ricondurla al volume dell'offerta, e (c) dalla riluttanza delle banche ad impegnare

** Queste osservazioni si applicano fino al 1964: a partire dal 1965, infatti, l'esercizio finanziario coincide con l'anno solare.

immediatamente in operazioni di credito fondi di nuova acquisizione sgorganti da una fonte intermittente e incontrollabile come la domanda estera di esportazioni dall'Italia (ed, in particolare, la domanda di manufatti tessili da parte della Francia e dell'area sterlina).

(2) La spesa del Tesoro finanziata con l'indebitamento è spesa di investimento, che obbedisce a programmi preformati, i quali non si adattano che lentamente al variare dell'afflusso di risparmio al Tesoro. Una certa elasticità della spesa di investimento all'entrata da indebitamento scaturisce dall'azione di enti come la Cassa depositi e prestiti, la quale amministra il risparmio postale e presso la quale si trova in ogni tempo giacente una massa di domande insoddisfatte di prestiti da parte di enti locali, le quali possono venire accolte nella misura in cui la formazione di risparmio postale ecceda i bisogni del governo centrale. Tuttavia, anche la traduzione in opere delle somministrazioni di fondi che il Tesoro faccia agli organi incaricati della loro esecuzione, o che la Cassa depositi e prestiti faccia agli enti locali, obbedisce ad irriducibili tempi tecnici. Per queste ragioni, una parte del maggior afflusso di fondi al Tesoro, nella seconda metà dell'anno, si è tradotta nel miglioramento del conto di tesoreria (che il Tesoro intrattiene presso la banca centrale) e delle disponibilità liquide di altri enti pubblici.

(3) La banca centrale, di fronte al miglioramento della posizione del Tesoro, si è astenuta dall'investire in buoni del Tesoro le maggiori riserve obbligatorie che si andavano costituendo con l'aumento dei depositi bancari ed ha fatto anzi luogo a disinvestimenti.

(4) D'altra parte, la liquidità del mercato, nella seconda metà del 1951, è stata accresciuta in modo sostanziale dalle cessioni a credito di valute tratte dalle disponibilità ufficiali, per quattro programmi distinti, di cui i primi due già in atto prima e gli altri due iniziati nel semestre: (a) gli acquisti di macchinari nell'area dollaro, finanziati su un fondo di 245 milioni di dollari tratti dagli aiuti ERP; (b) gli acquisti di macchinari e di attrezzature nell'area della sterlina, finanziati su un fondo di 50 milioni di sterline costituito nell'aprile del 1950; (c) gli acquisti nell'area UEP, finanziati con crediti a breve scadenza (fino a 6 mesi) concessi, dal novembre 1951, sopra un fondo di 60 milioni di unità UEP; (d) la costituzione di scorte di stato di alcune materie e derrate di base (la quale merita di essere men-

zionata come fattore di liquidità nella misura in cui le scorte di stato abbiano sostituito scorte private).

I comportamenti descritti sotto (1), (2) e (3) non appaiono a prima vista consistenti con quelli descritti in (4). Si deve però riflettere che l'attivazione della liquidità a disposizione delle banche commerciali e del Tesoro era, nelle circostanze descritte, un processo inevitabilmente meno spedito e di contenuto meno specifico nei riguardi della correzione della posizione fortemente attiva della bilancia dei pagamenti, rispetto alla concessione di crediti in valuta, a tassi moderati, per acquisti all'estero.

Come risultato delle varie influenze esercitatesi nel secondo semestre, lo sviluppo dei crediti in lire (che appare dalla curva del grafico) è rallentato (fino al novembre) mentre è proseguito più rapidamente lo sviluppo del totale dei crediti in lire e valute (7); la curva della circolazione dei biglietti non si è scostata dalla tendenza di fondo in misura eccedente l'aumento stagionale proprio del secondo semestre.

Nel caso della Germania, l'andamento della bilancia dei pagamenti si è rispecchiato fedelmente in quello dei depositi a vista tra il marzo ed il dicembre 1951; nell'ultimo trimestre dell'anno, i depositi a vista hanno toccato una punta dovuta allo svincolo dei depositi obbligatori costituiti dagli importatori presso la banca centrale. Sul finire dell'anno, l'eccesso di liquidità determinato da tale svincolo e quello nascente dalla posizione persistentemente attiva della bilancia dei pagamenti sono andati defluendo dai depositi a vista verso quelli a termine, cosicchè si è rinnovata la situazione già prodottasi, in minori proporzioni, nel primo trimestre del 1950, di un eccesso della raccolta di fondi a medio e lungo termine sull'impiego in operazioni di analoga scadenza, e quindi della destinazione di una parte di tali fondi ad operazioni di impiego a breve scadenza.

(7) Consistenza degli impieghi bancari in essere (miliardi di lire):

	in lire	in lire e valuta
1951: giugno	1.808	1.889
novembre	1.839	1.955
dicembre	1.992	2.105

L'azione espansiva della bilancia dei pagamenti è stata abbastanza forte da consentire alle aziende di credito di ridurre di circa mezzo miliardo di marchi, tra il primo trimestre 1951 ed il primo trimestre 1952, la loro esposizione media verso il sistema delle banche centrali e di investire circa 650 milioni in titoli di stato.

La ricostituzione delle riserve di cassa dei consumatori, dopo spente le ondate degli acquisti, ha impresso un ritmo sostenuto all'andamento della circolazione dei biglietti. Anche questa volta, come nel periodo immediatamente precedente, la variazione nel ritmo di sviluppo della circolazione dei biglietti si trova associata con un'analoga variazione nella disposizione al risparmio. Al primo trimestre del 1951, quando il risparmio fu negativo, è seguita infatti una consistente ripresa.

4. *Dal principio del 1952 al principio del 1953.*

Il tipo di equilibrio monetario realizzato in Germania sulla fine del 1951 è continuato inalterato per tutto il 1952. Le sue componenti sono: l'avanzo di bilancio; l'avanzo della bilancia dei pagamenti; la formazione sempre più intensa di risparmio monetario, che ha consentito di finanziare una parte dell'espansione dei crediti bancari a breve scadenza senza una corrispondente espansione dei depositi-moneta. L'espansione delle quantità monetarie è rimasta dunque affidata essenzialmente al saldo positivo dei pagamenti con l'estero e, grazie allo sviluppo produttivo (maggiore che in qualsiasi altro grande paese) ha potuto essere associata ad una leggera flessione dei prezzi ingrosso ed alla stabilità del costo della vita.

In Italia, la bilancia dei pagamenti ha invece cessato, sin dai primi mesi dell'anno, di agire in senso espansivo; negli ultimi mesi dell'anno ed al principio del 1953, l'erogazione netta di valuta UEP ha acquistato ampie proporzioni. All'azione espansiva dei rapporti con l'estero è subentrata quella del disavanzo del bilancio statale, cosicché l'aumento del volume del denaro e del credito non è rallentato. Esso si è associato ad un leggero aumento produttivo; mentre i prezzi ingrosso sono rimasti stabili, il costo della vita ha segnato un sensibile rincaro.

La diversità tra gli equilibri monetari realizzati dai due paesi

nel 1952 risiede dunque nel senso opposto in cui hanno agito le due principali componenti, piuttosto che nelle risultanti.

In Italia, l'aumento della circolazione, in 90 miliardi, è derivato per intero dall'uscita di lire sui conti del Tesoro e sui fondi di contropartita che è stata compensata per circa un quinto dai rientri sui conti del commercio estero.

In Germania, la situazione consolidata del sistema delle banche centrali palesa che l'erogazione netta di moneta nazionale contro acquisizioni di oro, valute e credito sull'estero ha raggiunto nell'anno 1952 l'imponente somma di 3,3 miliardi di marchi. Essa è stata finanziata con rientri di fondi sui conti delle aziende di credito per circa 1,5 miliardi di marchi e su quelli degli enti pubblici per circa 0,7; per i residui 1,1 miliardi con aumento della circolazione dei biglietti. Il miglioramento generale della liquidità che si palesa in queste cifre e nella caduta dei tassi di interesse ha indotto il sistema delle banche centrali ad adottare, nel giro di otto mesi (tra il maggio 1952 ed il gennaio 1953) tre successive riduzioni del tasso ufficiale di sconto e delle riserve bancarie obbligatorie.

Il peggioramento della posizione italiana nei rapporti con l'estero deve ricondursi in buona parte alle severe restrizioni quantitative alle importazioni adottate dall'area sterlina e dalla Francia. Inoltre, la congiuntura del principale settore di esportazione italiano, il tessile, è stata molto sfavorevole; l'opposto deve dirsi per il principale settore di esportazione germanico, il meccanico. Ciò appare dalle variazioni nelle partecipazioni dei due settori al totale delle esportazioni dei due paesi tra il 1951 ed il 1952.

VALORE DELLE ESPORTAZIONI DI PRODOTTI TESSILI
E DI PRODOTTI METALLURGICI E MECCANICI, IN PERCENTO
DEL VALORE DELLE ESPORTAZIONI COMPLESSIVE

	Germania		Italia	
	1951	1952 (11 mesi)	1951	1952 (11 mesi)
Prodotti metallurgici e meccanici .	53	61	21	28
Prodotti tessili	8	6	38	24

I valori unitari dei prodotti meccanici esportati dalla Germania sono aumentati all'incirca, tra un anno e l'altro, come da 100 a 115-120. Il guadagno complessivo dovuto all'aumento delle quantità e dei valori unitari può calcolarsi, per l'intero anno, a 2,6 miliardi di marchi, pari al 18 per cento della complessiva esportazione del 1951 (14,6 miliardi di marchi).

I valori unitari dei prodotti tessili esportati dall'Italia sono scesi tra un anno e l'altro all'incirca come da 100 a 75-80. La perdita complessiva dovuta alla diminuzione delle quantità e dei prezzi si può calcolare per l'anno intero a 190 miliardi di lire (1,3 miliardi di marchi), ossia al 19 per cento della complessiva esportazione del 1951 (1.027 miliardi di lire, pari a 6,9 miliardi di marchi).

La complessiva esportazione germanica è aumentata tra un anno e l'altro di 2,3 miliardi di marchi (da 14,6 miliardi nel 1951 a 16,9 nel 1952), in misura, cioè, alquanto minore del guadagno sulle esportazioni metallurgiche e meccaniche (2,6). Similmente, la diminuzione di 163 miliardi nella complessiva esportazione italiana (da 1.027 ad 864 miliardi di lire) è stata alquanto minore della perdita sulle esportazioni tessili (190).

5. Osservazioni finali.

L'equilibrio monetario raggiunto dalla Germania nel 1952 appare caratterizzato da un insieme di sviluppi favorevoli quale mai è stato realizzato in Italia in questo dopoguerra. Anche il concorso, in precedenza assai debole, che ad esso ha dato la formazione di risparmio monetario è andato acquistando proporzioni considerevoli nel 1951 e poi via via crescenti nel 1952.

Poichè in questo scritto si è fatto in prevalenza riferimento ai fattori *netti* di variazione della massa monetaria (ossia al saldo dei rapporti con l'estero, al saldo della gestione del bilancio, alla creazione di credito) la parte svolta dal volume del risparmio nel condizionare la politica monetaria dei due paesi è rimasta finora nell'ombra.

Ma si è trattato di una parte essenziale. Come appare dalla tavola, la formazione di risparmio monetario in Italia, nei tre anni dal 1949 al 1951, è stata più che doppia di quella avutasi nella Repubblica Federale; dove il collocamento dei titoli, in ispecie, è stato depresso

dal trattamento fiscale e dal mantenimento di tassi massimi legali di interesse, oltrechè, per i titoli azionari, dalle incertezze sulla condizione giuridica ed economica delle imprese. Nel 1952, il volume complessivo del risparmio monetario di nuova formazione ha toccato nella Repubblica Federale ordini di grandezza vicini a quelli del risparmio italiano: e non dovrebbe avere difficoltà a superarlo in avvenire, essendo tratto da un reddito nazionale che nel 1951 superava già di due terzi quello italiano e che si va sviluppando con ritmo più celere.

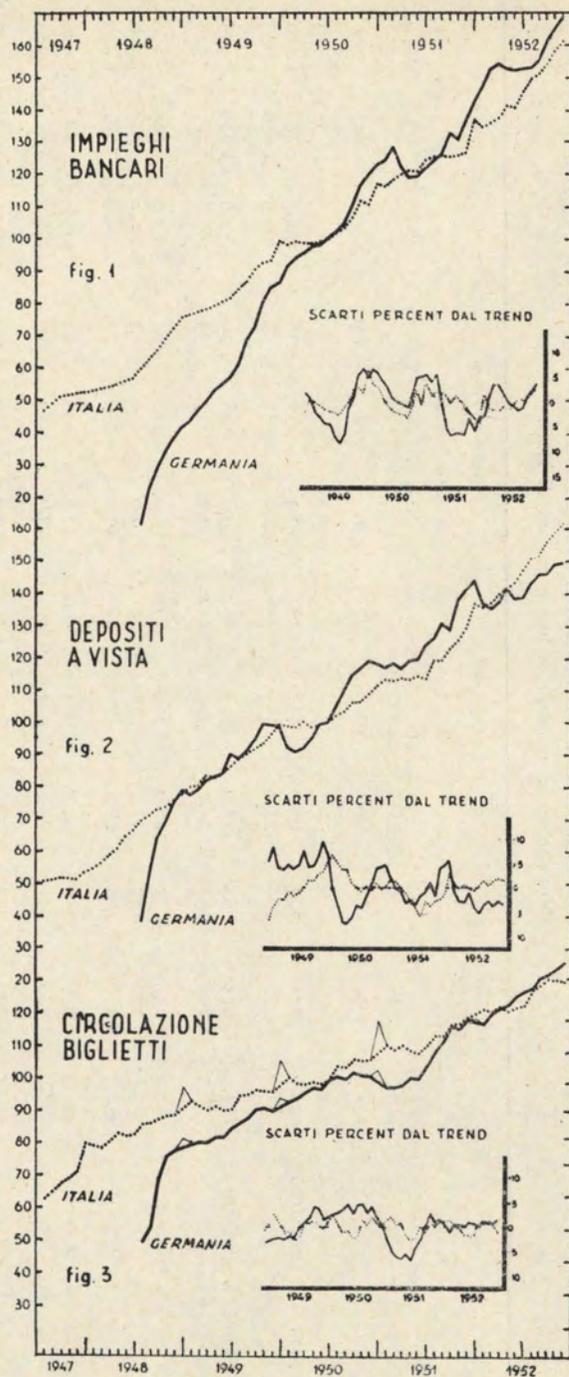
Finora, la formazione di risparmio monetario, nella Repubblica Federale, ha anche proceduto in modo meno continuo: nell'anno in cui entrambi i paesi hanno toccato i minimi del periodo, luglio 1950-giugno 1951, essa è stata appena un terzo di quella italiana.

La maggiore ampiezza del flusso di risparmio, in Italia, rende ragione della minore pressione della domanda di credito sulle banche commerciali (e di queste sulla banca centrale), fino al 1951, e della relativa facilità con cui l'effetto inflazionistico del forte e persistente disavanzo del bilancio statale ha potuto essere compensato.

La scarsa formazione di risparmio in Germania, l'ampio assorbimento di risparmio da parte dello stato in Italia, sono tra gli elementi che più pesano nell'equilibrio monetario dei due paesi, e si propongono alla politica monetaria e finanziaria come problemi che essa ha generato e che essa può risolvere. Gli andamenti degli ultimi mesi (in Germania: forte incremento della formazione di risparmio, emanazione della legge sul mercato dei capitali; in Italia: peggioramento della situazione di bilancio) indicano che la Germania è avviata alla soluzione del proprio problema; non così l'Italia.

Tra le altre conclusioni che comporta l'esame compiuto in questo scritto, una forse merita di essere particolarmente ritenuta, anche perchè atta a correggere l'opinione diffusa di una eccessiva severità della politica monetaria dei due paesi.

In entrambi i paesi, la politica delle banche commerciali ha concorso a contenere la propagazione sia degli effetti di contrazione sia di quelli di espansione esercitati dalla situazione dei pagamenti con l'estero sul volume del credito, cioè a dissociare l'andamento del volume dei crediti da quello del volume dei depositi, facendo variare l'investimento in titoli di stato ed il ricorso all'istituto di emissione. Un comportamento siffatto obbedisce principalmente, nelle fasi di tensione



Indici degli impieghi bancari e della massa monetaria (giugno 1950 = 100) e loro variabilità.

FORMAZIONE DI RISPARMIO MONETARIO
(Movimento in miliardi di lire e milioni di DM)

Periodo	Depositi a risparmio			Emissioni titoli a reddito fisso			Emissioni azioni a pagamento			Totale		
	Italia		Germania	Italia (1)		Germania	Italia (2)		Germania	Italia		Germania
	Lire	DM	DM	Lire	DM	DM	Lire	DM	DM	Lire	DM	DM
1949 - I semestre .	137,0	921	870	65,9	443	232	19,4	130	28	222,3	1.494	1.130
II » .	234,0	1.573	592	37,3	251	228	35,0	235	13	306,3	2.059	833
1950 - I semestre .	135,9	913	764	115,9	779	204	19,0	128	20	270,8	1.820	988
II » .	178,5	1.200	241	55,0	370	252	32,3	217	33	265,8	1.787	526
1951 - I trimestre.	37,4	251	— 2	48,9	329	127	16,3	110	21	102,6	690	146
II » .	25,6	172	137	51,8	348	151	9,9	67	68	87,3	587	356
II semestre .	215,8	1.450	783	30,5	205	470	48,6	326	77	294,9	1.981	1.330
1952 - I semestre .	142,3	956	1.010	94,2	633	596	41,1	276	84	277,6	1.865	1.690
II » .	263,9	1.773	1.347	72,0	484	701	43,0	289	206	378,9	2.546	2.254
Totale . . .	1.370,4	9.209	5.742	571,5	3.842	2.961	264,6	1.778	550	2.206,5	14.829	9.253(3)

(1) Escluso il collocato presso banche.

(2) Escluse le emissioni di società finanziarie.

(3) Aggiungendo la consistenza dei depositi a risparmio presso le Bausparkassen (941 milioni al dicembre 1952) il totale per la Germania sale a circa 10,2 miliardi di marchi. Resta escluso dal confronto il risparmio assicurativo per il quale non si dispone di sufficienti informazioni statistiche comparabili. È noto che il risparmio assicurativo ha maggiore importanza in Germania che in Italia; è però anche noto che le società di assicurazione (insieme con gli enti pubblici) costituiscono in Germania i maggiori investitori in titoli a reddito fisso (le cui emissioni complessive sono comprese nel confronto), mentre in Italia i titoli trovano prevalentemente collocamento presso i privati.

della bilancia dei pagamenti, all'incentivo dell'alta domanda di credito (generalmente associata alla condizione di tensione della bilancia) che in parte può soddisfarsi sui margini inutilizzati di crediti aperti in precedenza. Le fasi di larga formazione di depositi in dipendenza di una condizione attiva della bilancia dei pagamenti sono invece generalmente caratterizzate da una flessione della domanda di credito che induce le banche commerciali a spostare una parte delle disponibilità verso gli investimenti in titoli o verso l'istituto di emissione; la prudenza negli impieghi è anche consigliata dalla natura instabile di quei depositi che nascono (come avviene specialmente nel caso dell'Italia) da temporanei gonfiamenti delle correnti di esportazione di manufatti e derrate non essenziali, sulle quali si esercita la mutevole politica di restrizioni dei paesi acquirenti.

Dal canto loro, le banche centrali hanno in qualche misura subito l'iniziativa del mercato quando si è trattato di compensare gli effetti deflazionistici del disavanzo dei pagamenti con l'estero: ciò appare, in specie, dalla esperienza di entrambi i paesi nel periodo compreso tra l'estate 1950 e la metà del 1951. Per contro, nelle fasi di attività della bilancia dei pagamenti esse hanno promosso l'espansione del credito; nel caso italiano del secondo semestre 1951, le autorità monetarie hanno cercato di esercitare con la concessione di crediti in valuta uno specifico effetto espansivo sul volume delle importazioni. In altre parole, l'azione delle banche centrali ha rallentato lo svolgimento dei processi interni riequilibratori quando essi erano di natura deflazionistica e lo ha sollecitato quando essi erano di natura espansiva.

Se questa azione appare orientata secondo moderne tendenze del pensiero economico, essa è però tale da comportare ampie variazioni delle riserve valutarie, e quindi, nel caso di variazioni avverse, il pericolo di toccare il punto della crisi nei pagamenti con l'estero; nel qual punto la politica tendente ad un ordinato sviluppo dei rapporti con l'estero e della produzione fallisce il suo scopo.

Con maggiore tranquillità la Germania, che ha fatto questa amara esperienza al principio del 1951, potrà seguire tale politica ora che anch'essa si è costituita una considerevole massa di manovra valutaria.

L'EVOLUZIONE MONETARIA IN ITALIA
DALL'ECONOMIA DI GUERRA ALLA CONVERTIBILITA'
(1935 - 1958) (*)

I. *Dalla preparazione dell'economia di guerra all'armistizio* (settembre 1943).

1. Or è un quarto di secolo, le operazioni bancarie e valutarie in Italia vennero collocate in un nuovo assetto istituzionale. Nel settore del credito, questo assetto è giunto quasi intatto fino ai nostri giorni. Nel settore delle operazioni valutarie, esso rappresentò il primo passo su una strada di controlli sempre più rigidi, dai quali più tardi venne iniziato il ritorno verso la libertà.

Le nuove disposizioni sull'attività bancaria adottate tra il 1931 e il 1936 miravano a fronteggiare la crisi di liquidità causata dalla deflazione mondiale del 1929-1933, e a limitare in seguito le erogazioni di credito bancario al breve termine.

Il controllo dei cambi fu introdotto verso la fine del 1934 in presenza del peggioramento nella situazione dei pagamenti esteri, causato dallo stato generale dell'economia mondiale, da avversi movimenti di capitali (tra cui l'acquisto da parte degli emittenti e di altri investitori italiani di titoli italiani emessi all'estero in anni precedenti) e dalle spese per gli approvvigionamenti esteri disposti in vista dell'attacco all'Etiopia che seguì nell'ottobre 1935. Esso divenne uno

(*) Saggio pubblicato in lingua inglese nella *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 47, dicembre 1958, e compreso, nel testo italiano, tra le *Lecture di politica monetaria e finanziaria* edita dalla Banca popolare di Milano, 1965.

L'autore si è giovato di utili osservazioni ad un testo preliminare, e di aiuto nella raccolta e presentazione del materiale compreso in questo studio, da parte di vari amici e di colleghi ricercatori. Egli esprime uno speciale ringraziamento a Vera Lutz; ad Antonino Occhiuto, Luca Rosania e altri membri del Servizio studi della Banca d'Italia; ancora, a Claudio Segrè.

degli strumenti principali della mobilitazione di risorse cui l'economia italiana fu assoggettata per un intero decennio (ossia dall'ottobre 1935 all'aprile 1945) a cagione della partecipazione quasi continua ad avventure militari di maggiore o minore importanza.

Questo apparato di controllo venne ereditato dai primi governi democratici dell'Italia insieme con le devastazioni operate dalla guerra. Una rassegna dei suoi principali elementi costitutivi è necessaria per seguire il corso degli eventi e della politica monetaria durante e dopo la seconda guerra mondiale.

2. Durante gli otto anni che corrono dal gennaio 1935 al febbraio 1943, la politica monetaria reca l'impronta di un uomo, il conte Thaon di Revel, che coprì in permanenza l'ufficio di ministro delle finanze. Il suo arduo compito fu quello di formulare una politica capace di contenere la pressione inflazionistica generata dalle imprese militari in una economia strutturalmente debole, che era stata già sottoposta ad una prova severa dalla scelta nel 1927, e dal mantenimento, fra il 1928 e il 1936, di una parità di cambio che sopravvalutava la lira (una delle monete del cosiddetto blocco aureo). Aggiungendosi alla depressione economica mondiale, la sopravvalutazione della lira rallentò il processo di rinnovamento degli impianti e di espansione dell'industria durante gli anni trenta.

Il ministro si oppose su due fronti alla pressione inflazionistica che era già presente quando egli entrò in carica e che si venne rafforzando col passare del tempo.

Da un lato, egli tentò di prevenire la formazione di un eccesso di domanda, mediante un'azione diretta di contenimento del flusso dei redditi, ossia attuando attraverso il sistema corporativo una disciplina dei salari e dei prezzi. Con l'entrata in guerra dell'Italia (giugno 1940) questa disciplina venne trasformata in un blocco generale.

Dall'altro lato egli cercò di contenere la pressione esercitata dalla domanda eccedente sulle risorse disponibili, valutate ai prezzi vigenti, con una varietà di provvedimenti. Rientravano in questa azione i razionamenti e le misure intese a frenare le spese di consumo e di investimento (od anche l'accumulazione di fondi di cassa inattivi) adducendo al Tesoro — mediante la tassazione o l'investimento obbligatorio in titoli di stato — i profitti di congiuntura delle imprese,

i plusvalori che si manifestavano negli scambi di titoli azionari o di immobili, e altri fondi disponibili per l'investimento. Nel 1935 venne applicata un'imposta speciale del 10 % (poi elevata al 20 %) sui frutti dei titoli al portatore; nel 1941, quando venne sancita la nominatività obbligatoria dei titoli azionari, l'imposta venne mantenuta anche per le azioni rese nominative. Il limite di distribuzione degli utili venne fissato nel 1935 al 6 %; dopo alcuni anni, durante i quali venne sperimentata un'imposta progressiva sui dividendi, il limite venne ripristinato nel 1940 e fissato nella misura del 7 %. In questa occasione fu istituita un'imposta che praticamente bloccava i trasferimenti di riserve a capitale colpendoli con l'aliquota del 100 %. I maggiori utili dovuti alla guerra furono assoggettati nel 1940 ad un'imposta progressiva, con aliquote variabili dal 10 al 60 %; la parte dei maggiori utili non assorbita dalla imposta venne vincolata nel 1942 all'investimento in buoni novenali del Tesoro fruttiferi del 3 %.

Nell'ottobre 1936, la lira venne « allineata » al dollaro, ossia ricondotta alla parità del 1927, di 19 lire per dollaro, mediante una svalutazione del 41 %. In tale occasione, venne emesso un prestito forzoso a carico dei proprietari di immobili, i quali al tempo stesso vennero assoggettati ad un'imposta straordinaria destinata al servizio del prestito. Poco dopo (febbraio 1937) fu sancito il divieto del passaggio a capitale e della distribuzione dei saldi di rivalutazione nascenti dall'allineamento della lira.

In occasione della svalutazione, venne anche istituita un'imposta straordinaria del 10 % sul capitale delle società per azioni. Successivamente (novembre 1938) l'imposta fu estesa alle società non anonime, con aliquota del 7,50 %. Infine, nel 1939 venne introdotta un'imposta ordinaria sul patrimonio dello 0,50 %.

Le plusvalenze emergenti negli scambi di immobili, rispetto ai valori antebellici, vennero tassate nel 1940 con l'aliquota del 60 %. Nel 1941, le plusvalenze degli scambi di titoli azionari vennero assoggettate ad un'imposta progressiva, che poco dopo venne trasformata in proporzionale con l'aliquota del 20 %.

L'imposta di negoziazione sui titoli venne elevata in due diverse occasioni, nel 1935 e nel 1941; nella seconda venne affiancata da

una sovrimposta di negoziazione pari al 4% del valore dei titoli scambiati, portata al 5% nel 1942.

La costituzione di nuove società, l'emissione di azioni e di obbligazioni vennero assoggettate a licenza ministeriale fin dal 1935; nel 1942 si impose alle società di investire in buoni novennali del Tesoro 3% un quinto dei capitali raccolti con l'emissione di azioni, e gli acquirenti di titoli azionari vennero tenuti ad investire nei predetti buoni una somma uguale a quella destinata all'acquisto di azioni.

3. La politica espressa da questo insieme di provvedimenti si caratterizzò come quella del « circuito dei capitali ». Accanto al fine di rastrellare potere di acquisto nel settore privato per il finanziamento della spesa governativa, essa intendeva servire l'altro di sostenere il « morale » della nazione distribuendo equamente gli oneri della guerra (1). Tuttavia il governo non seppe osservare una linea di ortodossia finanziaria, ossia mantenere i propri impegni entro i limiti dell'entrata fiscale e dell'indebitamento a lungo termine dal settore privato. La liquidità dell'economia andò aumentando, e venne attratta nel circuito dei redditi (2).

La formazione di liquidità addizionale fu alimentata dal ricorso del governo al credito della banca centrale, che costituì la base per l'espansione piramidale degli investimenti delle altre banche in titoli di stato. Per accedere alla banca centrale, il governo usò una via indiretta anzichè esporre all'aperto la sua politica. I creditori dello stato vennero autorizzati a scontare i crediti derivanti da forniture, appalti od annualità di contributi presso il Consorzio sovvenzioni su valori industriali, istituto affiliato alla Banca d'Italia, la quale effettuava il totale risconto degli effetti.

4. Al procedere della guerra, la composizione delle attività liquide si andò gradualmente modificando: la parte della circolazione

(1) P. THAON DI REVEL, *La finanza di guerra*, « Rivista di scienze economiche », marzo 1942.

(2) Si fa qui riferimento al modello di flussi monetari presentato da F. W. PAISH, *Open and Repressed Inflation*, « The Economic Journal », settembre 1953.

dei biglietti si accrebbe rispetto a quella dei conti correnti bancari e dei buoni del Tesoro. Il movimento tendenziale fu ascendente tanto per la circolazione dei biglietti quanto per i depositi, ma nei momenti di crisi si producevano conversioni improvvise di depositi in biglietti. Così avvenne nel settembre 1938 (Monaco), nell'agosto-settembre 1939, nel giugno 1940, nel settembre 1942 (attacchi aerei) e nel settembre 1943. Al superamento della crisi si associava generalmente un'inversione di tale movimento; tuttavia, il tasso di espansione risultò nel lungo periodo più elevato per i biglietti che per i depositi. Tra le cause di tale fenomeno si possono annoverare lo spostamento delle persone dalle loro sedi abituali, il senso generale di insicurezza, lo sviluppo delle transazioni di mercato nero e il miglioramento della posizione economica dei ceti rurali rispetto a quelli urbani (3).

Al fine di rastrellare liquidità, il governo procedeva ogni anno a una o due grosse emissioni di buoni novennali del Tesoro, collocati da un consorzio di banche guidato dalla Banca d'Italia. Il consorzio concedeva facilitazioni temporanee di credito ai sottoscrittori, ossia anticipazioni garantite dai titoli di nuova emissione, pratica che è continuata anche dopo la guerra. Il vario successo di queste operazioni durante gli anni di guerra può, in una prima approssimazione, valutarsi confrontando il ricavo di ciascuna emissione con il volume di liquidità esistente al momento dell'emissione (tav. 1).

Tra il febbraio 1940 e il settembre 1942, la consistenza delle attività liquide specificate nella tavola è aumentata da 66 a 144 miliardi di lire, ossia di 78 miliardi, nonostante il rastrellamento di 88 miliardi ottenuto con l'emissione di buoni pluriennali del Tesoro. Relativamente alle attività liquide esistenti, il gettito delle emissioni è stato massimo nella seconda metà del 1941 e nella prima del 1942: parrebbe dunque che durante i primi due anni della guerra l'elemento inflazionistico nel finanziamento della spesa pubblica non si fosse accresciuto; anzi dalle cifre della tavola 2 appare una riduzione

(3) Circa l'influenza delle paure provocate dalla guerra e dei prestiti di guerra sullo sviluppo e la composizione della massa monetaria, si veda V. AZZOLINI, *I riflessi della guerra sui fenomeni della moneta e del credito*, « Rivista bancaria », febbraio 1943.

EMISSIONI DI BUONI PLURIENNALI DEL TESORO
DURANTE LA GUERRA

(miliardi di lire)

Data di emissione	Attività liquide (1)				Importo collocato	
	moneta	conti correnti	buoni ordinari del Tesoro (2)	totale	in miliardi di lire	in % delle attività liquide complessive
1940: febbraio	30,3	25,7	10,4	66,4	10,3	15,5
1941: febbraio	38,7	33,1	15,9	87,7	15,0	17,1
settembre	47,3	40,3	19,2	106,8	20,5	19,2
1942: aprile	61,3	47,2	24,4	132,9	24,4	18,4
settembre	69,5	49,8	25,0	144,3	17,8	12,3
1943: giugno	102,9	65,6	20,8	189,3	11,6	6,1

(1) Consistenza all'ultima data di rilevazione precedente l'emissione.

(2) I buoni hanno scadenza principalmente ad un anno e non oltre. Sono esclusi gli importi detenuti dalle aziende di credito.

INDEBITAMENTO GOVERNATIVO SECONDO IL TITOLO DI DEBITO
E LA CLASSE DEL PRESTATORE

Anni	Indebitamento nell'anno	di cui	
		debito flottuante	dal sistema bancario (1)
	(miliardi di lire)	(in % dell'indebitamento totale)	
1938	11,2	60,3	29,9
1939	13,9	76,7	60,4
1940	37,4	59,3	46,9
1941	71,0	38,1	36,6
1942	98,0	37,3	47,0
1943	152,3	86,1	91,8
1944-1945	572,0	76,0	76,9

(1) Comprese le monete e i biglietti di stato.

relativa nel ricorso al debito fluttuante anche rispetto ai due ultimi anni antebellici. Ma il quadro si modifica ove anzichè agli strumenti di debito si abbia riguardo alla natura dei prestatori. Appare allora (ultima colonna della tav. 2) che già nel 1942 la situazione andava peggiorando, per l'aumento della parte delle emissioni assorbita dal sistema bancario.

Una norma emanata dalle autorità di controllo del credito vincolò nel febbraio 1943 le grandi banche a mantenere l'espansione dei prestiti per scopi diversi da quelli riconosciuti di interesse bellico nei limiti di un quarto dell'incremento dei depositi.

5. Fino all'autunno del 1942, l'effetto inflazionistico della finanza di guerra si manifestò nell'accumulazione di attività liquide piuttosto che nell'aumento del flusso della spesa del settore privato. I controlli sul volume della spesa di consumo e di investimento agirono infatti con una qualche efficacia. Il raggiungimento di un certo equilibrio tra l'offerta e la domanda di risorse per scopi non bellici fu facilitato dal parziale insuccesso del regime politico « totalitario » nell'ordinare l'uso delle risorse alla condotta della guerra. La conversione dell'apparato produttivo alle fabbricazioni di guerra fu infatti meno completa che durante il primo conflitto mondiale a cagione dell'insufficiente impegno dell'amministrazione, delle resistenze dei produttori, della scarsa simpatia della gente per gli obiettivi del regime. Questi comportamenti, la meno ampia mobilitazione di uomini, e la difficoltà di far pervenire i rifornimenti agli scacchieri operativi d'oltremare, concorsero a limitare la contrazione del volume di beni e servizi disponibile per i consumi civili.

La pressione inflazionistica andò aumentando, dal lato dell'offerta come da quello della domanda, col passare del tempo, a causa del graduale dissesto nei processi di produzione e di distribuzione e dell'espansione della massa monetaria. I varchi nella barriera dei controlli si allargarono nell'autunno del 1942, quando le fortune della guerra si volsero contro le potenze del cosiddetto Asse. Fu questa l'epoca dei primi attacchi aerei massicci contro le città italiane, che aprirono gli occhi del pubblico alle realtà della situazione e frantumarono l'unità del mercato mettendo in crisi il sistema dei trasporti. L'aumento dei prezzi, che a quell'epoca avevano toccato un

livello all'incirca doppio dell'antebellico, si accelerò e le transazioni del mercato nero si diffusero. Si produsse anche una corsa alla liquidità nella forma di biglietti di banca, che creò qualche difficoltà alle officine di stampa. L'accelerazione nel movimento ascendente dei prezzi, e la deformazione in atto nell'assetto distributivo dei redditi, indebolirono sul piano tecnico e su quello etico le fondamenta del sistema del conte di Revel. Il riferimento ai valori antebellici perdeva significato, e la confisca dei plusvalori, resi fittizi dal generale aumento dei prezzi, diventava apertamente ingiusta, cessando di essere strumento di un'equa distribuzione del peso economico della guerra. Ma la transizione dall'inflazione repressa all'inflazione aperta fu soltanto parziale. In virtù del mantenimento di alcuni controlli efficaci sui prezzi (ad esempio quelli in atto per i raccolti fondamentali, i servizi di pubblica utilità e gli affitti) e dell'assenza materiale di occasioni di spesa, sia per i consumatori sia per gli uomini d'affari, la liquidità eccedente di un sistema disequilibrato (4) fu mantenuta in essere sino al termine della guerra. Ciò è dimostrato dal movimento nella velocità di circolazione della moneta in termini di reddito e da quello nel rapporto tra impieghi e depositi delle aziende di credito (fig. 1). In effetti il processo di creazione di liquidità eccedente continuò per circa un anno dopo la liberazione.

La propensione a detenere biglietti si accentuò nell'annata precedente l'armistizio e durante l'occupazione militare che lo seguì, di talchè la finanza governativa dovette appoggiarsi sempre più al torchio dei biglietti. Lo scarso successo dell'emissione di buoni poliennali del giugno 1943 riflesse questo mutamento di atmosfera. Lo sbarco alleato in Sicilia avvenne poco dopo, il 10 luglio.

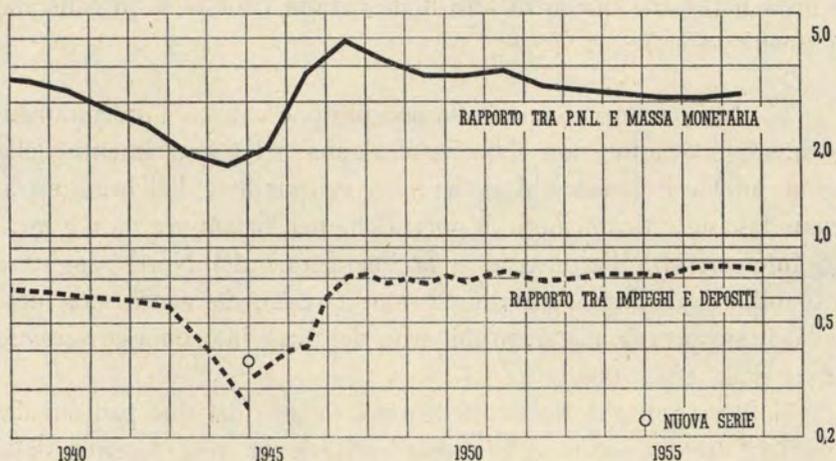
Al momento dello sbarco, i prezzi controllati si aggravavano su livelli compresi fra due e tre volte quelli antebellici. Sui mercati liberi, e nelle compravendite clandestine e semiclandestine, i prezzi si erano innalzati a livelli compresi — secondo le rilevazioni che le camere di commercio effettuano in tutte le parti del paese — fra

(4) J. K. GALBRAITH, *The Disequilibrium System*, «The American Economic Review», giugno 1947; A. J. BROWN, *The Great Inflation, 1939-1951*, Oxford University Press, 1955.

cinque e dieci volte gli antebellici. Le punte più elevate si riscontravano nei settori dei generi alimentari, delle materie prime di importazione e dei manufatti con un alto contenuto di importazione.

FIG. I

VELOCITÀ DI CIRCOLAZIONE DELLA MONETA
E RAPPORTO IMPIEGHI-DEPOSITI, 1938-1958



II. *L'occupazione militare* (settembre 1943-aprile 1945).

6. Lo sbarco alleato fu seguito, nel giro di due settimane, dalla caduta del regime fascista. Il nuovo governo regio del maresciallo Badoglio iniziò presto le trattative per l'armistizio, che venne concluso l'8 settembre. All'armistizio fece seguito uno dei periodi più oscuri della storia d'Italia. Dopo due mesi di eclissi, Mussolini tornò al potere sotto tutela germanica. Il movimento di resistenza si sviluppò nelle regioni occupate dai tedeschi, e forze regolari italiane combatterono sui due fronti opposti. L'avanzata degli eserciti alleati nella penisola, dapprima rapida, fu arrestata dalla fiera resistenza germanica a Cassino sino al maggio 1944. Roma venne liberata all'inizio di giugno, ma altri undici mesi dovevano trascorrere prima che venisse superato l'ostacolo del sistema difensivo apprestato nell'Appennino toso-emiliano, la cosiddetta « linea gotica ». L'intera valle del Po, ricca di fertili terre e fervida di attività industriali,

rimase così sotto controllo tedesco sino alla vigilia del crollo finale della Germania.

Gli sviluppi monetari nei ventuno mesi e mezzo durante i quali gli opposti eserciti si contesero il suolo italiano furono caratterizzati dall'adozione di una finanza di guerra puramente inflazionistica (§ 7). Al tempo stesso, i livelli di produzione caddero (§ 8); il processo inflazionistico delle regioni liberate si andò differenziando nel ritmo e nella natura da quello in atto nelle regioni rimaste sotto controllo germanico (§ 9).

7. Nei territori rimasti sotto occupazione tedesca, l'indebitamento a lungo termine non ebbe parte alcuna nel finanziamento della spesa pubblica. I tedeschi si fecero corrispondere dall'amministrazione fascista un contributo di guerra che nei diciannove mesi e mezzo intercorsi tra l'armistizio e la liberazione del Nord raggiunse 184 miliardi di lire. L'amministrazione fascista, dal canto suo, spese nello stesso periodo circa 170 miliardi, dei quali intorno a 50 vennero tratti dalla tassazione.

Il flusso complessivo di spesa posto in atto dai due padroni del Nord fu dunque vicino ai 20 miliardi di lire per mese. Un'idea delle sue dimensioni può ottenersi confrontandolo con la spesa statale di circa 3 miliardi di lire mensili che si ebbe, per l'Italia presa nel suo insieme, durante l'ultimo anno finanziario di pace (luglio 1938-giugno 1939). Quel flusso di spesa incideva sopra un volume di reddito, che in termini reali, nelle regioni rimaste sotto occupazione tedesca durante il 1944-45, era probabilmente pari ad appena un terzo del reddito totale dell'Italia nel 1938.

I 120 miliardi di lire che l'amministrazione fascista trasse dal sistema bancario vennero forniti in parte dalla banca centrale, nella forma di anticipazioni, ma principalmente dalle aziende di credito, direttamente o per il tramite della banca centrale. Il concorso diretto delle aziende di credito assunse la forma della sottoscrizione di buoni ordinari del Tesoro e della costituzione di depositi presso il Tesoro (col trasferimento conseguente al conto del Tesoro di fondi detenuti dalle aziende medesime presso la Banca d'Italia). La Banca d'Italia, inoltre, accettava dalle aziende di credito depositi a 15 giorni, fruttiferi dell'interesse del 3% e li investiva largamente in

buoni ordinari del Tesoro. L'afflusso di fondi a questi depositi fu molto largo, sia perchè le banche erano riluttanti a finanziare direttamente la moribonda amministrazione fascista con l'acquisto di titoli, sia perchè l'incertezza del momento le induceva a mantenersi quanto più possibile liquide. Anche se si concede che questo flusso di ritorno di fondi dalle aziende di credito veniva alimentato dalla larga creazione di credito della banca centrale a favore del Tesoro, le sue dimensioni indicano che la domanda di credito da parte del settore privato era estremamente bassa, a causa della flessione nell'attività produttiva e nel volume delle scorte. La parte degli attivi bancari costituita da crediti all'economia andò continuamente crescendo tra l'armistizio e la liberazione. La struttura dell'attivo delle maggiori banche milanesi al momento della liberazione (aprile 1945) era all'incirca la seguente (fatto 100 il totale di bilancio): contante 3, depositi presso la Banca d'Italia e il Tesoro 66, buoni del Tesoro 7, altri investimenti in titoli 7, crediti 12, altre voci 5.

Questo stato di cose agiva indubbiamente a sollievo della circolazione dei biglietti; ma la massa dei biglietti impiegati nella circolazione attiva o tesoreggiati andava ugualmente aumentando con celere ritmo e verso la fine del periodo di occupazione la Banca d'Italia, la quale si era deliberatamente astenuta dallo spingere al massimo la produzione delle officine carte valori, incontrò nuovamente difficoltà a soddisfare la domanda di biglietti delle autorità e del mercato, tanto che, al momento della resa germanica, rimase iscritto sui libri della Banca d'Italia un credito dei tedeschi di circa 13 miliardi di lire, che non avevano potuto essere corrisposti per mancanza di biglietti. Il difetto di biglietti di banca indusse alcune aziende di credito ad emettere assegni al portatore in tagli fissi. Questo surrogato di moneta scomparve dopo la liberazione, ma il problema di un'adeguata scorta di biglietti ritornò presto alla ribalta in relazione ai progetti di riforma monetaria.

L'aumento della circolazione dei biglietti, nelle regioni occupate dai tedeschi, toccò, tra la fine dell'agosto 1943 e la fine dell'aprile 1945, i 159 miliardi di lire e rappresentò il 65 % dell'aumento complessivo della circolazione avutosi sull'intero territorio nazionale fra le due date indicate (da 116 a 361 miliardi). Del residuo 35 %, la massima parte (32 %) è costituita dall'emissione di moneta militare

alleata (amlire) e solo il 3% dall'emissione di biglietti della Banca d'Italia eseguita nei territori liberati per i bisogni del governo regio e dell'economia. Ad onor del vero, deve dirsi che una parte delle emissioni alleate servì a finanziare i bisogni degli enti locali italiani per la popolazione civile (5).

Il governo Badoglio riuscì dunque a finanziarsi senza eccessivo ricorso al torchio dei biglietti. Questo risultato fu dovuto all'ambito limitato delle sue attività e al successo di un nuovo strumento di finanziamento a breve termine. L'emissione di buoni ordinari del Tesoro (solitamente ad un anno) restò sospesa per qualche tempo nelle aree sottoposte al governo militare alleato. Nè i buoni del Tesoro, nè i buoni fruttiferi postali (questi con scadenza minima di un anno) erano accettati volentieri dai risparmiatori nelle condizioni di grande incertezza allora dominanti.

In tale situazione, venne deciso che la Banca d'Italia (la quale ha una filiale in ogni provincia) accettasse dalle banche, in aggiunta ai consueti depositi a scadenza di otto e quindici giorni, speciali depositi vincolati a tre e quattro mesi, fruttiferi rispettivamente all'interesse del 4 e 4½%. Per effetto della larga emissione di biglietti da parte delle autorità militari alleate, e della bassa domanda di credito del settore privato, su questi conti si raccolsero ingenti disponibilità. « Se si fa eccezione per alcuni acquisti di buoni del Tesoro e anticipazioni ai consorzi agrari, l'attività delle banche si concentrò nel ricevere fondi sui conti di deposito e trasferirli alla Banca d'Italia » (6).

Alla vigilia della liberazione del Nord, il governo Badoglio riprese la strada dell'indebitamento a medio termine con il cosiddetto prestito Soleri, che sarà descritto in seguito.

Per il paese preso nel suo insieme, il saggio di sviluppo della circolazione dei biglietti durante i 19 mesi e mezzo intercorrenti tra l'armistizio e la liberazione fu più elevato di quello dei precedenti anni di guerra, e anche di quello che si ebbe poi nell'infla-

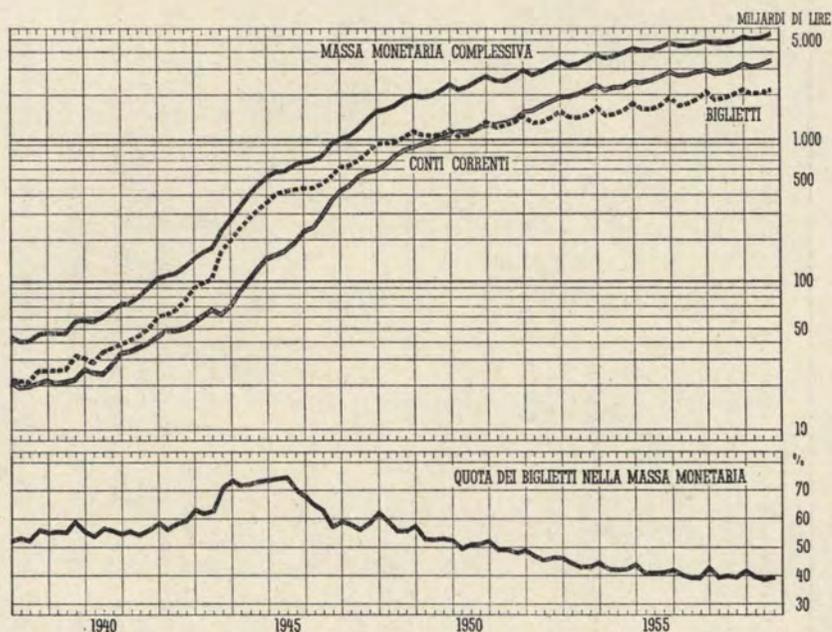
(5) Per un esame particolareggiato, si veda la *Relazione del governatore della Banca d'Italia sull'esercizio 1945*, pag. 67 e seguenti.

(6) F. A. SOUTHARD, *The Finances of European Liberation*, The Carnegie Endowment for International Peace, 1946, pag. 96.

zione del 1946-47 (fig. 2). La parte che i depositi delle aziende di credito presso la Banca d'Italia ebbero, sui due lati del fronte, nel finanziamento governativo è indicata dai cambiamenti intervenuti nella situazione della Banca d'Italia tra l'agosto 1943 e il giugno 1945 (tav. 3).

FIG. 2

MASSA MONETARIA E SUA STRUTTURA, 1938-1958



8. Il potere d'acquisto della lira cadde più celermente durante quei mesi gravidi di eventi che in qualsiasi altro tratto dei 24 anni sotto rassegna. L'urto di una massa monetaria in rapida espansione fu reso più forte dalla caduta produttiva. Nell'industria, le difficoltà più serie nacquero dalla crescente deficienza di combustibile e di materie prime, per le quali le regioni altamente industrializzate del Nord dipendevano largamente dalle importazioni (di cotone, lana, cellulosa, gomma, rame) o dall'Italia meridionale. Alla metà del 1944, la linea gotica separò il Nord dalle tre principali regioni minerarie (la Toscana, la Sardegna e la Sicilia) che lo rifornivano normalmente di minerale di ferro, pirite, mercurio, carbone, lignite, zinco, piom-

PRINCIPALI VOCI DI SITUAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA (1)
(miliardi di lire)

	Dicembre 1938	Agosto 1943	Giugno 1945	Settembre 1947	Dicembre 1957
ATTIVITÀ SULL'ESTERO (2)	4,0	2,5	0,6	12,0	719,2
<i>Operazioni col Tesoro:</i>					
Investimento di depositi delle banche (3)		8,0	68,0	65,0	345,0
Altri investimenti e anticipazioni . .	10,6 (4)	115,7 (4)	470,1 (4)	616,0 (5)	1.138,5 (5)
Saldo del c/c di tesoreria	0,9	3,7	27,6	17,3	169,7
CREDITO NETTO VERSO IL TESORO . . .	9,7	120,0	510,5	698,3	1.653,2
<i>Operazioni con le banche:</i>					
Sconti e anticipazioni	5,5	7,7	6,8	48,1 (6)	306,0 (6)
Riserve obbligatorie				4,0	545,2
Altri depositi	0,5	12,8	120,1	66,8	71,0
CREDITO (O DEBITO) NETTO VERSO LE BANCHE	5,0	5,1	113,3	22,7	310,2
BIGLIETTI IN CIRCOLAZIONE	19,0	115,6	370,5	667,7	1.913,7
ALTRE VOCI	0,3	1,8	27,3	19,9	148,7

(1) Le cifre in corsivo indicano passività della Banca d'Italia.

(2) Compreso il finanziamento all'Ufficio dei cambi per acquisto di oro e valute.

(3) Gli investimenti compresi in questa voce sono regolati da speciali accordi tra il Tesoro e la Banca e finanziati con i depositi vincolati (ordinari e della riserva obbligatoria) intrattenuti dalle banche presso la Banca d'Italia, ma di importo generalmente inferiore a quello di tali depositi.

(4) Compresi il debito consolidato dell'IRI ed i crediti verso il Consorzio per sovvenzioni su valori industriali derivanti da forniture allo stato.

(5) Compreso, nel 1947, l'intero importo del risconto di effetti di ammasso obbligatorio; nel 1957, la parte di tale importo relativa a campagne passate.

(6) Cfr. nota precedente.

bo e zolfo. Già verso la fine del 1944 la produzione di ghisa nelle regioni occupate dai tedeschi era caduta a circa un quinto di quella realizzata dalle stesse regioni nel 1939, quella di acciaio ad un terzo. L'importante industria delle fibre tessili artificiali era in gran parte inattiva; anche le industrie tessili delle fibre naturali, l'industria chimica, quelle del cemento e dei materiali da costruzione erano scese a livelli di produzione infimi (7). Soltanto la produzione di energia elettrica, essendo in grande prevalenza fondata nel Nord sullo sfruttamento delle risorse idriche dell'arco alpino, si mantenne su livelli vicini a quelli dell'immediato anteguerra, sia prima che dopo la liberazione, perchè tanto gli attacchi aerei alleati quanto i tedeschi nella loro ritirata risparmiarono le centrali elettriche.

Per l'anno 1945, e con riferimento all'intero territorio nazionale, un autorevole studioso (8) ha calcolato per i principali settori i seguenti indici della produzione industriale in base 1938 = 100:

miniere	31	<i>industrie tessili:</i>	
metallurgia	16	seta greggia	29
siderurgia	18	filatura del cotone	8
automobili	20	tessitura del cotone	12
chimica	11	rayon	3
cemento	11		
energia elettrica	86		

Nell'agricoltura, il raccolto del 1944 fu pari al 76% appena di quello del 1938. Risultato assai peggiore diede il 1945, quando il raccolto si ragguagliò al 55-60% soltanto di quello del 1938. Questi deludenti risultati devono ascrivere al difetto — che al protrarsi della guerra si era venuto facendo più grave di annata in annata — di sementi elette, di fertilizzanti, di antiparassitari. La situazione venne aggravata nel 1945 dall'avverso decorso stagionale: una protratta siccità distrusse prati e colture. Poichè gli autoconsumi dei produttori incidono per quantità pressochè costanti sul raccolto, la caduta della produzione agricola a poco più della metà del volume normale

(7) COMMISSARIATO NAZIONALE DEI PREZZI, « Rassegna di congiuntura », n. 1, gennaio 1945.

(8) F. COPPOLA D'ANNA, *Il reddito nazionale italiano nel 1945*, « Congiuntura economica », novembre 1946.

comportò una riduzione delle quantità offerte sul mercato a circa un terzo (9).

Il prodotto nazionale lordo ai prezzi del 1938 sarebbe sceso, secondo i dati ufficiali, da 153 miliardi nel 1938 a 129 nel 1943, 95 nel 1944, 77 nel 1945 (10).

Il pregiudizio derivante dai saccheggi compiuti dalle armate occupanti sui due lati del fronte fu meno immediato. Nelle regioni liberate, essi assunsero principalmente la forma del disboscamento; in quelle occupate dai tedeschi si ebbero la deportazione in massa di operai, lo smantellamento di moderni impianti, la sottrazione di 95 tonnellate di oro e di opere d'arte.

9. L'inflazione della massa monetaria esercitò effetti più distruttivi nella povera e primitiva economia delle regioni meridionali liberate che in quella più ricca e più altamente organizzata delle regioni rimaste sotto occupazione germanica (11). La continuità della

(9) Per un più ampio e informato commento si veda P. ALBERTARIO, *Aspetti apparenti e reali dell'odierna situazione alimentare*, « Socialismo », gennaio-febbraio 1946.

(10) ISTITUTO CENTRALE DI STATISTICA, « Annali di statistica », serie VIII, volume 9.

F. COPPOLA D'ANNA, *op. cit.*, arriva alle seguenti stime del prodotto netto dei principali settori ai prezzi del 1938 (*miliardi di lire*):

	1938	1945	1945 in % del 1938
Agricoltura	43,1	25,7	0,60
Industria	40,0	10,0	0,25
Commercio	10,4	4,5	0,43
Edilizia	6,7	5,7	0,85
Professioni	18,2	13,5	0,75
	118,4	59,4	0,50

(11) « A Napoli, non meno che nella Sicilia, l'effetto dell'occupazione alleata fu immediatamente e intensamente inflazionistico, e il tentativo di mantenere i prezzi al livello vigente fallì completamente, non senza una considerevole diminuzione nel prestigio del governo militare, il quale si manifestò incapace di fare applicare le proprie disposizioni. Con un tasso ufficiale di cambio di 400 lire italiane per lira sterlina, e delle remunerazioni per i militari più che doppie di quelle per il lavoro civile, l'impresa era disperata ». C.R.S. HARRIS, *Allied Military Administration of Italy 1943-1945*, Her Majesty's Stationery Office, London, 1957, pag. 90.

amministrazione in queste ultime consentì di mantenere sino alla fine della guerra un sistema efficace di razionamento e di controllo dei prezzi per una più ampia gamma di beni e servizi. Nell'economia tronca dell'Italia meridionale, l'apparato di controllo e i suoi amministratori fascisti furono spazzati via all'avvento del governo militare alleato. Col risorgere di un movimento sindacale indipendente, entrò presto in azione la spirale prezzi-salari.

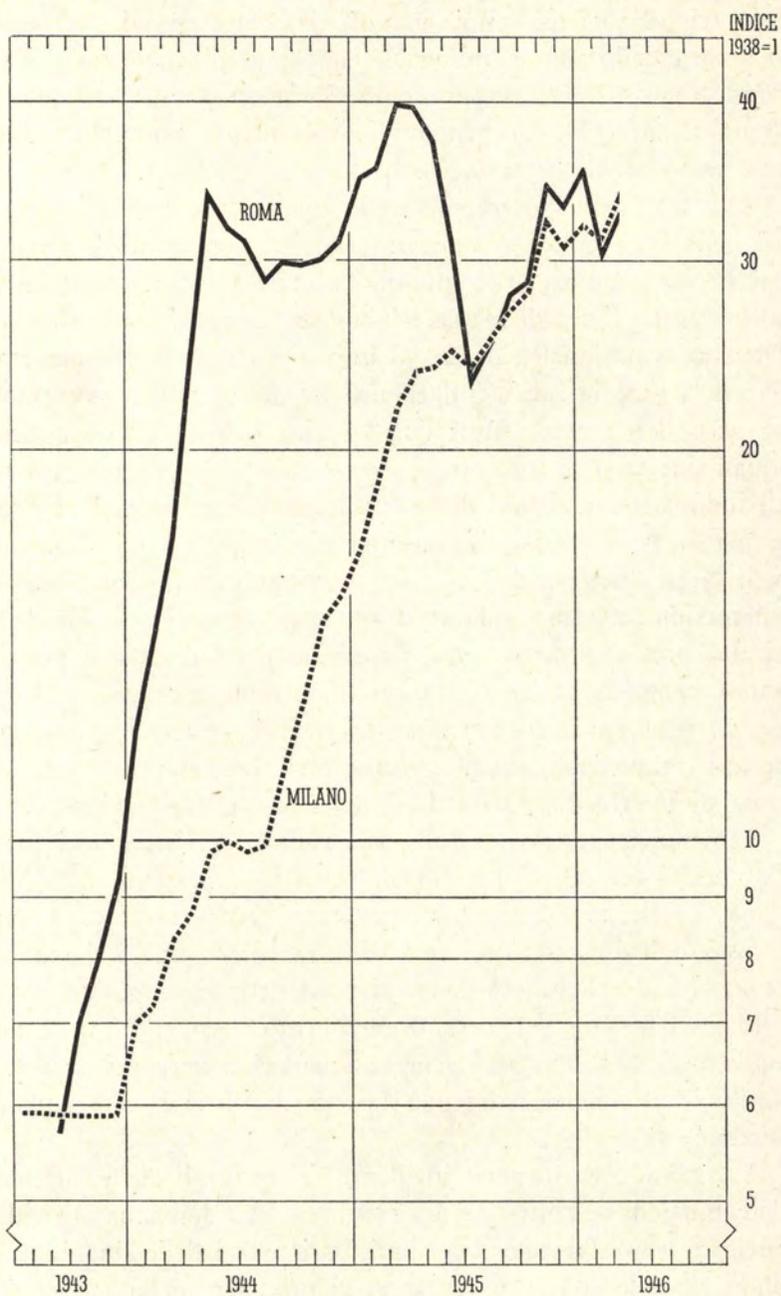
Alla fine della guerra, il livello medio generale dei prezzi a nord della linea gotica era ancora assai inferiore a quello delle regioni liberate, tanto che le autorità militari alleate coltivarono per qualche tempo l'idea di regolare il traffico di merci tra le due zone del territorio nazionale, al fine di impedire che il Sud comunicasse al Nord la propria carica inflazionistica. Ma, come era avvenuto in altre parti del mondo (Australia, America Latina) il Sud agricolo, in quasi due anni di isolamento, aveva esaurito le sue scorte di prodotti industriali: non solo di macchine utensili e di parti di ricambio, ma anche dei beni di consumo più indispensabili. Dal canto suo, il Nord difettava di varie derrate alimentari prodotte nelle regioni meridionali, tra cui l'olio di oliva, gli agrumi e il sale da cucina. La pressione proveniente dalle due parti del paese per una pronta e completa saldatura economica fu dunque assai forte e condusse ad una rapida riattivazione dei traffici attraverso gli ordinari operatori commerciali, cui si aggiunse una classe improvvisata e numerosa di intermediari nata dalle necessità della situazione.

Come primo effetto si ebbe una caduta del livello dei prezzi nelle regioni centrali e meridionali verso le quotazioni della Valle Padana. La flessione è illustrata nella fig. 3, che presenta le curve del costo dell'alimentazione nelle due maggiori città italiane, una (Roma) al sud e l'altra (Milano) al nord della linea gotica.

Ma, nell'insieme del paese, il movimento ascendente riprese nella seconda metà dell'anno per i generi alimentari, a causa dei cattivi raccolti. Per le altre merci, esso segnò il passo e lasciò anzi posto a qualche flessione (§ II).

A cagione della ineguale incidenza dei controlli, delle differenze nelle condizioni dell'offerta e nell'elasticità della domanda al reddito, il fascio di curve formato dagli indici dei prezzi delle singole merci si andò aprendo come un ventaglio al procedere della guerra. Nel

COSTO DELL'ALIMENTAZIONE 1943-46



1945, dopo la liberazione dell'intero paese, gli indici in base 1938 = 1 di un importante gruppo di prezzi, ossia i prezzi liberi delle derrate alimentari e dei prodotti tessili, si aggiravano intorno a 40. Accanto ad essi, sussistevano gruppi quasi egualmente importanti di prezzi ufficiali per i prodotti agricoli assoggettati ad un regime regolato di distribuzione e di tariffe per i servizi di pubblica utilità, che si erano appena avvicinati all'indice 10 ed in alcuni casi (come quello degli affitti delle abitazioni) erano rimasti ai livelli del 1938.

L'aumento dei salari fu contenuto per quasi tre anni dal regime di blocco adottato per prezzi e salari nel giugno 1940. Fino all'aprile 1943, il blocco fu temperato soltanto dagli aumenti negli assegni familiari, dalla concessione di due premi erogati nel giugno 1941 (due settimane e mezzo di paga) e nel novembre 1942 (una settimana di paga), nonché da alcuni pagamenti in natura. Quando si tenga conto di questi elementi integrativi, l'aumento nelle paghe orarie fino all'aprile 1943 risulta di circa un terzo. Le mense aziendali e l'assegnazione di derrate a prezzi ridotti, all'infuori del sistema generale di razionamento, contribuirono a mantenere basso il costo della vita per i lavoratori occupati. Nell'aprile 1943, fu concessa un'indennità di presenza riferita ad ogni giorno lavorato e compresa fra un quarto ed un terzo del salario base.

Come per i prezzi, così per i salari il movimento ascendente dopo lo sbarco in Sicilia fu più rapido a sud che a nord della linea del fronte (fig. 6).

Poiché il peso relativo dei prezzi liberi era maggiore al Sud che al Nord, i salari nel Sud tendevano a seguire il movimento dei prezzi liberi, mentre nel Nord non andavano molto oltre il livello dei prezzi controllati.

Nel dicembre 1943, il governo militare delle regioni liberate emanò ordinanze che aumentavano le tariffe salariali di percentuali comprese tra il 10 e il 70. A questo primo balzo fece seguito l'istituzione, a decorrere dall'agosto 1944, dell'indennità di caro vita, che nel febbraio 1945 venne trasformata in un'indennità di contingenza, nome scelto a sottolineare il carattere precario della soluzione adottata, nell'attesa che la stabilizzazione della situazione economica consentisse la revisione delle paghe di base. L'indennità era

stabilita in misura diversa per i due sessi, ma per il resto era uniforme, fuorchè per le quote aggiuntive dovute ai capi famiglia.

Nelle regioni sotto occupazione germanica, le paghe di base vennero aumentate del 30% (15% per gli scaglioni salariali più alti) nel dicembre 1943. Nel settembre 1944, all'indennità di presenza fu aggiunta un'indennità di guerra.

Pur tenuto conto dell'apporto dato ai bilanci delle famiglie operaie dai generi alimentari ottenibili a prezzi stabili con le tessere annonarie, il potere d'acquisto dei salari vigenti nel 1945 nelle regioni occupate dai tedeschi era caduto all'incirca alla metà di quello del 1938, ossia grosso modo nella stessa misura in cui si era ridotto il reddito nazionale.

In moneta corrente, la busta paga, comprensiva di tutti gli elementi accessori della retribuzione, per l'operaio milanese specializzato non superava, all'inizio del 1945, le quattro o cinque volte quella del 1938; per gli operai comuni e per le donne l'analogo rapporto era di cinque o sei volte.

Alla stessa epoca, nell'Italia liberata i salari toccavano già livelli compresi tra 10 e 15 volte quelli antebellici (12).

Sia a nord che a sud della linea del fronte, le componenti retributive che negli anni di guerra vennero aggiunte alla paga base erano d'importo uniforme per tutti i lavoratori, o per larghi gruppi definiti dal sesso, dall'età, dalla situazione di famiglia. Questa mancanza di diversificazione comportò un forte livellamento nella remunerazione dei vari gruppi di salariati o di stipendiati verso i livelli di sussistenza rappresentati dai salari dei manovali e delle donne.

III. *Il flusso e riflusso del movimento inflazionistico nei primi anni postbellici (maggio 1945-settembre 1947).*

10. Con la liberazione del Nord, ci si poteva attendere che l'inflazione aperta già in atto nel Sud si estendesse a tutto il territorio nazionale. L'estrema liquidità delle banche a quell'epoca rifletteva una situazione di elevata liquidità del settore privato dell'economia

(12) Intorno all'andamento dei salari fino al 1949, si vedano la già citata *Rassegna di congiuntura* e F. AMBROGI, *Le retribuzioni dei dipendenti dell'industria dal 1938 al 1949*, « Rassegna di statistiche del lavoro », maggio-giugno 1949.

preso nel suo insieme. La massa monetaria stava al prodotto nazionale lordo nel rapporto del 55% nel 1944 e del 47% nel 1945, contro il 28 % nel 1938 (tav. 4 e fig. 1).

MASSA MONETARIA E PNL
(miliardi di lire)

TAV. 4

Anni	Biglietti e monete (1)	Conti correnti (2)	Massa monetaria	PNL	Rapporto percentuale della massa monetaria al PNL
1938	22,1	20,1	42,2	152,8	27,7
1944	274,0	106,0	380,0	686,0	55,4
1945	419,0	168,0	587,0	1.254,0	46,8
1947	716,0	518,0	1.234,0	5.992,0	20,6
1957	1.897,0	2.911,0	4.808,0	14.805,0	32,5

(1) Compresi gli assegni circolari.

(2) Conti correnti di corrispondenza e conti correnti ordinari.

La liquidità netta del settore privato (calcolata deducendo il suo indebitamento presso le banche dal possesso di biglietti, monete e depositi) era anche alta, perchè l'espansione del credito era servita quasi interamente per finanziare il Tesoro. Nell'analisi per settori, l'elevata liquidità netta delle imprese e delle persone era compensata dalla liquidità negativa del Tesoro: la liquidità del paese verso il resto del mondo essendo stata ridotta praticamente a zero dall'asportazione dell'oro della Banca d'Italia. All'interno del settore privato, si deve ritenere che il possesso di fondi liquidi fosse distribuito molto inegualmente. Questa distribuzione rifletteva l'alterazione nella struttura dei redditi che si era prodotta dopo il 1938 in conseguenza sia della graduale concentrazione della domanda civile sui generi di prima necessità, sia della diversa efficacia dei controlli dei prezzi nei vari settori dell'economia. Gli agricoltori e i commercianti si erano avvantaggiati rispetto agli altri gruppi di popolazione attiva e ai detentori di crediti in moneta (13).

(13) Più gravemente colpiti furono naturalmente i titolari di redditi fissi, ossia i possessori di libretti di deposito a risparmio, di titoli di stato e di polizze di assicurazione sulla vita, i pensionati, i proprietari di case e terreni d'affitto. A differenza di quanto avvenne dopo la prima guerra mondiale,

La velocità di circolazione della moneta al momento della liberazione (e quindi il potenziale inflazionistico) era influenzata da una varietà di fattori inconsueti.

La caduta del reddito nazionale fu accompagnata, come si è già avvertito, da una riduzione più che proporzionale della produzione disponibile per la vendita, stante la relativa stabilità degli autoconsumi. Il volume di moneta impegnato negli scambi si ridusse perciò più che in proporzione alla caduta del reddito. Inoltre l'alterazione nella struttura dei salari e dei prezzi fu tale da aumentare il peso dei pagamenti ricorrenti con più frequenza. Infatti, il livellamento delle remunerazioni aumentò il peso dei pagamenti fatti agli operai con periodicità settimanale rispetto a quelli fatti agli impiegati con periodicità mensile. Il blocco degli affitti e delle tariffe dei servizi pubblici (elettricità, telefono, gas) riduceva il peso di una massa di pagamenti che avvengono ad intervalli relativamente lunghi, compresi tra un mese e un anno, e che tra le successive scadenze danno luogo alla formazione di sostanziali scorte di biglietti. Nello stesso senso, di contrarre il fabbisogno di biglietti, agiva la ridotta incidenza delle imposte dirette pagabili bimestralmente. Infine, la concentrazione della spesa sulle derrate alimentari aveva eliminato in gran parte l'accumulazione di scorte liquide intese a finanziare l'acquisto di beni di consumo durevoli e semidurevoli.

la reazione di questi gruppi alla perdita di « reddito non guadagnato » fu di valersi di quelle occasioni di lavoro e di guadagno che l'espansione economica del paese offrì loro, piuttosto che quella di adottare ideologie politiche estreme.

Una parte notevole dell'onere ricadde su tutte le economie di consumo detentrici di biglietti; sullo stato e sugli enti locali quali esercenti di servizi di pubblica utilità (ferrovie, poste, distribuzione di elettricità, gas e acqua); infine, sui lavoratori dipendenti appartenenti ai gruppi più alti di reddito quali i funzionari pubblici, gli impiegati, gli operai specializzati, per effetto dello schiacciamento della scala delle remunerazioni verso i livelli degli operai comuni.

L'alterazione nella struttura dei prezzi e dei redditi si è venuta gradualmente correggendo nel decennio che ha seguito la stabilizzazione del 1947; tuttavia, in alcuni casi (come quello degli affitti per case di abitazione) il processo non è completo, e alcune variazioni prodottesi durante la guerra e l'immediato dopoguerra (tra cui il miglioramento relativo nella paga degli operai comuni) sono state definitivamente acquisite alla nuova struttura salariale.

Tutti i fattori fin qui detti concorrevano ad accrescere la velocità di circolazione; tuttavia, questa tendenza fu in certa misura compensata da fattori operanti in senso opposto. Gli alti prezzi delle derrate alimentari avevano generato redditi di congiuntura nel ceto degli agricoltori, presso il quale è più diffuso il tesoreggiamento dei biglietti, incoraggiato anche dalla difficoltà di reperire sul mercato prodotti industriali, sia per l'investimento sia per il consumo.

In definitiva, la situazione non proponeva il dilemma tra l'inflazione aperta e la riforma monetaria, consentendo, quale terza possibilità, una politica di contenimento che desse tempo per aumentare la produzione, e ricondurre i prezzi a una struttura normale, così da ricostituire l'equilibrio tra il bisogno di liquidità e l'offerta di moneta al livello dei prezzi vigenti, con due soli aggiustamenti verso l'alto:

a) uno immediato, inteso ad allineare i prezzi controllati del Nord con il livello salariale già raggiunto nel Sud (§ 19);

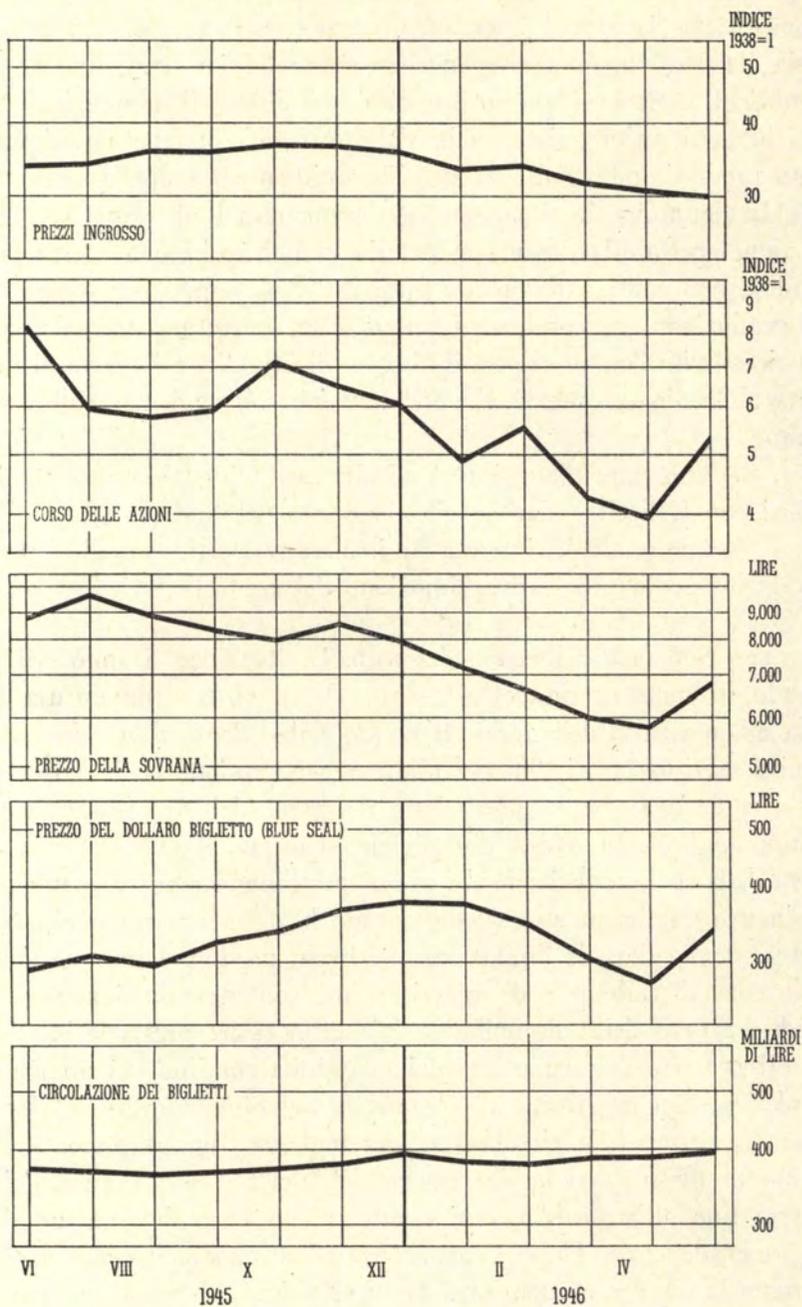
b) uno graduale, inteso a ripristinare rapporti normali di prezzo attraverso la progressiva rimozione dei controlli.

11. Sino alla primavera del 1946, la situazione si andò sviluppando in maniera promettente (fig. 4), in virtù della diffusa attesa di un ribasso dei prezzi. Il rapido rialzo degli ultimi due anni veniva ascritto principalmente alle carenze prodotte dalla guerra e ci si attendeva che la liberazione da parte dell'America portasse tempi migliori. In questa disposizione d'animo, il pubblico si asteneva dalla spesa, e il livello dei prezzi per l'intero paese si mantenne all'incirca stabile, mentre si contraevano le differenze regionali. Nel settore degli affari, la limitazione dei livelli produttivi imposta dalla deficienza di carbone e di materie prime conteneva la domanda di credito e l'uso delle disponibilità liquide in essere presso le banche.

Il processo di formazione della liquidità continuò ad un ritmo moderato, con un ritorno di preferenze dal biglietto verso il deposito. La curva della circolazione dei biglietti (fig. 2) presenta un punto di flesso dopo la liberazione del Nord. Dallo scoppio della guerra fino all'armistizio, essa mantenne un tasso di aumento del 4% mensile circa. Dopo l'espansione incontrollata che ebbe luogo durante la duplice occupazione, la curva volse, nel primo anno suc-

FIG. 4

LA PAUSA DEL 1945-46 NEL PROCESSO DI INFLAZIONE



cessivo alla liberazione, verso la linea di sviluppo tendenziale degli anni di guerra e, avendola toccata intorno alla metà del 1946, vi si mantenne sino alla fine del 1947.

Lo spostamento dal biglietto al deposito che seguì la liberazione aumentò in due modi il potenziale di espansione del credito. In primo luogo, esso consentì alle banche, in via immediata, di accrescere ulteriormente i loro depositi presso l'istituto di emissione (da 120 miliardi nel maggio 1945 a 138 miliardi nel gennaio 1946). In secondo luogo, quando l'espansione del credito si produsse, esso limitò il connesso aumento della circolazione dei biglietti e quindi l'usura della liquidità bancaria⁽¹⁴⁾.

Il senso di fiducia del pubblico si riflesse nei prezzi dei beni rifugio e delle attività finanziarie, quali oro, valute estere, titoli azionari. I prezzi dei beni rifugio nella prima metà del 1945 erano più elevati nelle regioni settentrionali sotto occupazione germanica, all'opposto di quanto avveniva per i salari e per i prezzi delle altre merci che, come si è già visto, erano più alti nelle regioni centrali e meridionali liberate. Ad esempio, nell'aprile 1945 la sterlina oro quotava 9.500 lire a Roma e 11.500 a Milano. I corsi delle azioni alla borsa di Milano, nell'autunno 1944, superavano di circa un terzo quelli della borsa di Roma; essi scesero nei mesi successivi, quando la liberazione apparve vicina, e la flessione continuò nella seconda

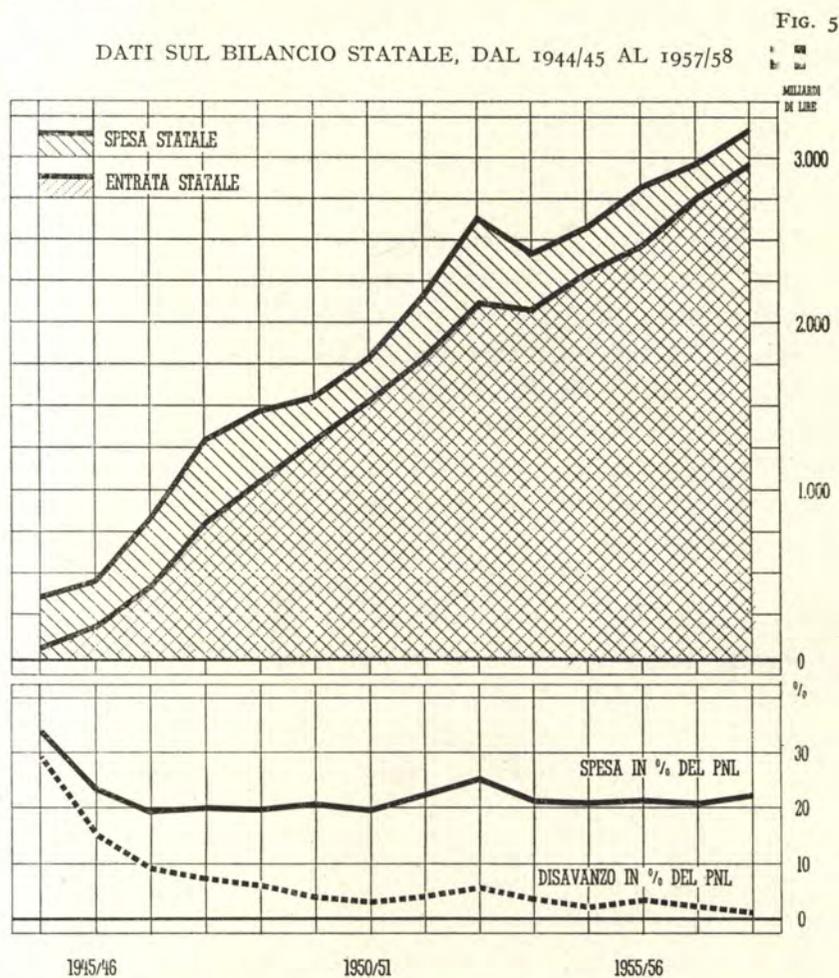
(14) Tuttavia, questo secondo effetto risentì anche dei movimenti ciclici nel rapporto tra circolazione e depositi, che interruppero o rovesciarono temporaneamente, durante le riprese inflazionistiche (1946-47, Corea) lo spostamento tendenziale verso i depositi, continuato sino ai nostri giorni (fig. 2). I mutamenti nella struttura delle attività liquide detenute dal pubblico e i loro effetti sulla misura dell'espansione del credito in Italia durante il periodo sotto rassegna sono stati analizzati da A. GAMBINO, *La ricostruzione dei depositi bancari in Italia*, « Moneta e Credito », n. 24, dicembre 1953, e *Money Supply and Interest Rate in Recent Macro-Economic Conceptions*, « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », n. 30, settembre 1954. Gambino pone in luce un altro importante fattore nel processo di espansione del credito, ossia la graduale contrazione nel rapporto tra le disponibilità liquide (volontarie) delle banche e i depositi. Gli effetti dei mutamenti ciclici nella composizione della massa monetaria sono stati sottolineati nel saggio *Monetary Analysis in Italy*, pubblicato negli « Staff Papers » del Fondo monetario internazionale, febbraio 1957 (e riprodotto in questo volume) e, con rispetto all'esperienza del 1946-47, da F. A. e V. C. LUTZ, *Monetary and Foreign Exchange Policy in Italy*, Princeton University Press, 1950.

metà del 1945. L'indice medio dei corsi azionari alla borsa di Milano (1938 = 100) cadde da circa 1.100 nel dicembre 1944 a circa 800 nel giugno 1945, fino a toccare un minimo di 390 nell'aprile 1946. Per contro, i titoli di stato si apprezzarono, e il loro rendimento medio scese dal 6,28% nel maggio 1945 ad un minimo di 5,52% nello stesso aprile 1946. Anche i prodotti tessili erano stati usati come beni rifugio e i loro prezzi declinarono verso la fine del 1945.

12. Il primo prestito del governo democratico trovò favorevole collocamento. Si trattò di una emissione di buoni del Tesoro quinquennali 5%, che presero nome dal ministro del Tesoro Soleri. La emissione avvenne in due tempi: prima nelle regioni liberate del Centro-Sud (aprile-maggio 1945) poi nel Nord (luglio-agosto). I sottoscrittori furono circa due milioni, e il ricavo del prestito di 33 miliardi nella prima fase e 76 nella seconda. Nell'anno finanziario 1945/1946, il Tesoro trasse altri 83 miliardi dal collocamento dei buoni ordinari del Tesoro e 51 miliardi dal risparmio postale. Riferite a qualsivoglia parametro appropriato, queste cifre erano alte e consentirono di coprire la spesa governativa del primo esercizio successivo alla liberazione senza ricorrere al credito dell'istituto di emissione.

Il bilancio dello stato si avvantaggiò a quell'epoca, dal lato della spesa, della riduzione di oneri dovuta all'inflazione, nei riguardi sia del debito pubblico che delle remunerazioni dei pubblici dipendenti. I bilanci degli esercizi antebellici erano anche gravati degli oneri per le forze armate e per le colonie che, insieme con l'interesse sul debito pubblico, formarono il 61% della spesa complessiva nell'ultimo esercizio di pace (1938/39). La guerra quasi annullò questi oneri, ma una serie di fattori concorse al tempo stesso a ridurre l'entrata: il disordine dell'amministrazione fiscale che impediva accertamenti aggiornati delle imposte dovute; l'arresto virtuale del commercio d'importazione privato; i bassi livelli di reddito; la contrazione dei consumi voluttuari colpiti dalle imposte indirette. Inoltre dal lato della spesa sorsero oneri nuovi, tra cui quelli del prezzo politico del pane, delle spese connesse alla smobilitazione, dell'assistenza ai reduci e ai rifugiati, della riparazione dei danni provocati dalla guerra. Cosicché l'entrata corrente coprì soltanto il

18 % della spesa corrente nell'esercizio 1944/45, il 37 % nel 1945/46 e il 54 % nel 1946/47 (15). Il rapporto del disavanzo di cassa al prodotto nazionale si contrasse in questi tre anni finanziari dal 29 al 15 e al 9 % (fig. 5).



13. Due fra le più importanti posizioni di controllo del volume della spesa e dell'indebitamento governativo erano occupate da stati-

(15) Questi rapporti sono calcolati sul bilancio di cassa, e dopo aver trasferito alla parte corrente alcune spese che non hanno natura di investimenti ma che i conti ufficiali comprendono nei « movimenti di capitale ».

sti fra i più rispettati, il ministro del Tesoro Soleri e il governatore della Banca d'Italia Einaudi: due uomini austeri nella grande tradizione liberale del Piemonte. Soleri fu falciato dalla morte nell'estate del 1945, mentre, cercando di reggere al male che lo minava, animava la campagna per il suo prestito. Egli venne seguito al Tesoro da due ministri del suo stesso orientamento politico. Einaudi conservò la posizione di governatore della Banca d'Italia sino al maggio 1947, quando fu assunto alla vicepresidenza del consiglio; un anno dopo, fu elevato alla presidenza della Repubblica.

Il ministro del Tesoro e il governatore, in stretta alleanza, dovettero battersi sulle questioni di fondo con colleghi di gabinetto orientati diversamente da loro. I governi italiani, sino al maggio 1947, furono costituiti da coalizioni dei partiti di centro con quelli di sinistra; successivamente a quella data, dai partiti di centro con quelli della sinistra moderata. Nel dicembre 1945, il capo del partito democratico cristiano, De Gasperi, subentrò nella presidenza del consiglio al capo del movimento di resistenza, Parri, e la tenne ininterrottamente sino all'agosto 1953. A lui sono venuti succedendo altri uomini del suo stesso partito. In tutto il periodo, i ministeri incaricati degli affari sociali e della tassazione sono stati generalmente affidati ad uomini vivamente consapevoli dei doveri dello « stato del benessere », mentre la responsabilità di controllare la spesa è stata affidata ad uomini inclini ad una maggiore severità finanziaria. In effetti, dopo essere stato tenuto da tre liberali (Soleri, Ricci, Corbino), l'ufficio di ministro del Tesoro è stato affidato a una successione quasi ininterrotta di uomini politici democristiani di orientamento moderato.

Nei primi anni di governo democratico (con partecipazione comunista) questa divisione di funzioni non riuscì a sviluppare all'interno del governo l'azione equilibrante di un sistema di pesi e contrappesi. Nell'assenza di una guida unitaria essa produsse una linea politica incerta e contraddittoria, nella quale gli orientamenti settoriali dipendevano largamente dalle inclinazioni dei singoli ministri responsabili (che andavano dal *laissez faire* ad un pronunciato dirigismo) e che quindi obbediva ad idee preconcepite e interessi di partito anzichè modellarsi sui reali bisogni del momento. Di qui un anda-

mento disuguale, caratterizzato da determinazioni improvvise e da abbandoni e ritorni altrettanto subitanei.

Queste debolezze della politica economica seguita antecedentemente al governo De Gasperi-Einaudi del maggio 1947 appaiono con maggior evidenza nella condotta tenuta dal governo di fronte a tre ordini di problemi: la disciplina delle borse valori (§ 14), la disciplina dei prezzi delle derrate alimentari (§ 15) e la definizione dell'imposta sul capitale (§ 16). Il modo insoddisfacente con cui questi problemi vennero trattati contribuì alla ripresa inflazionistica del 1946-47.

14. Il forte deprezzamento che la moneta aveva già subito al momento della caduta di Mussolini (luglio 1943) rendeva opportuno l'abbandono del riferimento ai valori antebellici ai fini della tassazione. Il governo Badoglio iniziò la revisione della legislazione fascista, che la grande inflazione dei diciannove mesi seguenti rese del tutto anacronistica. L'abbattimento degli argini contro l'inflazione aperta che erano stati eretti dal conte di Revel avvenne gradualmente, nelle regioni liberate, tra l'estate del 1943 e la primavera del 1945. Esso fu ripreso con vero gusto e portato a termine un anno dopo dal ministro Corbino, il quale concentrò i suoi sforzi nel compito di rimuovere gli ostacoli agli investimenti in titoli e più in generale di liberare l'attività delle borse.

Le tappe principali di questo smantellamento saranno qui richiamate, in approssimativo ordine cronologico. Tra le prime misure (agosto 1943) furono: una modificazione intesa a tener conto del nuovo livello dei prezzi nell'applicazione dell'imposta sulle plusvalenze realizzate nelle vendite di titoli e di immobili; la revoca dell'obbligo per gli acquirenti di azioni di investire un uguale importo in titoli di stato. Nel 1944, fu elevato il limite di esenzione degli utili dall'imposta straordinaria di guerra; fu soppressa l'addizionale di guerra all'imposta sull'entrata; l'imposta sui frutti dei titoli al portatore e delle azioni fu ridotta dal 20% al 10%. Nel 1945, l'imposta progressiva sui trasferimenti di immobili e di titoli (che era stata mantenuta nell'agosto 1943) venne sostituita da un'imposta proporzionale. Nel 1946 vennero aboliti l'imposta sui frutti dei titoli al portatore e delle azioni, l'imposta straordinaria sugli utili di

guerra, la sovrimposta di negoziazione sui titoli, e il limite alla distribuzione degli utili. Vennero ammessi la rivalutazione dei redditi ordinari, secondo coefficienti adeguati alla svalutazione monetaria, ai fini della determinazione delle quote di ammortamento, e il trasferimento a capitale delle plusvalenze di rivalutazione. L'imposta di negoziazione sui titoli azionari fu dimezzata, riconducendone l'aliquota al livello del 1935. Una sola componente importante della legislazione di guerra rimase: la nominatività obbligatoria dei titoli azionari. (Essa ha continuato ad essere mantenuta, e dibattuta).

Queste misure costituirono un forte allettamento al ritorno verso gli investimenti azionari e, operando in una situazione di mercato estremamente liquida, ebbero un effetto esplosivo sulle borse. Molte società approfittarono delle nuove facoltà loro consentite per far luogo a rivalutazioni accompagnate dalla distribuzione di azioni gratuite. Nella conseguente euforia, il corso medio delle azioni salì, nei quattro mesi tra la fine aprile e la fine di agosto 1946, a due volte e mezzo il livello iniziale. Il governo fece allora macchina indietro, introducendo la devoluzione a favore dello stato del 25 % dei saldi attivi di rivalutazione degli impianti. Questa misura valse ad interrompere per qualche settimana l'ascesa dei corsi ma, dimessosi il ministro Corbino che ne era stato l'autore, ed essendo ripreso dal governo il programma di estendere l'imposta straordinaria sul capitale a tutte le forme anonime di ricchezza liquida (biglietti, depositi, titoli a reddito fisso) l'ascesa dei corsi ricominciò, con larga partecipazione speculativa di persone di ogni ceto sociale. Nell'aprile-maggio 1947, i corsi toccarono livelli pari a 6-7 volte quelli di un anno prima, tanto che il rendimento medio scese intorno allo 0,30 per cento. Intanto il governo aveva ripristinato, ai primi di aprile, la sovrimposta di negoziazione, con l'aliquota del 4%. La tendenza si invertì nel maggio, e alla fine dell'anno i corsi erano precipitati a quote uguali ad un quarto appena delle punte primaverili.

15. I controlli sui prezzi vennero applicati con maggior severità nei riguardi dei prodotti agricoli fondamentali, ed in specie dei cereali; ciò comportò una distorsione negli assetti culturali, perchè incoraggiò gli agricoltori a volgersi verso le produzioni meno essenziali (legumi, verdure, prodotti dell'allevamento) per le quali riusciva

più facile evadere i controlli. Affinchè la produzione ritornasse verso la sua struttura precedente, e più desiderabile sul piano sociale, occorreva ristabilire un sistema di prezzi più equilibrato. A questo intento, nel maggio 1946 i prezzi di ammasso per il raccolto di quell'anno vennero fissati in misura mediamente tripla di quelli della campagna precedente. I nuovi prezzi vennero a collocarsi intorno a 20-22 volte i livelli del 1938. In particolare, il prezzo del grano tenero, che nel 1938/39 era di 135 lire per quintale e nel 1945/46 di 750, venne portato nel 1946/47 a 2.250 lire. Il prezzo medio percepito dai produttori per il grano tenero e duro conferito all'ammasso governativo nel 1946/47 (compreso il premio di sollecito conferimento) fu di 2.700 lire al quintale. Tuttavia, nell'intento di mantenere invariato il prezzo del pane, il prezzo di cessione ai mulini del grano ammassato fu mantenuto fermo al livello precedente di 1.100 lire per quintale, restando a carico dello stato la differenza di 1.600 lire. Aggiungendo a questa differenza le spese sostenute dallo stato per la gestione degli ammassi e il trasporto del grano ai mulini, emerse una perdita a carico del Tesoro uguale circa all'intero prezzo pagato ai produttori. In definitiva, il prezzo di vendita del pane copriva solo le spese di conservazione, distribuzione, molitura e panificazione del grano. Poichè le banche finanziatrici degli ammassi potevano riscontare, e riscontarono, gran parte degli effetti di ammasso alla Banca d'Italia, gli oneri a carico del Tesoro vennero finanziati con l'espansione della massa monetaria. Le aspettative degli operatori economici vennero profondamente influenzate dall'aumento dei prezzi ufficiali del grano, perchè esso palesò che il governo abbandonava ogni idea di ricondurre il livello generale dei prezzi verso quella quota di 7-8 volte l'anteguerra intorno a cui, fino al maggio 1946, erano stati mantenuti i prezzi ufficiali dei prodotti di prima necessità e le tariffe dei servizi pubblici.

16. Ancor prima della liberazione del Nord, erano stati considerati programmi di riforma monetaria. Lo scopo principale che essi si prefiggevano non era quello di riassorbire la liquidità eccedente o di apprestare le condizioni per un'imposta generale sul patrimonio, ma quello di premunirsi contro l'eventualità che i tedeschi stampassero in Germania moneta italiana con materiale sottratto

nella loro ritirata dall'Italia, nell'ipotesi che la linea del fronte si assestasse sulle Alpi. In previsione di tale eventualità, si era pensato di stampigliare i biglietti circolanti in Italia al momento della liberazione del Nord, e si erano intavolate negoziazioni con le Autorità alleate per la stampa negli Stati Uniti dei nuovi biglietti. Il negoziato si arenò per il disaccordo sui termini di consegna e sul costo dei biglietti; frattanto il Nord venne liberato e la resa della Germania seguì quasi immediatamente. Rimasero pertanto attuali solo gli altri due problemi, dell'eccesso di liquidità e dell'imposta patrimoniale.

Soleri era tendenzialmente sfavorevole alla tassazione della moneta, e il suo secondo successore al Tesoro era un avversario dichiarato della riforma monetaria.

Una commissione di esperti economici, nominata da Soleri, espresse in prevalenza opinione avversa al cambio della moneta. Tuttavia, i rappresentanti dei partiti di sinistra in seno al governo continuarono a mantenere vivo il problema. Alla fine, la soluzione venne dettata, piuttosto che da una scelta consapevole, dalle difficoltà materiali che si opposero all'attuazione del cambio, tra cui i ritardi nella fornitura dei nuovi biglietti. Nel frattempo si verificava una ripresa di inflazione, che toglieva al cambio la sua giustificazione sociale.

Poco dopo la liberazione del Nord, si fece uno sforzo per sommare le capacità di produzione colà esistenti con quelle romane. Le officine di stampa della Banca d'Italia, trasferite negli Abruzzi durante la guerra, erano state devastate dai tedeschi in ritirata, e si stavano ora ritrasferendo a Roma. Questa situazione rendeva necessario di usare, in qualche misura, altre cartiere ed officine di stampa, sia governative sia private, per produrre in Italia i nuovi biglietti.

All'aprile del 1946, la scorta di biglietti nuovi aveva raggiunto un livello sufficiente (ma appena sufficiente) per il cambio dei biglietti in circolazione. A quest'epoca tuttavia il ministero degli interni, che aveva larga parte nella progettata operazione, sia come responsabile dell'ordine pubblico, sia perchè avrebbe dovuto fornire i mezzi di trasporto, era impegnato nella preparazione del referendum del 2 giugno 1946, che segnò la fine della monarchia.

In giugno, si scoprì che alcuni operai di uno stabilimento privato impegnato nella produzione dei nuovi biglietti avevano riprodotto

clandestinamente le pellicole originali usate nel processo litografico di stampa; ciò rese inutilizzabile buona parte della scorta costituita, costringendo le autorità a mettere allo studio biglietti di tipo diverso. Alla fine del 1946, venne emesso il « Prestito della ricostruzione » titolo redimibile in 30 anni e fruttifero dell'interesse annuo del 3½ per cento. Questo tasso era singolarmente basso per il mercato italiano, nel quale un saggio del 6 per cento era considerato normale per titoli a lunga scadenza. Il prestito, tuttavia, godeva di un particolare privilegio: l'esenzione dall'imposta straordinaria patrimoniale che si stava studiando. Le condizioni del prestito si giustificavano dunque soltanto alla luce del progettato prelevamento fiscale su tutte le forme di ricchezza comprese quelle liquide tra cui il denaro, i depositi bancari, i titoli di stato.

La disparità negli indirizzi dei partiti allora al potere (tra cui il partito comunista, nella persona del ministro delle finanze) condusse a questo caso singolare, di un'operazione finanziaria attuale legata ad un provvedimento tributario non ancora definito, e non immediatamente attuabile, nella forma prevista, per l'insufficiente disponibilità di biglietti di nuovo tipo.

Intanto era passato un anno e mezzo dalla liberazione del Nord, e durante gli ultimi sei mesi il processo inflazionistico aveva ripreso il suo corso. Il suo effetto riduttivo della liquidità (in termini di reddito) e le sue ripercussioni sulla distribuzione del reddito e della ricchezza rendevano futile l'intento di colpire, con l'imposta patrimoniale estesa alla ricchezza liquida, i profitti realizzati durante la guerra e l'inflazione. Questa aveva quasi annullato il potere d'acquisto dei crediti in moneta, rappresentati in ispecie dalle banconote, dai depositi bancari e dai titoli a reddito fisso. La tassazione dei crediti in moneta avrebbe aggravato ancora le ingiustizie distributive piuttosto che correggerle.

Infine, l'attesa del cambio della moneta intensificava la fuga verso i beni reali, cioè intratteneva una disposizione psicologica che sommava i suoi effetti agli altri numerosi fattori obiettivi di inflazione che premevano sull'economia italiana, quali il disavanzo del bilancio statale e la spesa nell'attività di ricostruzione delle disponibilità liquide precostituite.

In queste condizioni, l'abbandono del progetto di riforma mo-

netaria fu dunque una risoluzione saggia. Essa venne adottata dal terzo governo De Gasperi, formato ai primi del febbraio 1947, nel quale i portafogli delle finanze e del tesoro furono riuniti nelle mani di uno stesso ministro democristiano, Campilli.

La legge sull'imposta straordinaria patrimoniale, promulgata alla fine di marzo, rinunciò all'accertamento diretto della ricchezza liquida, la quale venne tassata in via presuntiva, maggiorando secondo certe proporzioni di legge gli elementi della consistenza patrimoniale accertati in via diretta (immobili, azioni, crediti nominativi).

L'assetto dato all'imposta patrimoniale toglieva gran parte del suo valore all'esenzione specifica concessa ai titoli del Prestito della ricostruzione. Di conseguenza, nel mese di aprile, il governo offrì ai portatori la loro conversione in un titolo al 5%, senza versamento addizionale. La quotazione dei titoli non convertiti — che erano stati emessi a 97,50 per cento lire di valore nominale — cadde rapidamente, toccando un minimo di 65 lire nel dicembre 1947.

17. Nei tre numeri precedenti, non si è preteso rendere pienamente conto delle politiche e delle forze di mercato che contribuirono alla ripresa inflazionistica del 1946-47, ma soltanto attirare l'attenzione su alcuni elementi della situazione che forse, nell'analisi di altri autori, non hanno ricevuto un rilievo adeguato alla parte che ebbero nell'ingrossare il volume della domanda attraverso l'uso delle scorte liquide esistenti e l'espansione del credito della Banca d'Italia.

Negli studi precedenti (16) l'accento è stato posto su altri, ed ugualmente importanti, fattori causali, tra cui le debolezze strutturali e gli squilibri del sistema economico, la politica dei cambi esteri (§ 18) e gli effetti della scala mobile sui salari (§ 19).

(16) Tra questi ricordiamo: B. Foà, *Monetary Reconstruction in Italy*, The Carnegie Endowment for International Peace, New York, 1949; F. A. e V. C. LUTZ, *op. cit.*; E. S. SIMPSON, *Inflation, Deflation and Employment in Italy*, «The Review of Economic Studies», n. 44, 1949/1950; A. O. HIRSCHMAN, *Inflation and Deflation in Italy*, «The American Economic Review», n. 4, settembre 1948; Bank for International Settlements, *Italy's Economic and Financial Position in the Summer of 1947*; W. D. GRAMPP, *The Italian Lira, 1938-1945*, «The Journal of Political Economy», n. 4, agosto 1946.

L'inflazione dei prezzi si sviluppò prima che fosse stata raggiunta la piena occupazione della manodopera. La produzione industriale più che raddoppiò nei diciotto mesi dal marzo 1946 al settembre 1947. Tuttavia, questo aumento non valse a ridurre apprezzabilmente il numero dei disoccupati, perchè le imprese disponevano di una manodopera eccedente rispetto ai livelli di produzione iniziali.

Nella misura in cui la disoccupazione era dovuta ad una carenza di capitale, che manteneva la produttività potenziale di vaste masse di uomini al disotto delle tariffe salariali richieste dai sindacati, oppure ad inflessibilità nella proporzione dei fattori (la terra in ispecie), essa rivestiva carattere strutturale e non poteva venire assorbita con l'espansione della domanda (17).

La scarsa elasticità dell'offerta tendeva a far aumentare i prezzi dei prodotti agricoli. In taluni rami dell'industria manifatturiera la espansione venne trattenuta da difetto di materie prime importate, di combustibile e di energia elettrica, difetto che si manifestò prima del raggiungimento della piena utilizzazione degli impianti. La capacità produttiva della siderurgia era stata ridotta dagli attacchi aerei e dallo smantellamento di impianti da parte dei tedeschi in ritirata, tanto da creare una situazione di penuria. Le industrie meccaniche rappresentavano un caso speciale: la loro capacità produttiva era stata aumentata per i fabbisogni di guerra, e non poteva essere utilizzata per difetto di domanda, o piuttosto per l'insufficiente adattamento alla nuova struttura della domanda che si veniva delineando. Tuttavia, in parecchi casi, la riconversione agli usi di pace fu realizzata con successo.

18. Uno sviluppo fondamentale nella politica dei cambi esteri fu la concessione agli esportatori, nell'aprile 1946, della facoltà di disporre di una metà dei ricavi di esportazione, entro tre mesi dalla loro acquisizione, su un mercato libero e ad un tasso variabile nascente dall'incrocio dell'offerta con la domanda per le importazioni di merci comprese in una lista ufficiale. L'offerta di valuta su questo mercato fu limitata alle cosiddette « monete libere » ossia al dol-

(17) Un'analisi penetrante di questi fattori si trova in SIMPSON, *op. cit.*

laro, alla sterlina e al franco svizzero. Il sistema del duplice cambio è stato criticato da Foà (*op cit.*) perchè avrebbe provocato un deprezzamento considerevole ed orientato le aspettative in modo da « determinare ulteriori aumenti dei prezzi interni quasi indipendentemente dalla partecipazione o non partecipazione al commercio internazionale delle merci investite dagli aumenti ». Il sistema provocava anche alterazioni nei flussi del commercio internazionale perchè non si applicava alle monete dei paesi con cui vigevano accordi valutari bilaterali. Infine, il sistema offriva il destro alla speculazione contro la lira consentendo di trattenere per 90 giorni i ricavi delle esportazioni.

In effetti, la lira si andò deprezzando rapidamente su questo mercato. La quotazione libera ufficiale per il dollaro arrivò a circa 600 lire nel settembre 1946, contro un tasso ufficiale di 225. A quest'ascesa si pose fine, temporaneamente, assoggettando a licenza le importazioni di cotone e di lana che venivano in parte finanziate sul mercato libero. Essa riprese tuttavia nel febbraio 1947 e continuò fino a toccare un massimo di 900 lire per dollaro nel mese di maggio.

Si deve concedere ai critici del sistema che, con un tasso unico, l'ascesa sarebbe stata meno rapida; d'altro lato, il duplice tasso di cambio era in armonia col sistema dualistico di prezzi vigente in quell'epoca. Il rapporto dei prezzi liberi di mercato nero ai prezzi ufficiali delle merci al dicembre 1946 era ancora assai elevato: 3,6 (18). La metà dei ricavi di esportazione che doveva essere ceduta al tasso ufficiale alle autorità di controllo dei cambi serviva a finanziare le importazioni governative di beni « essenziali », ceduti ai prezzi ufficiali. Il tasso ufficiale di cambio era ancora usato per calcolare il prezzo di vendita in lire (ricavato dal costo cif) delle importazioni comprese nei programmi governativi di aiuto. Nell'insieme, il 71 % dei pagamenti di importazioni nel 1946 e il 45 % nel 1947 fu regolato al cambio ufficiale.

L'adozione di un cambio unificato già nel 1946 avrebbe richiesto una larga rimozione di controlli sui prezzi oppure l'impianto

(18) *Relazione del governatore della Banca d'Italia sull'esercizio 1947*, pagg. 97-107.

di un sistema aperto di sussidi all'importazione e di tasse all'esportazione. Ma ragioni politiche escludevano il trasferimento massiccio di redditi dai consumatori alle classi possidenti e alle imprese di pubblica utilità inerente alla prima soluzione, mentre la seconda avrebbe domandato ad una burocrazia indebolita più di quanto essa poteva dare.

I ceppi che avevano legato così a lungo l'economia italiana le davano ora un passo zoppicante.

19. Si è visto in precedenza (§ 9) che nella primavera del 1945 il livello salariale nelle regioni liberate era assai più alto che nel Nord (fig. 6). In queste condizioni, sarebbe stato proposito troppo ambizioso quello di allineare, dopo la liberazione del Nord, il livello dei prezzi dell'intero paese intorno alle quote cui una larga parte dei prezzi era stata trattenuta nel Nord in virtù dei controlli. Ad esempio, una stabilizzazione intorno a dieci volte l'anteguerra sarebbe stata incompatibile con i livelli di prezzi e di costi che erano stati raggiunti nel Sud e che erano praticamente irriducibili. Per contro, un tentativo di stabilizzazione ad un livello alquanto più elevato, forse intorno a venti volte l'anteguerra, non avrebbe incontrato elementi di rigidità insuperabili.

Purtroppo, in aggiunta ai fattori di inflazione fin qui descritti (§§ 14-18) continuò ad esercitarsi, dopo la liberazione del Nord, la spinta al rialzo dei salari, attraverso aumenti tariffari concordati e successivamente attraverso l'applicazione della scala mobile.

L'indennità di contingenza, che era stata introdotta nelle regioni centrali e meridionali nel febbraio 1945, venne estesa nel giugno a quelle appena liberate del Nord. Essa ebbe l'effetto di aumentare i livelli salariali vigenti, in proporzioni che andavano dal 40% per gli impiegati meglio pagati fino al 170% per i manovali e al 200% per la mano d'opera femminile.

Aumenti autonomi dei salari contrattuali seguirono nell'autunno. In dicembre l'indennità di contingenza venne collegata al costo della vita, secondo adeguamenti trimestrali.

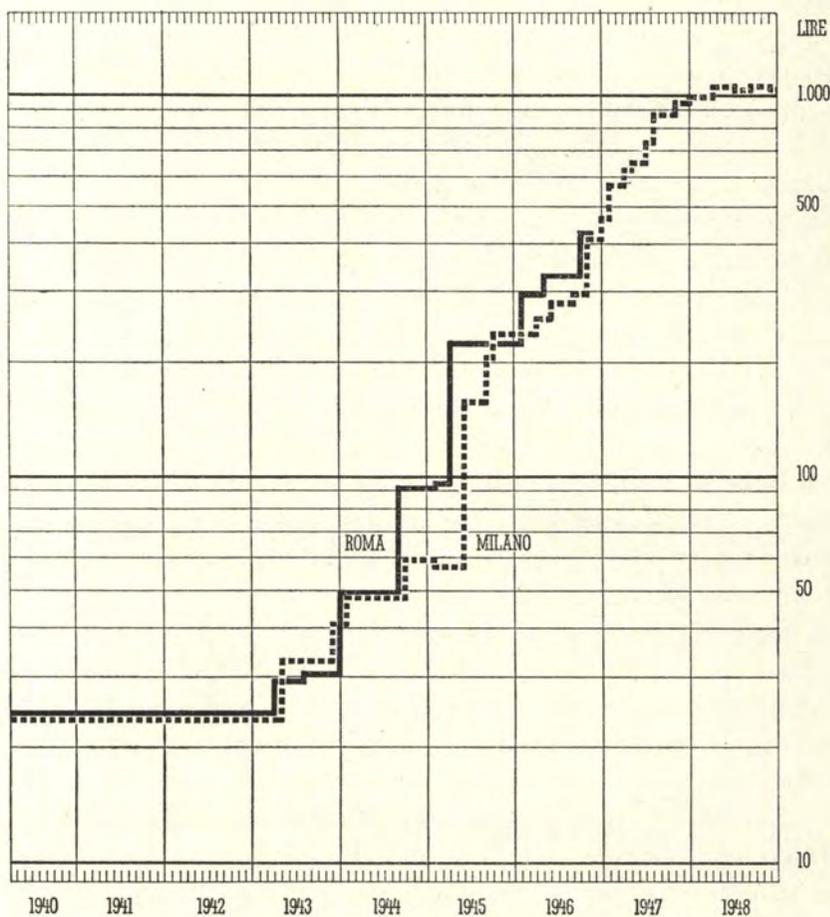
Nell'ottobre 1946, si concordò che l'adeguamento sarebbe avvenuto ogni bimestre e, nel caso di caduta del costo della vita, venne stabilita una zona di franchigia, sino ad una diminuzione del-

l'8 % dell'indice, entro la quale l'indennità di carovita sarebbe rimasta invariata; una diminuzione del costo della vita superiore all'8 % avrebbe comportato una riduzione meno che proporzionale dell'indennità. Il livello salariale del Nord fu portato in linea con quello più elevato vigente nell'Italia centro-meridionale e venne ripristinata la negoziazione su base nazionale.

A quell'epoca il salario nominale di un lavoratore qualificato era compreso tra 15 e 20 volte il livello del 1938; per le donne, e per gli uomini a salari più bassi, l'analogo rapporto era all'incirca doppio.

FIG. 6

PAGA GIORNALIERA DEL MANOVALE NELL'INDUSTRIA, 1940-48



Il processo di aggiustamento dei salari all'insù, in condizioni di rapido deprezzamento della moneta, era fonte di conflitti di lavoro incessanti, che nell'atmosfera arroventata di quegli anni spesso assumevano carattere politico e davano luogo a frequenti atti di violenza da parte dei lavoratori organizzati. Al tempo stesso, le imprese erano state poste nell'impossibilità di procedere a licenziamenti da disposizioni governative, che, nel caso delle regioni sotto occupazione germanica, i fascisti avevano emanato per evitare di creare disoccupati i quali avrebbero potuto unirsi al movimento di resistenza. D'altra parte, le imprese avevano assunto impiegati ed operai in eccedenza rispetto al bisogno per proteggerli dall'arruolamento forzato nelle organizzazioni tedesche di lavoro in Italia o in Germania. Le paghe di questa massa inflazionata di dipendenti gravavano sopra un volume di produzione industriale che, nella seconda metà del 1945, era pari ad appena un terzo del livello antebellico.

Tuttavia, l'industria trasse beneficio dall'abolizione dei controlli sui prezzi dei manufatti, e dal mantenimento per contro di tariffe controllate per l'energia elettrica, per i trasporti e per altri importanti elementi di costo. Essa trasse anche giovamento dalla riduzione del peso dei debiti causata dall'inflazione. Nonostante questi fattori compensativi, alla pari delle imprese di pubblica utilità, importanti settori produttivi che erano relativamente liberi da controlli — tra cui le industrie meccaniche — operarono in perdita nei mesi successivi alla liberazione. Un qualche sollievo dalla stretta finanziaria venne fornito dalle attività liquide accumulate durante la guerra con la vendita delle scorte e con la riduzione delle quote di ammortamento reinvestite. Nelle industrie meccaniche, dove le difficoltà erano aggravate dal problema della riconversione alle produzioni di pace, si rese necessaria una larga assistenza governativa, che in effetti venne prestata. L'inflazione dei costi generava un'elevata domanda di credito bancario, poichè la spesa per i salari tendeva costantemente a sopravanzare il fatturato (19).

(19) Il governo fornì fondi e garanzie per il finanziamento della riconversione con misure *ad hoc* adottate nel novembre 1944 e nel maggio 1946. Esse vennero seguite, nel settembre 1947, dalla costituzione di un fondo governativo di 55 miliardi di lire per il finanziamento delle industrie meccaniche.

20. La nuova scivolata della lira (fig. 7) ebbe inizio nel maggio 1946, con l'aumento dei prezzi delle azioni e delle valute estere. Due mesi dopo, l'ondata di aumenti si estese ai prezzi dei beni di consumo, in rispondenza con analogo movimento scatenato negli Stati Uniti dall'abolizione dei controlli di guerra (20). Sino al mese di settembre, tuttavia, i depositi delle aziende di credito presso la Banca d'Italia aumentarono ancora, anche se il loro valore reale andava gradatamente scemando. Verso la fine dell'anno, per gli effetti congiunti del Prestito della ricostruzione, dei bisogni stagionali di circolante e di un forte balzo innanzi dei salari (di oltre il 20 % tra ottobre e dicembre) quelle disponibilità caddero di un terzo — ossia da 150 a 100 miliardi di lire — nel giro di tre mesi.

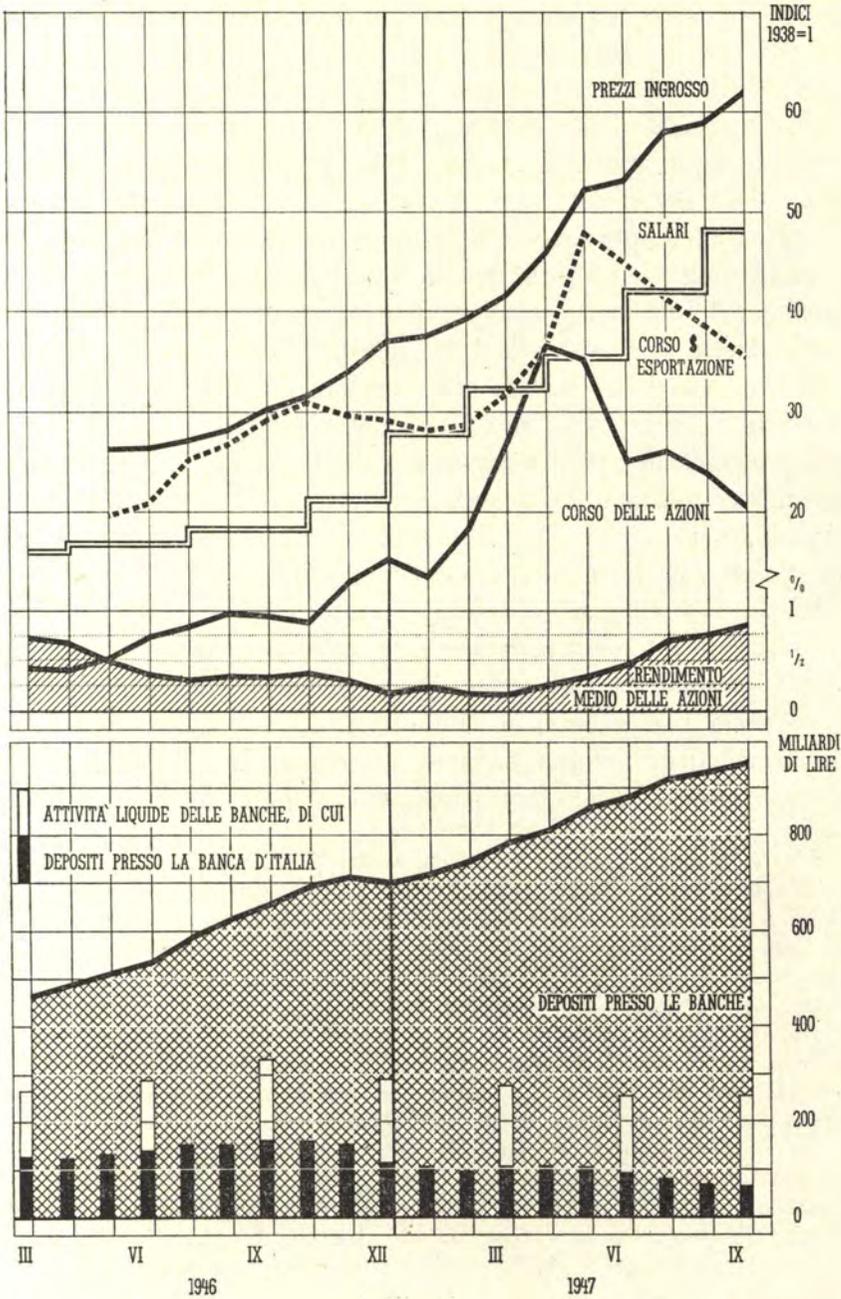
Durante i primi mesi del 1947, la Banca d'Italia tentò di richiamare in vita una vecchia disposizione la quale fissava il rapporto massimo tra i depositi (e quindi i crediti) e i capitali delle banche: disposizione che l'espansione dei depositi intervenuta durante la guerra aveva reso inoperante. Il richiamo della banca centrale all'osservanza di questa vecchia norma era troppo remoto dalla nuova realtà e le banche vi prestarono scarsa attenzione. Il processo di espansione del credito continuò senza soste. In parte esso poteva ascrivere all'aumento dei prezzi ed alla formazione di scorte speculative, in parte all'espansione delle importazioni (finanziate con gli aiuti dell'UNRRA e con i ricavi delle esportazioni) e dei livelli di produzione: sviluppi entrambi che, naturalmente, dal lato dell'offerta agivano in senso moderatore dell'inflazione.

21. Ai primi di giugno 1947 venne formato il quarto governo De Gasperi, che fu il primo del dopoguerra senza partecipazione comunista. Il governatore della Banca d'Italia, Einaudi, entrò nel gabinetto come vice primo ministro e ministro del bilancio. Egli era assistito da un altro eminente economista, Gustavo del Vecchio, quale ministro del Tesoro. L'annuncio del programma finanziario del nuo-

(20) L'indice dei prezzi delle materie grezze calcolato dal Department of Labor, con base 1929=100, aumentò da 138,2 nel 1946 a 169,8 nel 1947. L'analogo indice britannico, con base 1938=100, salì da 221 a 280. L'indice Reuter, con base 18 settembre 1931=100, avanzò da 264 nella prima settimana del maggio 1946 a 337 alla fine di settembre 1947.

FIG. 7

LA FASE INFLAZIONISTICA DEL 1946-47



vo governo accelerò la caduta dei corsi dei titoli azionari e delle valute che aveva preso inizio qualche settimana prima. Il nuovo governo riattivò il Comitato di ministri incaricato, secondo la legge bancaria del 1936, dell'indirizzo generale della politica del credito. Nella sua prima riunione, il Comitato decise di introdurre un nuovo sistema di riserve obbligatorie per le banche; la decisione venne recata a conoscenza di queste nel mese di agosto e ricevette applicazione dalla fine di settembre.

La congiuntura monetaria, al momento di questa decisione, era ricca di contrasti. La situazione di liquidità stava diventando tesa. Il credito dell'istituto di emissione non era stato allargato in misura sufficiente a compensare l'effetto riduttivo sulla liquidità bancaria eccedente esercitato dall'espansione nella circolazione dei biglietti. Tuttavia, i prezzi delle merci si mantenevano sostenuti. L'aspetto più preoccupante era il logoramento della piccola riserva di valuta estera accumulata nella seconda metà del 1946. Il paese era quasi rimasto senza dollari (21); disponeva ancora di sostanziali riserve in sterline, ma la moneta britannica era ricaduta nella inconvertibilità il 20 agosto, e molte forniture di base dell'area dollaro (tra cui il carbone, il cotone, il petrolio e il grano) non potevano ottenersi in quantità sufficiente dalle provenienze dell'area sterlina. La prospettiva di una crisi valutaria nel futuro immediato rafforzava la determinazione delle autorità italiane di provocare un mutamento del clima economico dando ferma applicazione alle nuove discipline (22).

(21) In una conferenza tenuta alla Società di economia politica di Zurigo (cfr. nota 46) nel febbraio 1956, il governatore della Banca d'Italia Menichella (che nel 1947 rivestiva l'ufficio di direttore generale e aveva svolto le funzioni di governatore dopo l'inclusione di Einaudi nel governo) rese noto che durante la conferenza annuale dei governatori del Fondo monetario internazionale e della Banca mondiale svoltasi a Londra nel settembre 1947, Einaudi ed egli stesso informarono i loro colleghi americani, Snyder e Clayton, della incombente crisi valutaria dell'Italia. I due uomini di governo americani non poterono non rilevare che alcuni mesi avrebbero dovuto ancora trascorrere prima dell'approvazione degli aiuti Marshall da parte del Congresso.

(22) Nel fissare la misura della riserva obbligatoria, venne tenuta presente la situazione di liquidità delle banche prese nel loro insieme. L'importo vincolato inizialmente come riserva obbligatoria (112 miliardi di lire) fu infatti uguale all'incirca all'importo (115 miliardi) detenuto dalle banche nella forma di saldi disponibili presso la Banca d'Italia e il Tesoro e in quella di titoli applicabili a riserva.

Il successo che queste ebbero nell'invertire la tendenza dei prezzi fu anche dovuto alla carenza di liquidità e ad altre condizioni che si erano venute gradualmente sviluppando nel sistema economico durante il processo inflazionistico. L'esame di queste condizioni verrà compiuto nel paragrafo che ora inizia.

22. La tav. 5 presenta, nella sua parte sinistra, i flussi di credito che si ebbero durante la ripresa inflazionistica del 1946-47 e i mutamenti correlati nel volume della moneta e della liquidità. La tavola distingue le operazioni della Banca d'Italia e quelle delle altre banche prese nel loro insieme, tra di loro e con ciascuno dei seguenti operatori: 1) il governo; 2) le imprese e le persone, tra le quali, non disponendosi di dati statistici separati, risultano comprese le autorità locali e le imprese del settore pubblico; e 3) i paesi esteri.

Nella lettura della tavola, occorre tener presenti le seguenti avvertenze: *a)* le disponibilità valutarie lorde sono iscritte al netto dei saldi creditori delle banche estere su « conti loro »; le altre disponibilità in lire dell'estero erano a quell'epoca trascurabili; *b)* l'indebitamento governativo verso il sistema bancario è iscritto al netto dei depositi di proprietà del governo (i movimenti dei quali vengono

L'obbligo di riserva fu configurato nel modo seguente: ogni banca conservò la libera disponibilità di un importo di depositi pari a dieci volte il capitale; fu tenuta a costituire inizialmente presso la Banca d'Italia un deposito in contante o titoli di stato pari alla somma minore tra le due seguenti: 1) il 20 % dei depositi eccedenti la quota libera ovvero 2) il 15 % del totale dei depositi. Come data di riferimento venne assunta quella del 30 settembre 1947.

Sull'aumento dei depositi rispetto a tale data doveva essere costituita una riserva del 40 %, senza peraltro mai superare una proporzione del 25 % tra la riserva totale e la massa dei depositi.

Poichè questo limite è stato ormai raggiunto dalla generalità delle banche, si può affermare che la proporzione della riserva obbligatoria sia oggi di un quarto dei depositi. L'obbligo di riserva è uguale per i depositi a vista come per quelli vincolati o a risparmio; tuttavia, le casse di risparmio ordinarie, che raccolgono in prevalenza depositi vincolati ed a risparmio, sono rimaste esenti dall'obbligo di riserva fino all'ottobre 1958, data a partire dalla quale gli *incrementi* nei loro depositi sono stati assoggettati ad uno speciale regime di riserve.

** *La proporzione massima della riserva obbligatoria ai depositi è stata ridotta al 22,5 per cento nel gennaio 1962.*

CREAZIONE DI
(miliardi)

Operazioni		luglio 1946	
		Sistema bancario	
		Banca d'Italia	Altre banche
(1)	(2)	(3)	
Acquisizione di oro e valute da parte della Banca d'Italia e dell'UIC	—		
Finanziamenti della Banca d'Italia alle altre banche	36,6		36,6
Risconto effetti ammassi obbligatori	66,5		
Depositi per riserva obbligatoria presso la Banca d'Italia ed investimenti relativi	4,0		4,0
Altri crediti e investimenti della Banca d'Italia	54,1		
Depositi delle banche e del Tesoro presso la Banca d'Italia	-115,9		-67,3
Riserve obbligatorie direttamente investite dalle banche			7,9
Crediti e investimenti delle banche			461,6
Sistema bancario nel suo insieme	269,1		369,6
Indebitamento diretto a breve termine del Tesoro verso il pubblico . .			
Variazione nel possesso di attività finanziarie del settore imprese e persone	Totale		
<i>massa monetaria</i>			
biglietti (c)	237,6	275,8	-38,0(d)
conti correnti	296,5	- 8,4	287,9
<i>liquidità secondarie</i>	125,8	1,7	119,7
totale attività liquide	659,9		
altre attività finanziarie (f)	236,1		
totale attività finanziarie	896,0		

(a) Le cifre in corsivo indicano variazioni nelle passività dell'operatore al quale è intestata la *colonna*. Gli enti pubblici territoriali sono compresi nel settore imprese e persone.

(b) Investimento della Banca d'Italia eccedente l'importo delle riserve obbligatorie costituite presso di essa.

(c) Comprende le monete metalliche e gli assegni circolari.

(d) Variazione nella consistenza degli assegni circolari, al netto della variazione del contante in cassa. La variazione nella consistenza degli assegni circolari è stata nei due periodi di 54,4 e 25,2 miliardi di lire; l'aumento della cassa di 92,4 e 59,2 miliardi.

(e) Compresi i conti correnti postali.

LIQUIDITÀ (a)
(in lire)

settembre 1947			ottobre 1947 - dicembre 1948				
Settori economici			Sistema bancario		Settori economici		
Tesoro	Imprese e persone	Estero	Banca d'Italia	Altre banche	Tesoro	Imprese e persone	Estero
(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
		—	161,6				161,6
66,5			26,6	26,6			
			30,5		30,5		
			3,3 (b)	143,7	147,0		
43,1	11,0		162,4		146,4	16,0	
-48,6			31,2	-30,4	61,6		
7,9				92,9	92,9		
41,5	420,1			402,5	52,3	350,2	
207,6	431,1	—	353,2	582,1	407,5	366,2	161,6
21,2					128,9		
							Totale
- 0,2			295,6	- 34,0	—		261,6
-17,0 (e)			30,8	291,6	17,3 (e)		339,7
4,4			26,8	324,5	111,6		462,9
							1.064,2
							315,6
							1.379,8

(f) Composte da:

	luglio 1946- settembre 1947	ottobre 1947- dicembre 1948
Risparmio postale	58,7	170,9
Titoli di stato a lungo termine .	113,6	3,5
Obbligazioni	9,5	58,8
Azioni	54,3	82,4
Totale	236,1	315,6

tare il risconto delle cambiali nascenti dal finanziamento degli ammassi governativi di grano e di alcune altre derrate, che costituivano parte del meccanismo di razionamento prima, di sussidio ai consumi alimentari dopo. Le perdite riscontrate dagli ammassi andavano a carico del governo. Poichè, alle due date terminali dei periodi trattati nella tavola (settembre 1947 e dicembre 1948) le perdite cumulative a carico del governo erano più elevate dell'importo dei risconti di cambiali di ammasso in essere, è sembrato opportuno trattare l'intero importo riscontato come un credito diretto dell'istituto di emissione verso il governo. L'indebitamento vero e proprio del governo presso l'istituto di emissione incontra invece un limite di legge.

I crediti alle banche potevano essere più efficacemente controllati, perchè l'istituto di emissione non ha l'obbligo di aprire conti di anticipazione su garanzia di titoli governativi e nemmeno di ammettere al risconto tutte le cambiali riscontabili (fatta eccezione per quelle di ammasso). Tuttavia, una volta che la Banca d'Italia abbia accettato la costituzione di un deposito di titoli a garanzia di anticipazioni, la linea di credito aperta al presentatore può essere da questo utilizzata liberamente entro il limite di tempo per cui è valida.

Le operazioni dirette dell'istituto di emissione con il pubblico e con le istituzioni non bancarie sono praticamente limitate all'accettazione di depositi ed alle anticipazioni su titoli di stato. Il volume di queste operazioni è piccolo e va decrescendo.

23. La direzione e l'importanza relativa dei principali flussi monetari, durante il corso dell'inflazione, si mantennero abbastanza stabili. Si atteggiarono invece in modo nuovo dopo l'introduzione delle riserve bancarie obbligatorie e la connessa inversione nell'andamento dei prezzi. A tale mutamento dà evidenza il confronto della parte sinistra della tav. 5, che espone i dati dei quindici mesi precedenti la stabilizzazione, con la parte destra, che abbraccia i quindici mesi successivi (da fine settembre 1947 a fine dicembre 1948). Questo periodo copre all'incirca la prima metà della fase di flessione dei prezzi intercorsa tra la stabilizzazione del settembre 1947 e il nuovo punto di svolta della metà del 1950, e fu anch'esso caratterizzato da una configurazione stabile dei flussi monetari che arrivano e si dipartono dall'istituto di emissione.

Appare dalla tavola che le operazioni dell'istituto di emissione sia con il governo sia con le banche costituirono fattori importanti nella espansione dell'offerta monetaria dei mesi precedenti la stabilizzazione.

Nelle operazioni dell'istituto di emissione con il governo, la concessione di nuovi crediti ebbe parte più larga dell'uso di disponibilità precostituite; l'opposto avvenne nelle operazioni con le banche. Il governo trasse dalla banca centrale 158 miliardi di lire, dei quali 49 provenienti dai depositi; le aziende di credito trassero 100 miliardi, dei quali 67 dai depositi. L'indebitamento governativo, che fu il maggiore dei quattro flussi, assunse principalmente la forma indiretta del risconto di cambiali di ammasso a fronte di perdite.

L'origine delle disponibilità liquide delle banche è stata discussa in precedenza (§§ 4 e 5); ora si alimentavano le fiamme dell'inflazione bruciando il combustibile che era stato accumulato negli anni di guerra. I saldi a disposizione del governo erano stati costituiti durante la pausa nel processo inflazionistico seguito alla liberazione: provenivano dal prestito Soleri, dai depositi postali, da altre forme di indebitamento sul mercato.

Il finanziamento del Tesoro da parte del sistema bancario gravò principalmente sulla Banca d'Italia. La corrente di fondi che aveva origine nella banca centrale veniva « moltiplicata » dalle altre banche (23) secondo il consueto processo di creazione del credito, quasi esclusivamente a beneficio del settore privato. Le banche infatti aumentarono i loro investimenti in titoli di un importo moderato (41 miliardi di lire) al tempo stesso allargando il volume dei crediti al settore privato da 213 miliardi di lire nel giugno 1946 a circa 650 nel settembre 1947. Solo dopo la stabilizzazione, il Tesoro si fece un posto più largo nell'uso dei crediti bancari e del mercato dei capitali.

24. La ricaduta nell'inflazione aperta portò con sé la caratteristica contrazione nel rapporto della massa monetaria al prodotto nazionale, ed anche un'alterazione nella struttura delle attività liquide. La contrazione, in atto dalla fine della guerra, nella parte della

(23) Come si è avvertito all'inizio di questo volume, il termine « altre banche » o semplicemente « banche » nella accezione qui usata comprende, accanto alle banche ordinarie, le casse di risparmio. Il termine « sistema bancario » comprende inoltre l'istituto di emissione.

massa monetaria costituita dai biglietti subì un temporaneo arresto. Lo spostamento verso i depositi e le liquidità secondarie riprese nella successiva fase deflazionistica. Ciò appare dai dati iscritti nelle due colonne esterne della tav. 5, in basso, quando tali dati vengano corretti della stagionalità (e principalmente della espansione di fine anno nella circolazione dei biglietti) (24). Eliminata la stagionalità, l'espansione nella circolazione dei biglietti, durante i 15 mesi successivi alla stabilizzazione, risulta uguale a 0,85 volte quella dei 15 mesi precedenti. Per i conti correnti, l'analogo rapporto fu di 1,04; per i depositi vincolati e le altre liquidità secondarie esso fu di ben 3,61 anche a causa di un ritorno, nelle forme dell'indebitamento governativo, dai titoli a lungo termine (il Prestito della ricostruzione) verso i buoni del Tesoro. Anche per questo, il rapporto tra l'emissione netta di titoli a lungo termine nel secondo e nel primo periodo risulta piuttosto basso (1,34), ma il movimento verso la zona dei titoli a lungo termine, nello spettro delle attività finanziarie, proseguì negli anni successivi (§ 37).

IV. *Undici anni di stabilità e sviluppo (1948-1958).*

25. Verso l'autunno del 1947 uno stato di tensione dominava il mercato e la sua situazione di liquidità. Il rapporto tra la massa monetaria e il prodotto nazionale, che si era gonfiato negli anni di guerra, era tornato al livello antebellico nella primavera del 1946, ed era andato discendendo in seguito, per l'aumentare dei prezzi e della produzione. Il rapporto tra gli impieghi e i depositi delle banche era venuto aumentando dal 42 % nel giugno 1946 al 75 % nel settembre 1947.

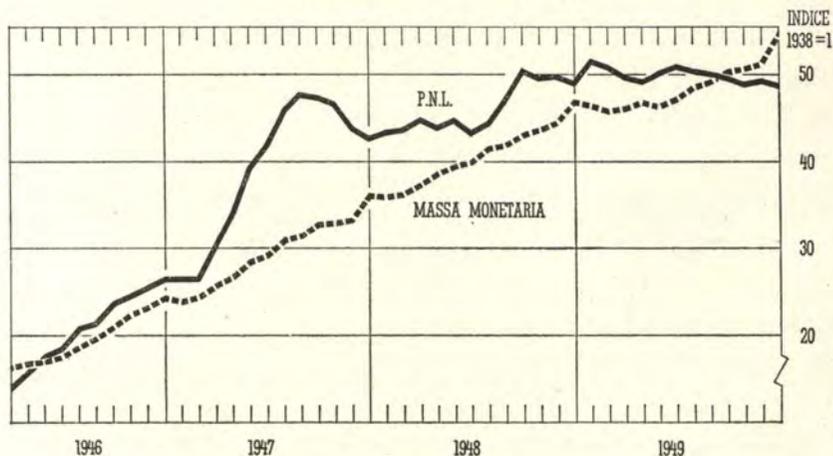
(24) I coefficienti usati per l'eliminazione della stagionalità si trovano nella *Relazione del governatore della Banca d'Italia sull'esercizio 1954*, alla pag. 358. Le variazioni nei due periodi, corrette della stagionalità, sono le seguenti (*in miliardi di lire*):

	luglio 1946 ¹ / ₁ a settembre 1947	ottobre 1947 a dicembre 1948
Biglietti e monete	222	188
Conti correnti	290	302
Liquidità secondarie	124	447

Si era fatto ricorso al credito bancario per finanziare la speculazione al rialzo in borsa e per ricostituire le scorte di merci. Ancora, senza un deliberato proposito delle banche, i loro crediti avevano consentito agli esportatori di lasciare i ricavi all'estero, in attesa di una variazione nel cambio ufficiale della lira che in effetti si produsse nel novembre 1947, quando il cambio del dollaro venne elevato a 575 lire. La predisposizione dell'economia ad un movimento deflazionistico si manifestò nella vivace ripresa della propensione alla liquidità che si produsse dopo il settembre, con l'inversione delle aspettative, e nei connessi mutamenti della massa monetaria e del livello dei prezzi (figure 8 e 9).

FIG. 8

PRODOTTO NAZIONALE E MASSA MONETARIA,
MARZO 1946 - DICEMBRE 1949



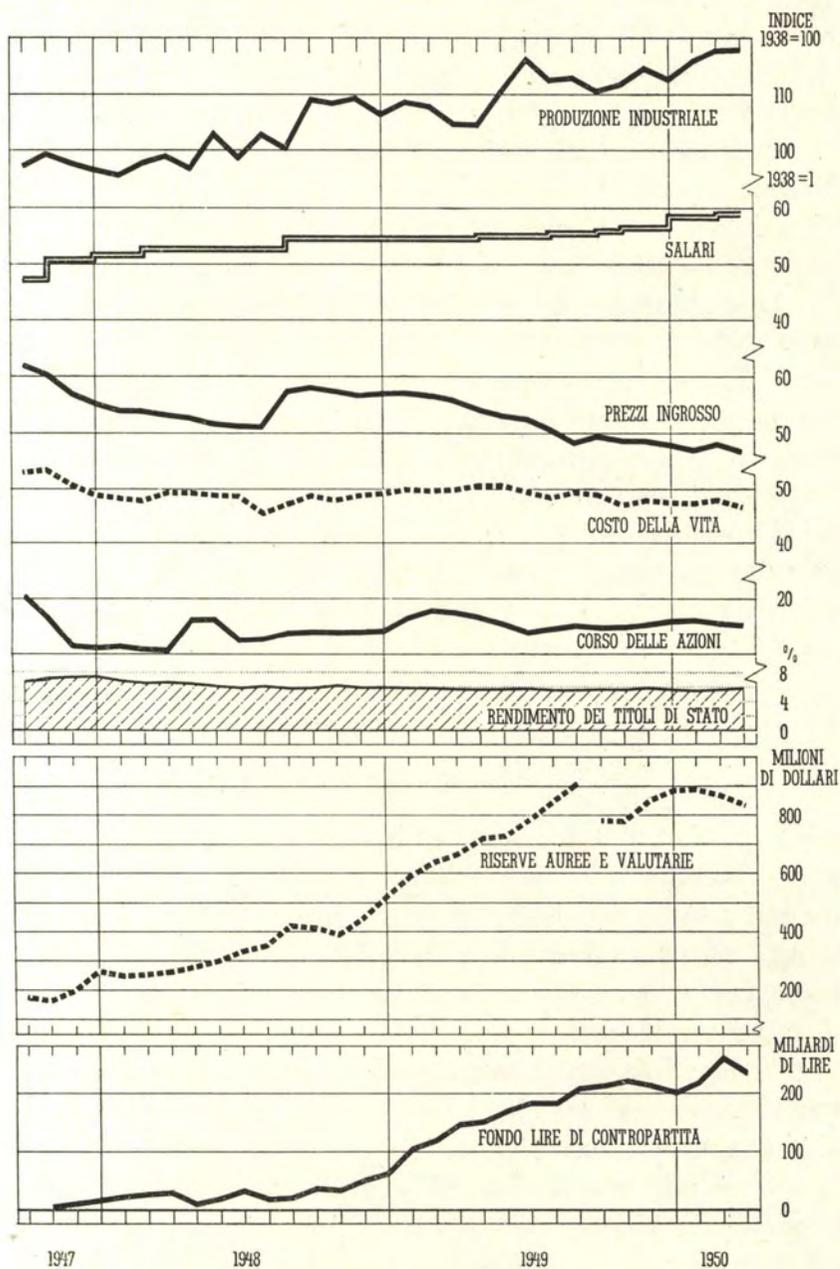
L'espansione della massa monetaria continuò ad un tasso elevato, seppure minore di prima. Per i biglietti, il saggio mensile di aumento si contrasse dal 3,4 % nei quindici mesi di inflazione al 2,3 % nei nove mesi dal settembre 1947 al giugno 1948 e all'1,4 % nei due anni successivi. Per i conti correnti, il calo fu minore: durante i tre periodi, il saggio mensile scese prima dal 4,6 % al 3,1 %, per indi risalire al 3,4 %.

L'espansione nel volume del credito bancario in essere rallentò, ma non cessò mai salvo forse nel mese critico, l'ottobre 1947.

Questi movimenti furono guidati da una linea di politica monetaria intesa a prevenire lo sviluppo di una spirale deflazionistica, e dalla

FIG. 9

LA FASE DI AGGIUSTAMENTO SEGUITA ALLA STABILIZZAZIONE



creazione di liquidità dovuta al flusso netto di valuta estera. La banca centrale, nell'ultimo trimestre 1947, concesse alle banche una assistenza finanziaria di larghezza inusitata. Il Tesoro accrebbe talmente la sua spesa che l'anno finanziario 1947/48 segnò il più forte disavanzo del dopoguerra. Nel 1948 l'acquisizione di valuta estera rivestì un'importanza quasi uguale all'indebitamento governativo presso la banca centrale quale fattore di espansione della base del credito. Nel 1949, quando l'effetto delle operazioni del governo con l'istituto di emissione fu deflatorio, a causa dell'accumulazione dei fondi di contropartita dell'aiuto estero, essa fu il solo fattore espansivo.

Le quote toccate dai prezzi dopo la primavera 1947 si configuravano come una punta sulla quale non era stata eretta alcuna struttura consolidata di debito. Una loro riconduzione intorno ai livelli del maggio 1947 non incideva nemmeno sui profitti che i debitori avevano realizzato, grazie al deprezzamento monetario, sulla ingente massa delle obbligazioni contratte fino ad allora. Questa favorevole situazione nei rispetti delle obbligazioni monetarie contratte o ricorrenti a carico delle imprese (verso i prestatori di denaro, il governo e i salariati) fu in quella congiuntura la chiave di volta del mantenimento del loro equilibrio finanziario in presenza di una flessione dei prezzi.

L'indice generale dei prezzi ingrosso, in base 1938 = 1, che era salito da 26 nel giugno 1946 a 51 nel maggio 1947 e a 62 nel settembre, ricadde a 51 nel giugno 1948.

Una breve ripresa della tendenza ascendente si verificò tra il giugno e l'ottobre 1948, per effetto dell'aumento del prezzo ufficiale del grano che venne adottato per la nuova campagna allo scopo di ridurre il peso dei sussidi al consumo. Tuttavia, una tendenza leggermente deflazionista persistette in Italia durante il 1949, in parallelo con la congiuntura internazionale, e l'indice dei prezzi scese ad un minimo di 47 nel giugno 1950.

L'indice della produzione industriale, depurato della stagionalità, scese di alcuni punti nell'ultimo trimestre del 1947 e ristagnò sui livelli di fine anno nei successivi mesi invernali; dopo una temporanea ripresa, risentì verso la fine dell'anno di una carenza di energia idroelettrica e della recessione all'estero. L'espansione riprese con passo più sicuro nella primavera del 1949; essa mosse da quote all'incirca

uguali alle punte dell'estate 1947: al giugno 1950, queste erano state superate di un 15 per cento, e la media 1938 di un 26 per cento.

26. Tra i mesi terminali del 1947 e i primi mesi del 1949, mentre la produzione ristagnava, la posizione valutaria del paese migliorò sostanzialmente. Intorno a questo contrasto di tendenze si sviluppò allora, in Italia e negli Stati Uniti (che fornivano gli aiuti ERP) un ampio dibattito di politica economica, a cui parteciparono italiani ed americani, dividendosi in due campi indipendentemente dalla nazionalità. Una delle tesi in campo trovò espressione nel Country Study sull'Italia pubblicato dall'ECA (l'Ente americano per la cooperazione economica) nel febbraio 1949 (25) che raccomandava una politica creditizia e di investimento più « aggressiva ».

Nel governo italiano, l'influenza dell'opinione moderata era stata rafforzata dal trionfo della Democrazia cristiana nelle elezioni dell'aprile 1948. Il governo si attenne alla linea Einaudi di consolidamento della lira, e poté dare agli osservatori stranieri, colpiti dall'elevato livello della disoccupazione, l'impressione di essere inibito da un esagerato timore dell'inflazione. Questo fattore indubbiamente ebbe la sua parte, ma la situazione offriva alle autorità italiane validi motivi per assegnare una netta priorità alla ricostituzione delle riserve valutarie (26).

Poichè questa ricostituzione cominciò quasi da zero, il volume raggiunto dalle riserve auree e valutarie all'inizio del 1949 era ancora piccolo in confronto alle possibili alternanze della bilancia dei pagamenti in condizioni di espansione, e di prossima liberazione, del commercio internazionale. Le riserve valutarie consistevano in larga parte di sterline e di altre monete inconvertibili, e il loro aumento rifletteva in buona misura l'influenza di fattori non ricorrenti, quali la liquidazione di scorte, il rimpatrio di capitali emigrati, la concessione di crediti da parte dei fornitori esteri. In minor misura, esso ri-

(25) Si vedano anche J. J. KAPLAN, *Economic Stagnation in Italy?*, Yale Institute of International Studies, 1949; R. W. RIGGS, *Italy's Road Back*, Foreign Policy Reports of the Foreign Policy Association, 15 maggio 1949.

(26) Una equilibrata presentazione degli argomenti in favore e contro la adozione di una politica espansiva nel 1949 si trova in LUTZ, *op. cit.*

fletteva l'avanzo delle partite correnti, legato all'esistenza di accordi di pagamento bilaterali e di tassi di cambio artificiosi.

Le riserve monetarie continuarono ad espandersi durante il resto del 1949, quando peraltro la simultanea espansione della produzione rese meno drammatiche le alternative di politica economica.

Durante il biennio 1948-49, l'acquisizione netta di riserve valutarie ammontò a circa 600 milioni di dollari e fu resa possibile per circa 280 milioni dal finanziamento delle importazioni attraverso il rimpatrio di capitali tenuti all'estero ma non inclusi nelle riserve ufficiali del 1947, e per altri 220 milioni dall'indebitamento all'estero (in esso compresi i prestiti ERP) e da altri investimenti esteri in Italia. L'avanzo delle partite correnti e dei trasferimenti unilaterali (tra cui le donazioni) fornì i rimanenti 100 milioni, ossia un sesto del totale.

La misura in cui l'avanzo corrente fu influenzato dalla artificiosità degli accordi di pagamento e dei tassi di cambio, piuttosto che dalle condizioni fondamentali di competitività, è indicata dalla evoluzione dei saldi degli scambi commerciali con l'Argentina e con l'area della sterlina. Nel settembre 1947, venne concluso con l'Argentina un accordo di pagamento il quale, in aggiunta ad una importante linea di credito bilaterale a breve termine, contemplava un prestito a lungo termine all'Italia. In breve tempo, l'Italia si trovò a far uso sostanziale di entrambe queste forme di credito per finanziare le importazioni di derrate alimentari, e il suo debito verso l'Argentina aumentò di quasi 150 milioni di dollari in nove mesi. Parzialmente in conseguenza di queste importazioni, la caduta dei prezzi dopo la stabilizzazione fu specialmente notevole per le derrate alimentari. Ma a partire dal settembre 1948 la posizione si rovesciò: l'Italia rimborsò il suo debito a breve termine e già nel settembre 1949 andava accumulando fondi in Argentina per il servizio del debito a lungo termine.

La conclusione nel novembre 1948 di un accordo di pagamento anglo-italiano mise fine al cambio fluttuante della sterlina sul mercato italiano, che nell'ultima annata aveva quotato la moneta inglese a corsi corrispondenti a una *cross-rate* di 3-3,30 dollari per sterlina. L'accettazione, da parte italiana, dell'elevato tasso ufficiale di cambio di 4,03 dollari per sterlina schiudeva la prospettiva di una sostanziale espansione delle esportazioni dell'Italia verso l'area della sterlina. Questa prospettiva si realizzò, tanto che in nove mesi l'Italia

accumulò 60 milioni di sterline. A questo processo pose fine la svalutazione del 30 per cento subìta dalla sterlina rispetto al dollaro nel 1949, congiunta ad un deprezzamento dell'8 per cento soltanto nel caso della lira (da 575 a 625 lire per dollaro).

27. Gli assertori di una più attiva politica di investimento sostenevano che l'accumulazione di riserve valutarie era dannosa per l'Italia perchè provocava una riduzione nella parte dell'aiuto ERP che le veniva assegnato. Tale argomentazione muoveva dall'assunto che le assegnazioni ai singoli paesi fossero positivamente correlate alle dimensioni del loro disavanzo estero. Indubbiamente, questo fattore ebbe il suo peso nella prima ripartizione dell'aiuto e, nella misura in cui il riferimento sia stato fatto ai disavanzi degli ultimi anni, deve aver favorito l'Italia, perchè nella situazione inflazionistica del 1947, l'eccedenza di importazioni di beni e servizi raggiunse l'importo, mai toccato, di 800 milioni di dollari.

Negli anni successivi, quando la ricostituzione delle riserve valutarie venne riconosciuta tra gli usi legittimi dell'aiuto ricevuto, l'ECA mantenne piuttosto stabili le proporzioni di assegnazione dell'aiuto. La quota dell'Italia nel totale delle donazioni e dei prestiti ERP rimase invariata all'11 per cento fra il primo esercizio (aprile 1948 - giugno 1949) e il secondo (luglio 1949 / giugno 1950), questo successivo alla pubblicazione del Country Study. Fu aumentata al 12,7 per cento nell'esercizio 1950/51 (27). Il margine di una possibile revisione verso l'alto della quota assegnata all'Italia appare esiguo nei confronti dell'effetto di bilancia dei pagamenti che sarebbe stato determinato da una politica di espansione delle importazioni. Per dare il senso delle proporzioni, basterà considerare che il totale delle partite attive correnti della bilancia dei pagamenti italiana, nel biennio 1948-49, fu di 3.500 milioni di dollari.

La politica di rafforzare la lira prima di intraprendere un programma di espansione ha aiutato l'Italia ad evitare crisi di bilancia dei pagamenti negli anni successivi. Negli altri tre maggiori paesi dell'Europa occidentale, in Scandinavia e nell'area sterlina d'oltremare, il pro-

(27) Gli importi assoluti furono di 668 milioni di dollari nei primi 15 mesi, di 403 milioni nel 1949/50 e di 237 milioni nel 1950/51.

cesso di liberazione del commercio e dei pagamenti esteri ha subito vari arresti e ritorni, intesi ad economizzare la limitata scorta valutaria; per contro, l'Italia ha potuto procedere senza interruzioni sulla strada della libertà degli scambi e delle valute. Il processo di liberazione ebbe due fasi principali. La prima si svolse nel 1950: nel gennaio, le importazioni dai paesi OECE vennero liberate per il 54 per cento; nel settembre, questa proporzione fu elevata al 76 per cento. Il secondo momento si collocò nel novembre 1951, quando la liberazione nell'ambito OECE venne portata al 99 per cento, soprattutto grazie alla abolizione dei contingenti applicabili ai manufatti industriali, e i dazi di importazione vennero ridotti del 10 per cento per tutte le provenienze. La liberazione delle importazioni dall'area del dollaro progredì più lentamente di quanto la situazione valutaria richiedesse, ma è stata accelerata negli anni recenti.

28. Nei primi anni post-bellici, il volume e la direzione dell'investimento statale vennero dettati dai bisogni della ricostruzione, soprattutto nei settori dei trasporti e delle imprese di pubblica utilità, che avevano gravemente sofferto per le distruzioni di guerra.

Il passaggio ad una politica di investimento meno obbligata e quindi più consapevole ebbe luogo gradualmente dopo il ripristino della stabilità monetaria; prese maggior consistenza nell'anno precedente la crisi coreana.

Nel settembre 1947 furono adottate misure di emergenza per alleviare le difficoltà delle industrie meccaniche, il cui finanziamento veniva reso difficile dalla stretta creditizia.

Sul finire dello stesso anno, venne esentata da dazio l'importazione di macchinari e di materiali occorrenti per l'impianto di nuove imprese industriali nel Mezzogiorno, e vennero stanziati i fondi per la concessione di crediti all'industria nelle stesse regioni.

Nella seconda metà del 1949, il ministro Fanfani varò un programma governativo di edilizia sussidiata. Si trattava di un settore in cui una politica di incentivi all'investimento comportava meno rischi che in altri ed avrebbe potuto essere anticipata al 1948. Gli incentivi avrebbero fatto da contrappeso all'effetto disincentivo del blocco dei fitti. Il contenuto di importazioni dei materiali da costruzione è basso, e le proporzioni dei fattori nell'attività edilizia sono molto elastiche.

Inoltre, nell'edilizia esisteva una disoccupazione notevole, e i prezzi dei materiali andavano calando, al pari di quelli dei prodotti alimentari. Il desiderio di profittare del concorso statale sollecitava fortemente la propensione al risparmio tra gli aspiranti proprietari di case; la loro rinuncia ad altri consumi avrebbe liberato risorse fornendo almeno in parte le sussistenze dei nuovi occupati. Il ritardo dell'azione pubblica, pur in presenza di elementi così favorevoli, deve ascriversi alla circostanza che il trapasso da una situazione inflazionistica ad una leggermente deflazionistica avvenne in un intervallo assai breve, inferiore al « tempo di reazione » dell'apparato governativo.

Anche il finanziamento degli investimenti sui fondi di contropartita dell'aiuto ERP tardò ad avviarsi. Questo ritardo fu dovuto in parte alle laboriose procedure cui le autorità dell'ECA subordinavano lo svincolo dei fondi. I primi svincoli sostanziali avvennero verso la fine del 1949.

Nell'aprile 1950, 50 milioni di sterline delle riserve ufficiali furono destinati allo scopo di finanziare, a tassi di interesse facilitati, le importazioni di macchinario e di altri beni capitali.

Per i fondi di contropartita dell'aiuto ERP, l'accumulazione delle lire avveniva di necessità prima dell'esborso. Questa successione di tempi rafforzò le pressioni deflazionistiche che precedettero la crisi coreana, e gli stimoli inflazionistici che la seguirono. I finanziamenti con valuta tratta dalle riserve ufficiali agirono anch'essi in questa seconda direzione.

29. In quegli anni, l'attività di investimento del governo non si inquadrava in un programma generale. L'idea della programmazione dello sviluppo non era familiare al pensiero economico italiano, e la sua acquisizione fu promossa dall'azione e dalle procedure di organi internazionali quali l'OECE, l'ECA, la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo.

La formulazione di programmi di sviluppo fu iniziata al fine di costituire una base di riferimento per l'assegnazione dell'aiuto americano. A tal fine, il prof. Tremelloni, allora ministro dell'industria, presentò nel 1948 all'OECE un programma a medio termine che copriva i quattro anni di durata dell'ERP. Il programma contemplava la realizzazione dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti entro il

1952/53; ma accanto all'obiettivo della solvibilità internazionale non si poneva, a condizionarlo, quello della piena occupazione.

Il Country Study dell'ECA del febbraio 1949 ammoniva che « data la timidezza dell'investimento privato in Italia » i risultati contemplati nel programma italiano avrebbero potuto ottenersi solo mediante « la formulazione di un piano nazionale di investimenti (quale parte di un bilancio economico nazionale) e la sua realizzazione da parte dei ministeri, degli enti pubblici e del sistema bancario ».

Nel frattempo, la Banca mondiale inviava in Italia la sua prima missione di studio, la quale concentrò la sua attenzione sul problema di sviluppo del Mezzogiorno. A quell'epoca, l'Italia era rappresentata nella Banca mondiale da alcuni dei suoi uomini più eminenti: ossia dal governatore della Banca d'Italia, Menichella, nel Consiglio dei governatori; dai professori Bresciani Turrone e Giordani nel Consiglio d'amministrazione.

Nel 1950, i semi sparsi negli anni precedenti germogliarono con la costituzione di un organo speciale per lo sviluppo del Sud, la Cassa per il Mezzogiorno, la quale venne dotata, mediante stanziamenti di bilancio, di 1.000 miliardi di lire (pari a 1,6 miliardi di dollari) da spendere in 10 anni: la dotazione fu poi aumentata a 2.040 miliardi di lire, da erogare in quindici anni. Inoltre, tutti i prestiti finora concessi dalla Banca mondiale all'Italia (240 milioni di dollari) sono stati convogliati attraverso la Cassa ad investimenti nel Mezzogiorno nei settori dell'energia, dell'irrigazione e dell'industria trasformatrice.

30. Allo scoppio della guerra in Corea l'economia italiana (nel settore delle imprese e in quello personale) e il sistema bancario italiano non disponevano di liquidità eccedente, nonostante la prevalenza di impulsi deflazionistici (28) durante i due anni precedenti. Questo apparente paradosso si spiega nel modo seguente: (a) nel 1946-47, la massa monetaria era andata aumentando meno del prodotto nazionale a prezzi correnti. Come si è già osservato, essa recuperò il ritardo, rispetto a un prodotto nazionale in espansione, solo nella seconda metà

(28) Il concetto di impulsi inflazionistici e deflazionistici qui usato è chiarito in M. W. HOLTROP, *Über die Deutung monetärer Erscheinungen*, « Weltwirtschaftliches Archiv », Band 79, Heft 2, 1957.

del 1949 (fig. 8). (b) L'espansione dell'attivo della Banca d'Italia dal settembre 1947 al giugno 1950 si tradusse, dall'altro lato del bilancio, nell'aumento della circolazione dei biglietti (che è impegnata per la remunerazione del lavoro dipendente e per gli scambi dei consumatori), nella costituzione di fondi di contropartita dell'aiuto estero e di riserve bancarie obbligatorie. I depositi liberi delle banche presso l'istituto di emissione diminuirono (29).

In queste condizioni, un processo autonomo di finanziamento inflazionistico da parte delle imprese non poteva spingersi molto innanzi senza costringere le banche a ricorrere all'istituto di emissione. Questa necessità fu resa meno urgente dalla messa a disposizione di valuta estera tratta dalle riserve ufficiali per il finanziamento dell'importazione di beni capitali e dall'uso dei fondi di contropartita, la cui consistenza venne ridotta da 261 miliardi nel giugno 1950 a 134 miliardi nel giugno 1951. Ma nella primavera del 1951 la situazione del credito si fece molto tesa, e contro tale stato di cose si levò, senza risultati apprezzabili, qualche voce di protesta.

Gli effetti dell'« onda coreana » appaiono dalla fig. 10; l'analisi in termini di flussi del credito è data nella tav. 6. L'indice dei prezzi ingrosso (1938 = 1) aumentò del 20% in un anno, da 47 nel giugno 1950 a 56 nel giugno 1951. I prezzi medi d'importazione aumentarono del 34%; quelli delle materie grezze, in particolare, del 45%. L'accumulazione di riserve valutarie cessò nel 1950 e fece luogo ad una flessione nella prima metà del 1951. L'alta domanda d'importazione concorse a contenere l'espansione della massa monetaria, durante l'annata, nella misura del 12%, pari a quella cui essa era caduta nei

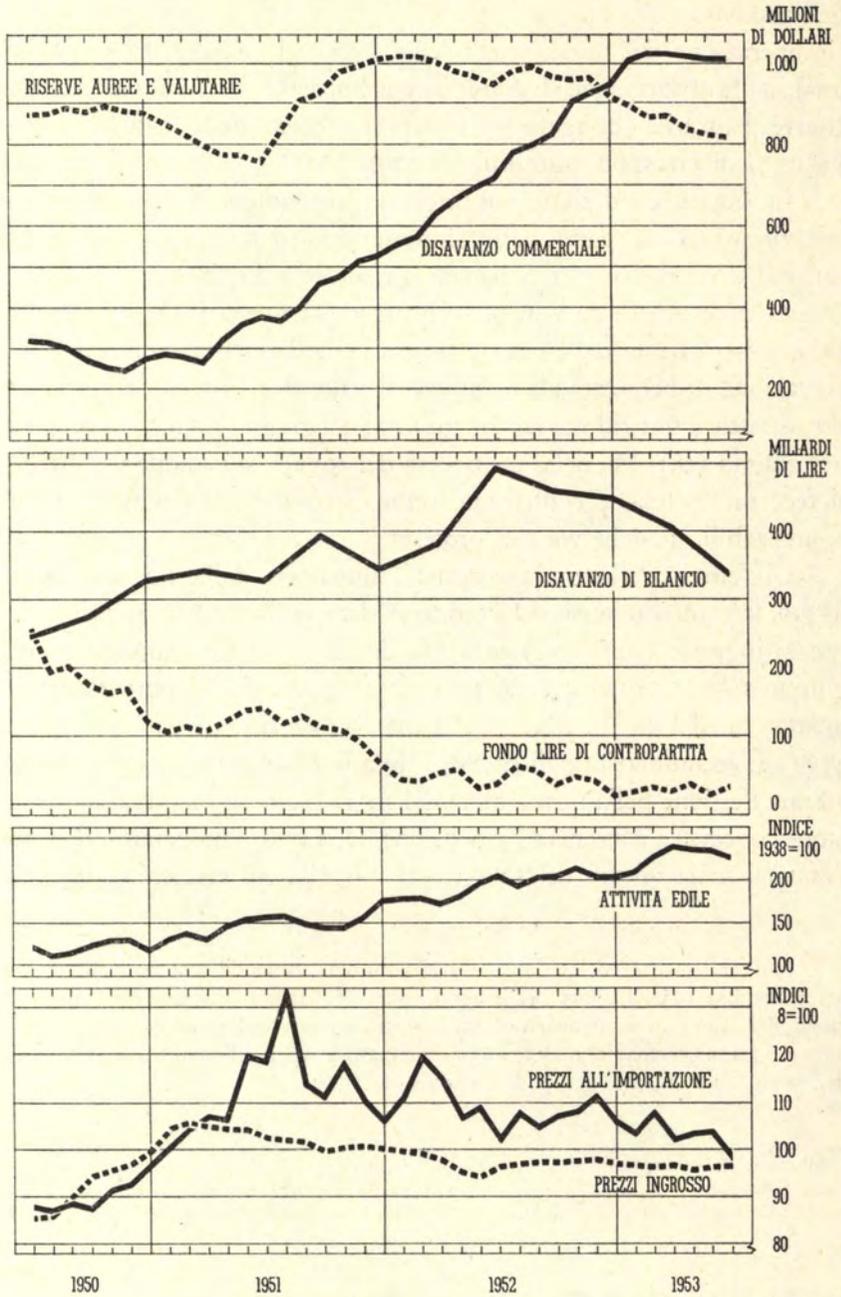
(29) Le attività della Banca d'Italia aumentarono da 774 miliardi di lire nel settembre 1947 a 1.605 nel giugno 1950. (I depositi del governo, ad eccezione dei fondi di contropartita, sono stati sottratti dall'indebitamento governativo). La partecipazione dei singoli gruppi di voci all'espansione del totale dell'attivo, fatto uguale a 100, fu la seguente:

<i>attività</i>		<i>passività</i>	
acquisizione di valuta estera	54	biglietti	38
crediti allo stato	35	fondi di contropartita	31
crediti alle banche	11 (1)	riserve bancarie obbligatorie	28
		altri depositi di banche	- 4
		altre voci	7

(1) Compresi piccoli importi prestati a privati.

FIG. 10

L'ONDA COREANA



12 mesi precedenti (1949/50) da livelli del 37% nel 1947/48 e del 18% nel 1948/49. La tensione monetaria si riflesse nell'aumento del rapporto fra gli impieghi e i depositi delle banche da 0,69 nel giugno 1950 a 0,76 nel giugno 1951, nella diminuzione di quello tra le disponibilità liquide e i depositi dall'11,6 all'8,8% e nella lieve, temporanea inversione nella tendenza discendente della velocità di circolazione del denaro in termini di reddito (fig. 1).

La data del 30 giugno segnò il culmine e l'inizio del superamento della tensione. I prezzi internazionali delle materie prime erano in discesa dal marzo; i produttori primari andavano ora spendendo, secondo una naturale successione cronologica, le valute estere guadagnate nel recente *boom*. E poichè nella maggior parte dei paesi dell'Europa occidentale la capacità produttiva era pienamente sfruttata, l'Italia svolse la parte di fornitore marginale, soprattutto nei rispetti dei prodotti tessili e meccanici e dei mercati del Commonwealth britannico protetti dalle preferenze imperiali. Lo slancio delle esportazioni continuò fino ai primi mesi del 1952, e la situazione dell'Italia nell'Unione europea dei pagamenti si rovesciò, passando da un forte debito cumulativo nel marzo 1951 (— 84 milioni di dollari) ad una posizione creditoria estrema (209 milioni di dollari) nel febbraio 1952.

31. Nell'annata successiva all'apertura delle ostilità in Corea le banche vennero investite da una forte domanda di credito, mentre perdevano liquidità a causa del disavanzo dei pagamenti esteri. Il tasso di espansione degli impieghi cui poterono spingersi (24%) fu inferiore a quello toccato in tempi recenti, sia di inflazione che di deflazione, confrontandosi con tassi annuali del 110% dal giugno 1946 al settembre 1947 e del 33% dall'ottobre 1947 al giugno 1950. L'istituto di emissione allargò il volume di credito erogato alle banche nell'annata di un importo quasi uguale all'incremento delle loro riserve obbligatorie. L'intera espansione nelle attività bancarie si incentrò nei crediti al settore privato, essendo nulla la variazione delle disponibilità liquide e leggermente negativa quella del portafoglio di titoli di stato. L'aumento della circolazione dei biglietti fu all'incirca uguale alla riduzione dei fondi di contropartita.

L'afflusso di valute estere costituì la fonte principale di alimentazione della massa monetaria durante la seconda metà del 1951 e i

Operazioni	luglio 1961		
	Sistema bancario		
	Banca d'Italia	Altre banche	
(1)	(2)	(3)	
Acquisizione di oro e valute da parte della Banca d'Italia e dell'UIC	- 71,4		
Finanziamenti della Banca d'Italia alle altre banche	59,1		59,1
Risconto effetti ammassi obbligatori (b)	22,6		6,0
Depositi per riserva obbligatoria presso la Banca d'Italia ed investimenti relativi	11,4 (c)		5,6
Altri crediti e investimenti della Banca d'Italia	- 68,3		
Depositi delle banche e del Tesoro presso la Banca d'Italia	- 104,5		- 1,2
Riserve obbligatorie direttamente investite dalle banche			49,4
Crediti e investimenti delle banche			348,8
Sistema bancario nel suo insieme	57,9		337,5
Indebitamento diretto a breve termine del Tesoro verso il pubblico . .			
Variazione nel possesso di attività finanziarie del settore imprese e persone	Totale 12 mesi		
<i>massa monetaria</i>			
biglietti (d)	118,3	105,1	11,7 (e)
conti correnti	135,7	- 31,5	154,7
<i>liquidità secondarie</i>	175,8	- 15,7	171,1
totale attività liquide	429,8		
altre attività finanziarie (g)	312,1		
totale attività finanziarie	741,9		

(a) Le cifre in corsivo indicano variazioni nelle passività dell'operatore al quale è intestata la colonna. Gli enti pubblici territoriali sono compresi nel settore imprese e persone.

(b) Il risconto di effetti provenienti dagli ammassi obbligatori di passate campagne è trattato come un credito sul Tesoro.

(c) Eccedenza o deficienza dell'investimento della Banca d'Italia rispetto all'importo delle riserve obbligatorie costituite presso di essa.

(d) Comprende le monete metalliche e gli assegni circolari.

(e) Variazione nella consistenza degli assegni circolari, al netto della variazione del contante in cassa. La variazione nella consistenza degli assegni circolari è stata nei due periodi di 12,1 e 36,7 miliardi di lire, quella della cassa di 0,4 e 28,1 miliardi.

LIQUIDITÀ (a)
(in lire)

TAV. 6

luglio 1951			luglio 1951 - dicembre 1952				
Settori economici			Sistema bancario		Settori economici		
Tesoro	Imprese e persone	Estero	Banca d'Italia	Altre banche	Tesoro	Imprese e persone	Estero
(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
		- 71,4	76,9				76,9
16,6			- 62,4	- 62,4			
			66,0	37,9	28,1		
17,0			58,3 (c)	107,3	49,0		
74,8	6,5		182,9		186,9	- 4,0	
103,3			- 81,2	22,7	- 103,9		
49,4				83,8	83,8		
7,1	355,9			867,8	99,3	768,5	
104,4	362,4	- 71,4	286,3	1.106,1	551,0	764,5	76,9
34,4					54,9		
							Totale 18 mesi
1,5			292,3	8,6(e)	17,6		318,5
12,5(f)			- 0,3	612,2	12,5(f)		624,4
20,4			- 5,7	485,3	24,8		504,4
							1.447,3
							557,3
							2.004,6

(f) Compresi i conti correnti postali.

(g) Composte da:

	luglio 1950- giugno 1951	luglio 1951- dicembre 1952
Risparmio postale	122,3	234,0
Titoli di stato a lungo termine	71,8	84,9
Obbligazioni	65,0	113,0
Azioni	53,0	125,4
Totale	312,1	557,3

primi mesi del 1952, dopo i quali la situazione dei pagamenti esteri si volse nuovamente contro l'Italia. La contrazione di liquidità dovuta alla perdita di riserve valutarie durante il resto dell'anno fu più che compensata dall'effetto dell'aumento del disavanzo del bilancio.

I dati esposti nella parte destra della tav. 6 mostrano che durante il riflusso dell'ondata coreana (dal luglio 1951 al dicembre 1952) il governo fece ricorso a quattro principali forme di finanziamento inflazionistico: *a*) l'indebitamento presso l'istituto di emissione; *b*) l'investimento in titoli di stato delle riserve obbligatorie delle banche; *c*) l'utilizzazione dei fondi di contropartita dell'aiuto ERP (in misura eccedente i nuovi afflussi); *d*) l'acquisto volontario da parte delle banche di titoli di stato.

Quest'ultima voce fu anche la minore in ordine di importanza: l'espansione dei crediti bancari nel periodo considerato fu dieci volte maggiore di essa. Dalla metà del 1951 alla metà del 1952, mentre la produzione industriale segnava il passo e i prezzi calavano, il tasso di espansione dei crediti bancari fu mantenuto al 19% e salì ancora, al 27%, dal luglio 1952 al giugno 1953.

32. I due movimenti ciclici illustrati nelle tavole 5 e 6 forniscono allo studioso dei fenomeni monetari apprezzabili dati di esperienza sulle relazioni tra la bilancia dei pagamenti, la liquidità interna e il volume del credito. Le grandezze in gioco sono tradotte nella fig. 11. La figura abbraccia gli anni successivi al 1952, e quindi include una terza ondata ciclica che colpì l'Italia e gli altri paesi dell'Europa occidentale: quella del peggioramento della bilancia dei pagamenti dopo Suez e del successivo raddrizzamento, che nel caso dell'Italia si sviluppò in un avanzo imponente a partire dal terzo trimestre del 1957.

In corrispondenza ad ogni fine di trimestre, la figura indica la grandezza assunta, durante l'annata che mette capo a quel trimestre, dai fenomeni seguenti:

A) l'avanzo (o disavanzo) di liquidità del resto del mondo, posto uguale e contrario alla variazione delle nostre riserve valutarie (nelle quali si comprende anche oro di nuova produzione);

B) l'avanzo (o disavanzo) di liquidità del Tesoro: nel periodo sotto esame, questa grandezza risulta sempre negativa. Essa rappre-

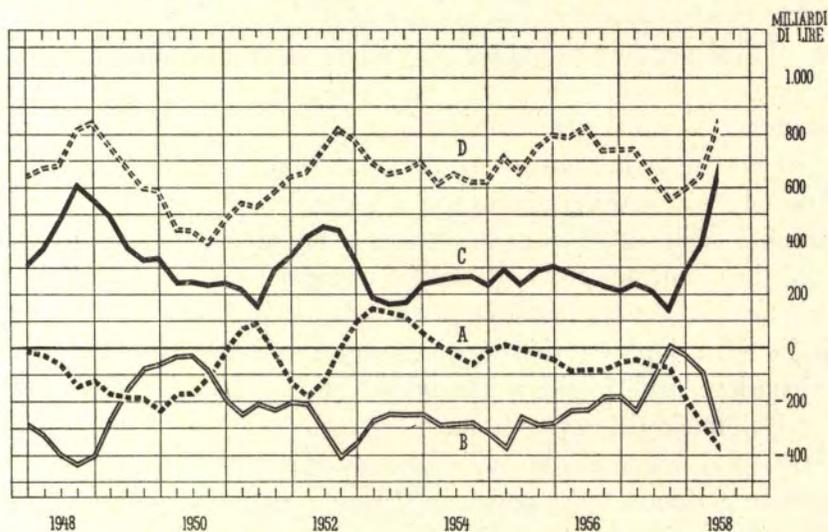
senta la parte del disavanzo finanziata con l'indebitamento a breve termine e con l'uso di fondi liquidi precostituiti;

C) l'avanzo di liquidità del resto dell'economia, che per semplicità viene designato come « settore privato ». Questo avanzo è uguale e contrario alla somma algebrica di A) e B);

D) la variazione nella consistenza lorda delle attività liquide del settore privato, che è uguale all'avanzo C) aumentato dell'indebitamento del settore privato verso il sistema bancario.

FIG. 11

POSIZIONE DI LIQUIDITÀ DEI SETTORI, 1948-GIUGNO 1958



- (A) Avanzo di liquidità del resto del mondo.
 (B) Avanzo di liquidità dello stato.
 (C) Avanzo di liquidità del settore privato.
 (D) Liquidità lorda del settore privato (variazione).

La variazione nel debito del settore privato verso il sistema bancario è dunque rappresentata dalla differenza tra l'ordinata D) e l'ordinata C).

La figura palesa che il deficit di liquidità dello stato fu il principale canale di alimentazione della liquidità del settore privato nell'anno 1948. L'espansione della liquidità del settore privato rallentò alquanto durante il 1949 a causa della riduzione nel deficit di liquidità

del Tesoro che ebbe inizio nei primi mesi del 1949 (e continuò fino al giugno 1950) solo in parte compensata dal crescente avanzo della bilancia dei pagamenti.

Nell'anno del *boom* coreano, le parti svolte dai due fattori di creazione di liquidità per il settore privato si invertirono: la liquidità fornita dall'espansione del disavanzo del Tesoro fu infatti assorbita dal disavanzo dei pagamenti esteri. L'espansione nella consistenza lorda delle attività liquide andò scemando fino al settembre 1950, e quella nella consistenza della liquidità netta fino al giugno 1951. L'anticipo di nove mesi nella ripresa della liquidità lorda indica che durante essi l'indebitamento del settore privato ebbe una parte più importante di prima nella creazione di liquidità lorda.

Tra il giugno 1951 e il marzo 1952 si produsse la forte espansione di liquidità associata all'avanzo della bilancia dei pagamenti; successivamente, e fino al termine dell'anno, la creazione di liquidità si mantenne sostenuta in conseguenza del deficit nel bilancio dello stato. Anche l'espansione del credito bancario continuò ad un saggio elevato. All'inizio del 1953, l'avanzo corrente di liquidità del settore privato cadde bruscamente, a causa di una riduzione nel deficit del Tesoro e di un'espansione in quello della bilancia dei pagamenti. La creazione di liquidità lorda si ridusse in misura meno pronunciata, perchè l'espansione degli impieghi bancari divenne ancora più rapida.

Dall'inizio del 1953 alla metà del 1956 (Suez) l'andamento delle curve è stato meno movimentato. Il disavanzo del Tesoro si è progressivamente ridotto, e la posizione valutaria ha continuato a migliorare; la creazione netta di liquidità ha segnato dunque un leggero, ordinato movimento ascendente; il credito bancario, e la connessa formazione di liquidità lorda, si sono andati espandendo in parallelo con lo sviluppo generale dell'economia.

Il periodo che corre dal luglio 1956 al settembre 1957 ha rappresentato la prima fase dell'ultima onda: la posizione del Tesoro ha continuato a migliorare, mentre quella dei pagamenti esteri segnava un qualche peggioramento. Dopo il settembre 1957, per l'effetto congiunto di un sensibile peggioramento nella posizione del Tesoro (30) e

(30) Il peggioramento fu dovuto non alla situazione corrente di bilancio, ma alla sospensione, nel 1958, dell'emissione annuale di buoni del Tesoro poliennali che si era avuta in tutti gli anni dal 1951 al 1957.

di un altrettanto sensibile miglioramento nella bilancia dei pagamenti, divenuta largamente attiva, si è prodotta una vasta creazione di liquidità netta: l'espansione degli impieghi bancari è rallentata, così che la curva che rappresenta la creazione di liquidità netta è salita fin quasi a toccare quella della liquidità lorda.

L'esame comparativo dei tre movimenti ciclici avvenuti nel decennio (stabilizzazione, Corea, Suez) consente di sceverare i tratti tipici da quelli atipici della fase di riflusso post-coreano (luglio 1951-dicembre 1952).

a) Il miglioramento della bilancia dei pagamenti tra il luglio 1951 e il marzo 1952 appartiene alle caratteristiche proprie dei periodi di recessione: esso si è avuto infatti anche nel 1948-49 e dopo il settembre 1957. Il peggioramento della bilancia dei pagamenti tra il marzo 1952 e l'inizio del 1953 appare invece atipico.

b) L'aumento del disavanzo del Tesoro durante il 1952 è esso pure un aspetto tipico dei periodi di recessione: lo si è riscontrato tanto nel 1948 che dopo il settembre 1957. (Appare invece atipica la posizione del Tesoro nel 1949, alla quale si è fatto riferimento al § 28).

c) Un fenomeno meritevole di esame è l'espansione ininterrotta del credito bancario avutasi nella fase recessiva del 1952.

I tre paragrafi seguenti saranno dedicati all'analisi di questi tre punti.

33. Le misure di liberazione degli scambi esteri nel novembre 1951 furono adottate in considerazione del miglioramento della bilancia dei pagamenti. In Italia il processo di liberazione delle importazioni è stato continuo, non avendo incontrato l'impedimento di crisi di cambi esteri (§ 27), ma la scelta dei tempi per le successive tappe è stata dettata dalla situazione dei pagamenti esteri, piuttosto che inserirsi nel quadro di una politica congiunturale. Ove infatti alla politica di liberazione fosse stata assegnata anche una funzione anticiclica, la liberazione avrebbe dovuto attuarsi durante il precedente *boom*, nel quale, peraltro, le riserve valutarie stavano scemando. Accadde invece che la concorrenza estera si vide spalancare le porte in una fase di flessione della domanda interna.

La linea di azione seguita dal governo in questa congiuntura si può spiegare con l'importanza attribuita alla situazione valutaria nella

formulazione della politica economica ed anche alla scarsa flessibilità nel tempo breve di una politica caratteristicamente orientata su obiettivi di lungo periodo. L'industria italiana raccolse la sfida, dando corso a programmi di ammodernamento che ne migliorarono la capacità competitiva.

L'innalzamento del disavanzo commerciale da 276 milioni di dollari nel 1950 a 520 milioni nel 1951 e a 949 nel 1952 può ascriversi a diverse cause:

1) Il ripristino di restrizioni all'importazione da parte della Francia, del Regno Unito e dell'area sterlina d'oltremare, nei primi mesi del 1952, aggravò la caduta delle esportazioni italiane che avrebbe accompagnato in ogni caso la fine del *boom*. In particolare le esportazioni tessili precipitarono da 716 milioni di dollari nel 1951 a 331 milioni nel 1952.

2) Cessata la spinta coreana, i prezzi sui mercati internazionali si vennero assestando su livelli pur sempre più elevati di quelli anteriori. L'indice dei prezzi d'importazione (1953 = 100) salì da 87 nel 1950 a 110 nel 1952. Applicando questo aumento al disavanzo commerciale del 1950 (che fu di 276 milioni di dollari), si ha un aggravio di 73 milioni di dollari nel 1952. Un aggravio ulteriore, stimabile a 135 milioni di dollari, è imputabile al peggioramento della ragione di scambio tra il 1950 e il 1952.

3) Le importazioni delle merci liberate nel novembre 1951 aumentarono di 96 milioni di dollari fra il 1951 e il 1952.

4) La politica governativa sollecitò l'espansione delle importazioni per vie ancora più immediate dei provvedimenti di liberazione:

a) durante gli anni dal 1948 al 1950, il governo italiano, d'accordo con l'ECA, mise a disposizione valuta estera per l'equivalente di 250 milioni di dollari (sia direttamente sui prestiti ERP, sia indirettamente fornendo lire sui fondi di contropartita) per il finanziamento dell'importazione di attrezzature dagli Stati Uniti. A causa del tempo richiesto dalle procedure inerenti alla concessione del finanziamento, e al collocamento degli ordini, e a causa anche della difficoltà di ottenere le consegne durante il *boom* coreano, queste importazioni toccarono il massimo nel 1952;

b) il fondo di 50 milioni di sterline messo a disposizione nell'aprile 1950 per l'acquisto nell'area sterlina di macchinari, attrezzature

e navi fu utilizzato nel 1952 per finanziare importazioni di valore equivalente a 21 milioni di sterline.

c) nell'intento di assicurare all'economia nazionale disponibilità adeguate, ove avessero a rinnovarsi crisi di politica internazionale, il governo, dopo l'esperienza della Corea, diede inizio nel luglio 1951 ad un programma di costituzione di scorte. A questo scopo, vennero importati nel 1952 generi alimentari (cereali, semi oleosi) e materie prime (rame, stagno, gomma, carbone) per un valore equivalente a 40 milioni di dollari;

d) infine nel novembre 1951, ossia nello stesso momento in cui si adottavano le misure di liberazione, si provvide a trarre dalle riserve ufficiali valute europee per l'equivalente di 60 milioni di dollari, destinandole alla concessione di crediti a tassi di interesse facilitati per il finanziamento di importazioni dai paesi dell'Unione europea dei pagamenti e dai territori associati d'oltremare. Le importazioni così finanziate ebbero luogo in gran parte nel 1952.

34. I dati sul disavanzo del bilancio statale, sia di cassa sia di competenza, relativi al decennio di stabilità, indicano due punte negli anni finanziari 1947/48 e 1952/53 (fig. 5 e nota 15).

La coincidenza delle due punte con annate di scarsa espansione produttiva deve attribuirsi ad un gioco di fattori istituzionali e di reazioni di mercato, il quale *di regola* produce effetti congruenti con quelli di una deliberata politica anticiclica. Al riguardo si possono svolgere varie osservazioni.

Il livello della spesa governativa è influenzato dalla situazione di cassa, ossia dall'entrata fiscale e dal ricavo dei prestiti. Questa seconda componente è più variabile della prima. L'esperienza degli anni post-bellici mostra che nei periodi di domanda privata sostenuta, durante i quali cresce la preoccupazione per la stabilità monetaria e diminuisce il flusso dei fondi prestati al Tesoro, tanto il parlamento quanto il potere esecutivo diventano riluttanti ad impegnare lo stato in nuove spese, ed il Tesoro stesso tende a differire i pagamenti. Per contro, nei periodi di debolezza della domanda privata, la posizione del Tesoro migliora e si inverte il senso delle preoccupazioni intrattenute dal governo; con il risultato di una maggiore disposizione sia a liquidare gli arretrati e a far subito fronte alle obbligazioni che

maturano, sia ad impegnarsi in nuovi programmi di spesa. Il flusso dei pagamenti complessivi muta quindi quasi automaticamente in relazione al flusso dei fondi disponibili per l'investimento che si dirigono al governo. Alcune eccezioni a questa regola saranno ricordate più innanzi.

Il ricorso ad una politica di tassi d'interesse flessibili, intesa a regolare il volume di questo flusso, è stato scarso. Il tasso d'interesse sui buoni del Tesoro (offerta continuamente senza limite di importo) è stato abbassato di un punto nel decennio 1948-1957 ossia dal 5 al 4 per cento, con due riduzioni di mezzo punto ciascuna. Nella condizione di elevata liquidità che caratterizzò il 1958, esso è stato ulteriormente ridotto al 3 $\frac{1}{2}$ per cento. I buoni del Tesoro novennali sono stati collocati negli anni dal 1950 al 1955 al saggio nominale del 5 per cento, e a rendimenti effettivi (tenuto conto di sconti e premi) pari al 5,9 per cento. I saggi aumentarono lievemente negli anni 1956-1957, quando il mercato manifestò una certa riluttanza ad assorbire nuove emissioni statali. Il saggio offerto su un secondo tipo di indebitamento a medio termine, i buoni fruttiferi postali, fu toccato solo due volte (riducendolo) durante gli undici anni 1948-1958.

Il volume della spesa degli enti locali risente anche, sia pure meno strettamente, delle variazioni cicliche nell'offerta di risparmio.

Gli enti locali finanziano i loro investimenti con fondi attinti alle casse di risparmio ordinarie, alla Cassa depositi e prestiti che amministra il risparmio postale ed al Consorzio di credito per le opere pubbliche (31). Il volume degli investimenti cui essi possono dar corso è limitato da quello dei finanziamenti ottenibili presso gli istituti ora indicati. In particolare, gli enti locali hanno accesso al risparmio postale solo nella misura in cui questo non venga riservato a sè dal Tesoro.

Durante l'ultimo decennio, i fattori ora richiamati hanno impresso alla spesa, e al disavanzo del settore pubblico, movimenti ciclici uguali nel senso, ma più contenuti nell'ampiezza di quelli analoghi avutisi nel gettito della tassazione e dei prestiti (escluso da questi l'indebitamento presso l'istituto di emissione). Di conseguenza, anche la

(31) Gli enti locali scontano presso il Consorzio i contributi governativi o costituiscono i cespiti fiscali in garanzia di mutui.

situazione di debito del Tesoro verso la banca centrale ha segnato una oscillazione ciclica.

Le relazioni mutue che abbiamo esaminato sono illustrate nella tav. 7 e nella fig. 12 (32).

Le punte cicliche nella formazione di attività finanziarie, misurata in rapporto al prodotto nazionale, furono toccate in quattro dei cinque periodi di debolezza della domanda interna distinti nella tavola, ossia nel 1948, nelle due sotto-fasi della recessione post-coreana (dal luglio 1951 al marzo 1952 e dall'aprile 1952 alla prima metà del 1953), e dall'ottobre 1957 al giugno 1958. La formazione di attività finanziarie fu più lenta nell'altro periodo di domanda debole distinta nella tavola, ossia dal gennaio 1949 al giugno 1950, nella quale l'accumulazione dei fondi di contropartita esercitò un potente effetto restrittivo della liquidità (33).

La misura in cui il settore pubblico contribuì allo sviluppo complessivo dell'indebitamento interno verso le banche e il mercato dei capitali (34) fu maggiore nei tre periodi di elevata disponibilità di fondi. Gli altri due periodi di domanda debole presentarono caratteristiche particolari e tra loro contrastanti. Durante il 1949 e la prima metà del 1950, i larghi prelevamenti del Tesoro dal mercato furono in buona parte riversati all'istituto di emissione. Per contro, dall'aprile

(32) I dati del settore pubblico indicati nella tavola e nella figura si riferiscono al governo, ai servizi pubblici gestiti da enti governativi (ferrovie, strade statali, grandi linee telefoniche) e agli enti locali (comuni e provincie). Essi non comprendono invece le molte attività economiche affidate alle società dei due grandi enti di controllo governativi, l'IRI e l'ENI, nei settori telefonico, dell'energia, della navigazione, siderurgico, meccanico, chimico ecc. Queste società hanno finora seguito criteri di investimento non discosti da quelli del settore privato.

Le cifre dell'indebitamento del settore privato presso le banche comprendono piccoli importi attinti alla banca centrale.

(33) La proposizione che gli avanzi e i disavanzi della bilancia dei pagamenti influiscono sulla liquidità non intende esprimere una relazione causale. L'impulso primario, nella successione delle cause che determinano la posizione di bilancia dei pagamenti, è impartito dal comportamento inflazionistico o deflazionistico degli operatori (stato, imprese e persone) in ciascun paese. Cfr. HOLTRUP, *op. cit.*

(34) Si è già avvertito (nota 23) che il termine « banche » esclude la banca centrale. L'emissione di azioni viene trattata allo stesso modo del collocamento di prestiti sul mercato dei capitali.

INDEBITAMENTO DEI SETTORI E CORRISPONDENTI VARIAZIONI DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE
(miliardi di lire in ragione d'anno)

	(A) Indebitamento (a)							Totale (A) = (B)	(B) Variazione delle attività finanziarie			PNL	(9) in per cento di (13)	
	Dei settori interni								Del resto del mondo (incremento riserve valutarie)	Liquidità				
	Settore pubblico			Settore privato						Primarie (massa moneta- ria)	Secon- darie			Altre
	Riserve bancarie obbliga- torie (b)	Altre forme di provvista		Dalle banche	Dal mercato dei capitali	Totale (1) a (5)	(3) in percento di (6)							
		Dallo istituto d'emis- sione	Dalle altre banche e dal mercato dei capitali											
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	
Gennaio-dicembre 1947 . .	93	96	204	353	50	796	25,6	13	809	479	158	172	5.992	13,5
Gennaio-dicembre 1948 . .	151	63	347	342	111	1.014	34,2	125	1.139	509	345	285	7.068	16,1
Gennaio 1949-giugno 1950 *	78	- 173	342	225	207	679	50,3	194	873	169	221	483	7.412	11,7
Luglio 1950-giugno 1951 . .	55	34	324	408	156	977	33,2	- 79	898	286	230	382	9.141	9,8
Luglio 1951-marzo 1952 *	126	48	391	291	143	999	39,1	226	1.225	505	301	419	10.185	12,0
Aprile 1952-giugno 1953 *	113	146	247	570	303	1.379	17,9	- 145	1.234	355	273	606	10.189	12,1
Luglio 1953-giugno 1956 . .	110	30	395	546	317	1.398	28,3	37	1.435	377	328	730	12.441	11,5
Luglio 1956-settembre 1957 *	96	15	264	490	377	1.242	21,2	127	1.369	328	360	681	14.941	9,2
Ottobre 1957-giugno 1958 (c) *	195	- 135	467	305	532	1.364	34,2	396	1.760	499	292	969	14.779	11,9

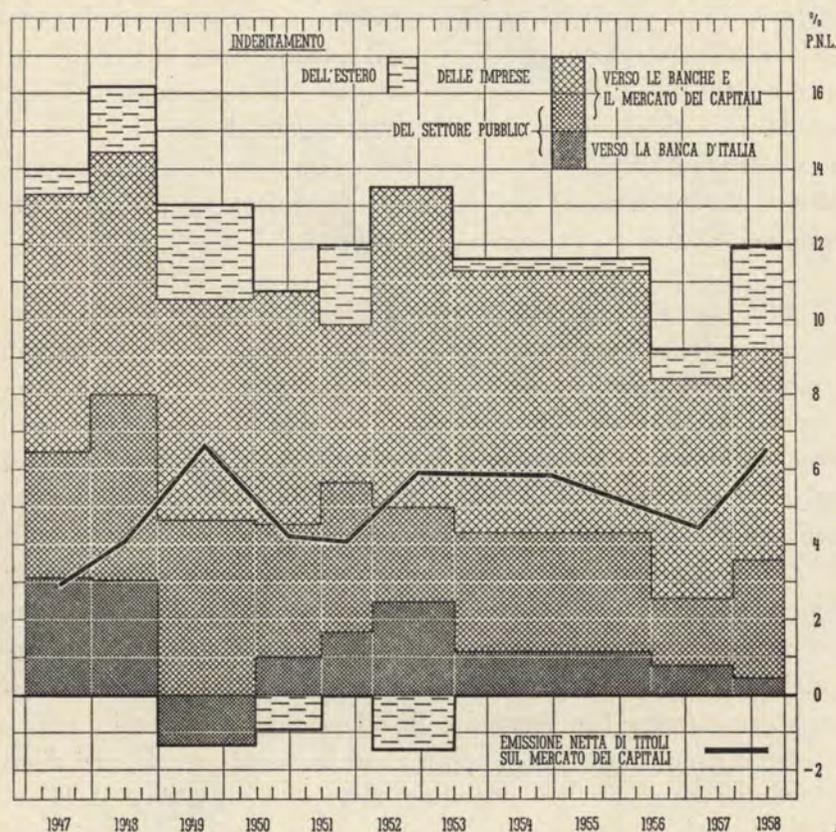
* IN RAGIONE D'ANNO.

(a) I dati dell'indebitamento del settore pubblico sono al netto dei suoi averi su conti di deposito. (b) I dati della colonna (1) indicano la variazione delle riserve obbligatorie complessive. Nel calcolo dei dati della colonna (2), si è trattata la parte delle riserve obbligatorie non investita in titoli di stato come un credito dello stato verso l'istituto di emissione. (c) Dati parzialmente stimati.

1952 al giugno 1953 il Tesoro si indebitò scarsamente sul mercato e trasse direttamente sull'istituto di emissione. Entrambi i periodi furono caratterizzati da una certa insensibilità della spesa governativa al gettito del mercato. Nel primo, non esisteva una politica anticiclica efficace; nel secondo le politiche di sviluppo aggiunsero i loro effetti

FIG. 12

FORMAZIONE DI ATTIVITÀ E PASSIVITÀ FINANZIARIE 1947-GIUGNO 1958



deflazionistici a quelli della politica anticiclica. Le erogazioni effettive della Cassa per il Mezzogiorno raggiunsero proporzioni massicce soltanto nel 1952. Nel luglio di quell'anno, per iniziativa nuovamente del ministro Fanfani, fu approvato per legge un insieme di « provvedimenti per lo sviluppo dell'economia e l'incremento dell'occupazione ».

La legge disponeva finanziamenti e sussidi statali per una varietà di scopi interessanti larghi gruppi sociali. Essa provvedeva ad allargare i programmi di investimento per il Sud e per l'Italia centro-settentrionale. Istituiva un fondo di rotazione per finanziare l'acquisto di macchine agricole, l'esecuzione di opere irrigue e le costruzioni rurali; creava (con capitali statali) un ente per il risconto dei prestiti concessi da istituti di credito autorizzati alle imprese industriali di medie e piccole dimensioni. Venivano anche stanziati fondi per sussidi e crediti alle opere di bonifica, all'artigianato, alla costruzione di metanodotti, alle costruzioni navali, e per il finanziamento dei cantieri di lavoro a sollievo della disoccupazione (tanto il 1952 quanto il 1953 furono anni di elezioni). Per il finanziamento di questi ultimi, le imprese industriali vennero assoggettate ad un contributo straordinario riferito alle retribuzioni del personale dipendente, e pari al 2 per cento dei salari e al 4 per cento degli stipendi.

35. La fig. 11, già illustrata, riconduce l'andamento della liquidità lorda del settore privato, nell'ultimo decennio, alla creazione di debiti a breve termine che le sta a fronte, distinta nelle tre componenti: indebitamento governativo, disavanzo di liquidità dei paesi esteri, indebitamento del settore privato presso le banche. La figura palesa che le fluttuazioni cicliche della liquidità lorda sono state molto meno ampie di quelle delle sue componenti.

Ciò avviene perchè le variazioni delle componenti sono correlate negativamente. Si è già fatto riferimento, nel paragrafo precedente, alla relazione inversa manifestatasi in alcuni periodi (1949-giugno 1950, aprile 1952-giugno 1953) tra l'indebitamento del Tesoro presso l'istituto di emissione e l'andamento della bilancia dei pagamenti.

Un analogo rapporto di sostituzione si osserva tra le variazioni nel volume del credito bancario al settore privato e il saldo della bilancia dei pagamenti. Questa relazione ha acquistato particolare evidenza (fig. 13) quando le fluttuazioni della bilancia dei pagamenti sono state più ampie, ossia tra il 1952 e il 1953, e tra il 1956 e il 1958.

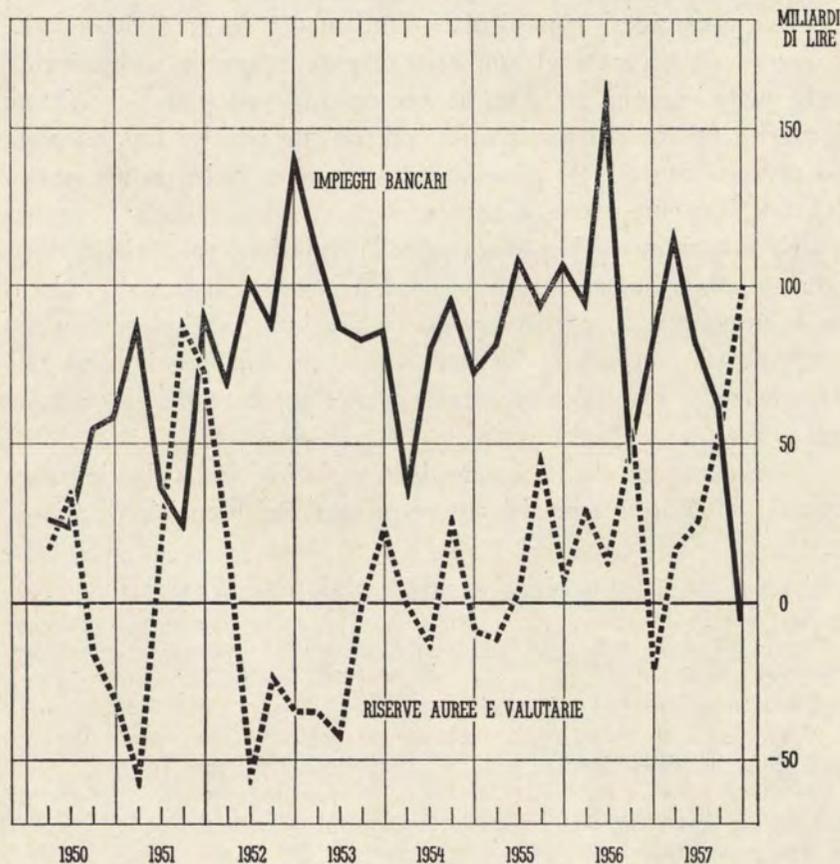
Poichè il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti è uguale alla differenza tra il risparmio e l'investimento della nazione, il suo peggioramento tra il periodo luglio 1951-marzo 1952 e il periodo aprile 1952-giugno 1953 deve attribuirsi a una caduta nel rapporto

risparmio-investimento, che in effetti si verificò *a)* nel settore pubblico e *b)* nel settore delle imprese, e che non fu compensata dall'aumento occorso *c)* nel settore personale.

a) Nel settore pubblico, la caduta del rapporto tra risparmio ed investimento deve ascriversi al forte aumento della spesa di investimento non finanziata dall'aiuto americano, e a quello della spesa corrente, dovuto al miglioramento degli stipendi degli impiegati statali, all'assistenza sociale, alle provvidenze per i disoccupati, collocabili queste ultime al limite tra le spese di investimento di minor produttività e i sussidi (§ 34).

FIG. 13

VARIAZIONE TRIMESTRALE NELLA CONSISTENZA
DEGLI IMPIEGHI BANCARI (DEPURATA DELLA STAGIONALITÀ)
E NELLE RISERVE AUREE E VALUTARIE



b) Nel settore delle imprese, la caduta deve ascriversi alla flessione nel volume e nel prezzo delle esportazioni, agli aumenti salariali, alla debole domanda interna di beni di consumo, all'elevato livello degli investimenti fissi (intrapresi al fine di far fronte alla concorrenza estera dopo la liberazione delle importazioni e di trarre profitto dalle speciali agevolanze offerte dal governo per i finanziamenti delle importazioni di attrezzature) e infine all'aumento dei prezzi delle materie prime importate al disopra dei livelli pre-coreani (§ 33) nonché all'accumulazione involontaria di scorte di prodotti invenduti.

c) L'accrescimento nel risparmio del settore privato deve ascriversi al notevole miglioramento dei salari e degli stipendi (tra il 1951 e il 1952 i redditi di lavoro dipendente aumentarono del 10 per cento) e alla minor propensione a consumare dopo l'ondata di acquisti del primo anno del ciclo coreano (35).

Ove si consideri in particolare l'andamento del credito bancario, si osserva che, durante gli undici anni sotto esame, le variazioni cicliche nella liquidità netta del settore privato sono state la risultante di movimenti ciclici opposti nella componente positiva rappresentata dai depositi bancari (36) e nella componente negativa rappresentata dall'indebitamento presso le banche.

La misura in cui le variazioni nella situazione valutaria si riflettono sull'una o sull'altra componente è ovviamente legata al grado in cui le imprese, e in particolare quelle più interessate al commercio internazionale, dipendono dal credito bancario. Nel caso italiano, tale dipendenza è specialmente elevata per l'importazione di materie grezze.

Quella misura risente anche delle variazioni nella distribuzione della liquidità all'interno del settore privato. Poiché nel loro insieme

(35) Un'analisi delle mutue relazioni tra le vendite dei beni di consumo, i salari, e il movimento di altre serie indicative della situazione di liquidità del settore privato (biglietti in circolazione, depositi a risparmio) è stata compiuta, per gli anni dal 1950 al 1953, dallo scrivente e da A. Occhiuto in uno studio in onore di Luigi Einaudi compreso nell'opera *Contributi all'analisi di alcuni fenomeni trattati nella relazione annuale del Governatore* (Servizio studi economici della Banca d'Italia) e riprodotto nel presente volume.

(36) Il possesso dei buoni del Tesoro è concentrato presso le banche ed è quindi di scarsa importanza fra le componenti della posizione di liquidità del settore privato.

le imprese sono debtrici nette delle banche e le persone creditrici nette (scarsa essendo l'importanza del credito bancario al consumo) uno spostamento di liquidità dalle imprese alle persone, quale si ebbe nel 1952, produce l'effetto di aumentare al tempo stesso i prestiti e i depositi bancari (37).

36. I tre anni che corrono dalla metà del 1953 alla metà del 1956 sono stati caratterizzati da uno sviluppo economico sostenuto senza apprezzabili movimenti ciclici.

I primi passi nell'avviamento di una politica di sviluppo economico sono stati ricordati nei paragrafi precedenti. Tra essi: la formulazione del programma quadriennale presentato all'OECE; i prestiti assunti presso la Banca mondiale per lo sviluppo del Sud e l'istituzione della Cassa per il Mezzogiorno (§ 29); l'impiego di fondi ERP e di valute estere delle disponibilità ufficiali per il finanziamento di investimenti industriali; le misure per lo sviluppo dell'occupazione (§ 34). La politica di sviluppo venne ordinata a sistema all'inizio del 1955, quando il governo italiano presentò all'OECE un insieme coordinato di previsioni sullo sviluppo dell'occupazione e del reddito durante il successivo decennio. Questo programma ricevette il nome di « Piano Vanoni » dall'allora ministro del bilancio. I suoi obiettivi consistevano nel mantenimento di un tasso annuo di sviluppo del prodotto nazionale pari al 5 per cento per il decennio, e in un aumento di 3-4 milioni nel numero degli occupati. Tali risultati erano incardinati sull'ipotesi di un aumento del tasso lordo di investimento dal 20,5 al 25,4 per cento durante il decennio, ossia di un tasso marginale di investimento pari ad oltre il 30 per cento, da realizzarsi mediante una politica di contenimento dei salari e di larga importazione di capitale. Il documento non approfondiva l'esame delle politiche e degli strumenti necessari alla realizzazione del Piano, fuorchè nella menzione dei settori di attività (lavori pubblici, servizi pubblici, agricoltura e costru-

(37) Gli stessi mutamenti nella distribuzione di liquidità all'interno del settore delle imprese hanno l'effetto di contrarre o di espandere le attività e le passività bancarie: si vedano al riguardo i due articoli di E. LUNDBERG e B. SENNEBY, nella « Skandinaviska Banken Quarterly Review », luglio 1956 e gennaio 1957. Purtroppo, nel caso dell'Italia il difetto d'informazione sulle variazioni delle scorte e sui titolari dei conti di deposito impedisce di esaminare statisticamente questi effetti.

zioni) in cui l'azione governativa avrebbe dovuto concentrarsi per dare impulso all'espansione economica. Vanoni morì all'inizio del 1956 e il suo Piano non venne mai meglio definito; tuttavia esso esercitò in vari modi un'influenza positiva sul corso della politica economica e sull'equilibrio politico in Italia. Esso suscitò, all'interno come all'estero, una consapevolezza più viva del problema dello sviluppo economico in Italia e degli obblighi che ne derivavano; creò una certa comunità di intenti tra un governo espresso prevalentemente dalle classi medie ed i sindacati operai; fornì dei criteri secondo i quali vagliare le proposte di spese statali. Definendo gli obiettivi di politica economica in termini di reddito complessivo e di occupazione, aiutò il governo a resistere alle pressioni per la protezione di interessi particolari, in modo più efficace di quanto vi era riuscito il fascismo, con la sua insistenza sull'autarchia e la grandezza nazionale. Esso promosse l'efficienza più di quanto una formula puramente socialista, di equità distributiva e proprietà di stato, avrebbe fatto. Chiarendo la dipendenza dell'occupazione e della produttività dall'investimento, esso riaffermò la funzione sociale del risparmio (38).

Il Piano ha continuato a fornire un qualche riparo contro le possibili deviazioni della politica governativa dagli obiettivi fondamentali segnati nel 1955, ma non si è definito in forme operative più soddisfacenti.

Inoltre, esso non ha impedito un peggioramento nella struttura della spesa governativa. Come parte del totale la spesa di investimento è andata decrescendo lungo il decennio, a causa della rapida espansione di diverse voci di spese correnti tra cui gli stipendi, le pensioni, l'assistenza, la difesa, gli interessi sul debito pubblico. Dal 32% della spesa totale nell'esercizio 1950/51, la spesa di investimento è andata declinando fino a toccare il 17% nell'esercizio 1957/58 (39).

(38) Su quest'ultimo punto si veda L. EINAUDI, *Di Ezio Vanoni e del suo piano*, in « Prediche Inutili », n. 2, Torino, 1956.

(39) Con l'assunzione di Einaudi alla presidenza della Repubblica, nel maggio 1948, l'ufficio di ministro del bilancio fu assunto da Pella, che lo conservò sino alla fine del 1953, quando gli succedette Vanoni. Il dissesto dell'apparato fiscale, l'urgere dei bisogni di ricostruzione e la forte contrazione di alcune voci di spesa causata dalla sconfitta e dall'inflazione (in particolare, le spese di difesa e il servizio del debito pubblico) concorsero, nei primi anni post-bellici, ad elevare il disavanzo ma anche la parte della spesa di investimento sul totale delle spese. Il graduale ritorno alla normalità fu

37. Il rapporto tra il volume dei debiti assunti dal settore pubblico presso il sistema bancario e sul mercato finanziario, e l'analogo indebitamento del settore privato (40) cadde da 1,1 negli anni 1947-48 a 0,55 nel periodo dall'aprile 1952 al settembre 1957.

Insieme con lo spostamento del flusso dei finanziamenti verso il settore privato, si ebbe (§ 24) un'espansione relativa della componente di tale flusso costituita da fondi a lungo termine, che aumentò dal 23 % della formazione totale di attività finanziarie nel biennio 1947-48 al 50 % nel periodo dall'aprile 1952 al settembre 1957 (41). E sull'insieme dei fondi a lunga diretti al settore privato, si accrebbe la corrente costituita dall'emissione delle obbligazioni degli istituti speciali di credito a medio e lungo termine e dei grandi complessi produttivi statali (IRI-ENI). Questa corrente costituiva all'incirca un terzo del flusso totale di fondi a lungo termine al settore privato negli anni immediatamente successivi alla stabilizzazione; negli anni dal 1954 in poi ne formò intorno alla metà.

La rete degli istituti speciali di credito all'industria e ai lavori pubblici, che nell'immediato dopoguerra era formata da tre istituti con diffusione nazionale e da tre sezioni autonome costituite presso il Banco di Napoli, il Banco di Sicilia e la Banca nazionale del lavoro, venne gradualmente estesa negli anni successivi, con la creazione nel 1947 di una banca di credito a medio termine controllata dalle banche di interesse nazionale e, negli anni dal 1952 in poi, di un insieme di istituti regionali (dotati di un organo centrale di sconto) per prestiti alle medie e piccole industrie. Questi istituti finanziano le loro operazioni con l'emissione di obbligazioni e con fondi governativi. Attualmente, si viene creando al loro fianco una seconda rete di organi

caratterizzato dalla contrazione del disavanzo e dall'espansione della spesa corrente. È del tutto naturale che Pella assegnasse priorità all'obiettivo della limitazione del disavanzo, e che Vanoni assumesse invece ad obiettivo prioritario la protezione della spesa di investimento contro la marea montante della spesa corrente. In altri termini, i due uomini si applicarono l'uno e l'altro a correggere le principali debolezze dei loro bilanci, e le loro politiche vennero ad essere identificate piuttosto che con la struttura effettiva di questi, con i loro sforzi per migliorarla.

(40) Il primo è calcolato per somma delle colonne (1), (2) e (3) della tavola 7 e il secondo per somma delle colonne (4) e (5).

(41) Si tratta del rapporto tra i dati della colonna (12) e quelli della colonna (9) nella tavola 7.

regionali (costituiti come sezioni autonome degli istituti di credito fondiario) per il finanziamento delle opere pubbliche e delle imprese di pubblica utilità.

In effetti, la stabilità monetaria, facilitando il collocamento di titoli obbligazionari, ha reso possibile all'Italia consolidare quella separazione istituzionale tra il credito a breve termine e quello a medio e lungo termine che era stata sancita dalla legge del 1936 e che distingue gli ordinamenti italiani da quelli di altri paesi (42). D'altra parte qualche dubbio si può nutrire circa l'opportunità di aumentare il numero degli organi regionali. Le condizioni alle quali questi possono finanziarsi sul mercato sono meno favorevoli di quelle ottenibili dai grandi istituti nazionali; inoltre, la scelta degli investimenti affidata agli organi regionali soffre del difetto di una veduta d'insieme senza avvantaggiarsi delle verifiche di un sistema concorrenziale.

38. Tra il 1953 e il 1956, il tasso lordo d'investimento è andato aumentando senza interruzione dal 20,2 al 21,5 per cento. Il saggio annuo d'incremento del prodotto nazionale in termini reali è stato del 5,5 per cento, con variazioni relativamente piccole dovute in buona parte alle vicende dei raccolti agricoli. L'indice generale dei prezzi ingrosso in base 1948 = 100, che nel 1953 si collocava a 96,9, rimase fermo a 96,5 nel 1954 e nel 1955, e salì a 98,2 nel 1956, in conseguenza del cattivo raccolto. I prezzi ingrosso dei prodotti finiti caddero dell'8 per cento tra il 1952 e il 1956, mentre quelli delle derrate alimentari aumentarono del 10 per cento. Il rapporto tra la massa monetaria e il prodotto nazionale si spostò leggermente, da 0,31 nel 1953 a 0,32 nel 1956. Il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti andò declinando: da 586 milioni di dollari nel 1952 a 450 nel 1953 e a 226 nel 1956.

Il periodo intercorso tra la fine del ciclo coreano e il turbamento causato dall'avventura di Suez si caratterizza dunque nettamente — con riferimento all'andamento produttivo, della bilancia dei pagamenti e dei prezzi — per la coesistenza della stabilità e dello sviluppo. Esso differisce sia dal periodo post-bellico precedente, nel quale si eb-

(42) In ispecie la Francia. Cfr. A. Roux, *Long and Medium Term Industrial Credit in Italy*, « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », n. 41, giugno 1957.

bero moderate oscillazioni della produzione intorno a un *trend* ascendente e ampie fluttuazioni nella bilancia dei pagamenti e nei prezzi, sia dai successivi anni 1957-58, che registrarono un rallentamento nel saggio di sviluppo della produzione e un'ampia fluttuazione nella bilancia dei pagamenti.

39. La precedente analisi, integrata da alcune altre osservazioni, consente un tentativo di definizione delle variabili economiche che hanno retto gli sviluppi del periodo 1946-1958 e di alcune relazioni fra di esse.

A) *Fattori che hanno promosso lo sviluppo.*

a) L'aiuto internazionale ha consentito di intensificare, dopo oltre dieci anni di autarchia, l'utilizzazione di risorse produttive disponibili nella forma di impianti e di manodopera. Una proporzione elevata del prodotto nazionale è stata destinata all'investimento, in conseguenza: 1) della rapida espansione del prodotto nazionale (43); 2) dello stimolo ad investire dato dall'elevato rendimento (in termini di utilità sociale o di profitto) degli investimenti intesi a riparare e riattare opere pubbliche, edifici, impianti; 3) della destinazione all'investimento dei fondi di contropartita. L'ampiezza dei nuovi investimenti ha generato un alto flusso addizionale di reddito che a sua volta è valso a sostenere l'attività di investimento per l'effetto 1).

b) La spesa del bilancio statale si venne a spostare verso l'investimento a causa della contrazione nelle spese per le colonie, la difesa e il debito pubblico. Siffatto spostamento è stato accentuato dal nuovo corso della politica governativa, indirizzata ora verso obiettivi definiti in termini di reddito e di occupazione, nei quali non hanno trovato più posto le passate ambizioni politiche.

c) Al migliorare del tenore di vita, il bisogno alimentare ha trovato una soddisfazione più adeguata, e la domanda marginale di consumo si è venuta indirizzando in misura crescente verso i prodotti

(43) Questo effetto è rilevabile dalle serie statistiche del prodotto nazionale e dell'investimento a partire dal 1861 che sono pubblicate negli « Annali di statistica », serie VIII, vol. 9, Istituto centrale di statistica, 1957. Cfr. F. DI FENIZIO, *La funzione del consumo in Italia come legge di lungo periodo*, « L'industria », gennaio-marzo 1958.

industriali. Nel 1938, il reddito prodotto in agricoltura era quasi uguale a quello prodotto nell'industria; oggi è circa la metà. La larga parte che anche nel 1938 spettava all'agricoltura nella formazione del reddito nazionale ha assegnato allo spostamento degli anni successivi una importanza maggiore in Italia di quello che esso ha rivestito, nello stesso periodo, nei paesi aventi una più lunga storia di sviluppo industriale.

Siffatto mutamento strutturale ha concorso ad accelerare il saggio d'incremento della produttività ed a creare un « circolo virtuoso » nel quale il beneficio della maggiore produttività viene trasferito ai lavoratori nella forma di aumento delle retribuzioni e al resto della collettività nella forma di riduzione dei prezzi relativi dei manufatti, la quale a sua volta promuove lo spostamento della domanda. L'espansione della produzione e l'incremento della popolazione hanno reso più facile, anche sotto il profilo sociale, l'adattamento della struttura della produzione all'evoluzione della domanda.

d) L'Italia è un paese esportatore di beni « non essenziali », la cui domanda è altamente elastica al reddito. Nei primi anni postbellici, la domanda estera era contenuta dalla caduta del tenore di vita e dalla diffusa politica di austerità. L'aumento dei redditi e la graduale rimozione dei controlli sulla spesa e sul commercio estero hanno elevato tale domanda molto al disopra dei livelli antebellici. Al tempo stesso, il mantenimento di alti livelli di occupazione in molti paesi ha attratto gli immigranti italiani ed ha così alimentato il flusso delle rimesse verso l'Italia. L'elevato livello della domanda estera, e l'indebolimento dei gruppi di pressione in seguito alla caduta dello stato corporativo, hanno favorito l'abbandono delle politiche restrittive nel commercio estero e nella concorrenza interna.

B) *Fattori di stabilità monetaria.*

a) I fattori di sviluppo descritti sotto A).

L'elevato saggio di sviluppo del reddito e della produttività ha offerto capienza, in termini di risorse reali addizionali, a considerevoli aumenti dei salari nominali. I salari nell'industria, dopo un forte aumento (del 22%) tra il 1947 e il 1948 si sono accresciuti meno della produttività, consentendo alle imprese di remunerare il capitale investito, di sopportare un onere fiscale crescente e di ridurre i prezzi dei

manufatti, in questo modo facendo da contrappeso all'aumento dei prezzi agricoli. Tra la media del 1948 e il novembre del 1958 si sono infatti avuti una diminuzione dell'8% nei prezzi dei prodotti industriali (semilavorati e finiti) e un aumento del 6% in quelli delle derrate alimentari.

b) L'arresto nella fuga di capitali all'estero e nella ricerca di beni rifugio, dovuto all'esperienza della stabilità monetaria.

c) La politica monetaria in funzione coadiuvante (§ 40).

C) *Fattori ciclici.*

a) I tre maggiori movimenti ciclici (del 1946-49, 1950-52 e 1957-58) hanno avuto inizio in corrispondenza di subitane espansioni della domanda sui mercati internazionali delle materie prime e dei noli. Accanto a questa componente esterna, giocò nel 1946 una causa interna di pressione inflazionistica, la rimozione dei controlli. L'ampiezza dell'ondata inflazionistica si proporzionò alla situazione di liquidità prima esistente ed alla creazione di liquidità addizionale seguita. Il processo ha messo sempre capo ad una situazione di tensione monetaria, seguita da una fase di recessione nella quale ha avuto luogo la ricostituzione delle attività liquide.

b) La posizione di fornitore marginale che l'Italia occupa nei riguardi di mercati appartenenti a sistemi preferenziali (il Commonwealth britannico e l'area del franco francese); l'analoga posizione dell'Italia come fornitore di mano d'opera. Non beneficiando di mercati protetti, l'industria tessile italiana raggiunge il pieno sfruttamento della capacità produttiva solo in corrispondenza di punte nella domanda internazionale. Le restrizioni alle importazioni adottate per ragioni di bilancia dei pagamenti colpiscono di preferenza i prodotti non essenziali. Sul mercato del lavoro, l'Italia funziona da stabilizzatore a beneficio di terzi paesi, che sollecitano l'immigrazione o la respingono secondo il loro bisogno.

D) *Fattori di moderazione dell'onda ciclica.*

a) I fattori di stabilità monetaria.

b) La rispondenza del volume della spesa governativa all'aumento nel flusso dei fondi che si dirigono al Tesoro durante le fasi di recessione.

c) La politica anticiclica adottata nel 1952 e, in modo più sistematico, nel 1958.

d) L'importanza dei biglietti di banca tra le componenti della massa monetaria. I biglietti di banca sono principalmente detenuti nel settore delle famiglie, che è meno sensibile di quello delle imprese all'andamento dei prezzi e alle occasioni di profitto. Nelle fasi di inflazione il settore delle famiglie, assorbendo moneta, esercita un'influenza moderatrice sul processo inflazionistico. Infatti, l'assorbimento di biglietti riduce la liquidità delle banche e quindi il volume del credito che le banche possono creare sulla base delle loro disponibilità liquide presso la banca centrale (44).

e) L'investimento nelle attività trasformatrici, che obbedisce nel decorso ciclico al meccanismo dell'acceleratore, costituisce in Italia una frazione dell'investimento totale minore che in altri paesi più altamente industrializzati. Per contro, in Italia è più larga la proporzione costituita da investimenti retti da programmi a lungo termine (lavori pubblici, agricoltura e imprese di pubblica utilità) o che si muovono in senso controciclico (edilizia).

f) Gli sfasamenti tra il movimento ciclico interno e quello internazionale: tanto nel 1948, quanto nelle prime fasi della recessione del 1951-52, la domanda estera ha agito quale fattore di sostegno della domanda globale. Fra il novembre 1948 e il settembre 1949 analogo influenza è stata esercitata dalla sopravvalutazione della sterlina.

g) La gamma molto estesa delle merci costituenti le esportazioni e le importazioni italiane. La posizione intermedia occupata dall'Italia nel processo di transizione da un'economia agricola ad un'economia industriale si riflette nella composizione del suo commercio estero. Tra le esportazioni, numerosi prodotti agricoli di qualità, ed i loro derivati, si trovano a fianco dei manufatti industriali; questi ultimi hanno ancora una parte notevole nelle importazioni, accanto alle materie gregge e alle derrate agricole di base (cereali, carne e grassi). Classificando le merci secondo il loro uso, appare che tanto i beni di consumo quanto i beni capitali hanno larga parte nelle importazioni e nelle esportazioni del paese.

(44) Cfr. il già citato studio *Monetary Analysis in Italy*, riprodotto nel presente volume.

Questa struttura bilanciata degli scambi internazionali dell'Italia tende ad attenuare le fluttuazioni cicliche nelle ragioni di scambio del paese, le quali sono quindi più stabili di quelle che si determinano fra gli scambi dei paesi altamente industrializzati (Inghilterra, Germania) ed i produttori primari (area sterlina d'oltremare) e di quelle dei paesi specializzati nelle esportazioni di beni capitali (Svezia, Finlandia, Belgio, Lussemburgo) o di beni di consumo (Danimarca).

Inoltre, l'importanza dell'Italia nell'esportazione di ortofrutticoli fa sì che in questo settore esista una correlazione inversa fra il volume dell'offerta (dipendente dalle vicende dei raccolti) e i prezzi spuntati: di talchè i ricavi dell'esportazione si mantengono relativamente stabili.

h) La posizione di equilibrio tra i pagamenti e gli incassi per noli marittimi tende ad isolare la bilancia dei pagamenti dell'Italia dai rialzi e dai ribassi in questo mercato, che è il più sensibile all'onda ciclica.

40. Negli undici anni dal settembre 1947 al settembre 1958, le attività dell'istituto di emissione — consistenti in oro, valuta estera e crediti verso lo stato (45) e verso le banche — sono aumentate al tasso annuo medio del 13 per cento (da 796 a 3.030 miliardi); i crediti e gli

(45) Tra le misure di stabilizzazione adottate nel 1947 è compreso un decreto del dicembre il quale stabilì che nessuna nuova anticipazione poteva essere consentita dalla Banca d'Italia al Tesoro senza apposita determinazione legislativa. Una nuova anticipazione al Tesoro di 100 miliardi di lire fu autorizzata con apposita legge alla fine di quell'anno. Nel maggio 1948, venne fissato un limite legale al debito del Tesoro sul proprio conto corrente verso la Banca d'Italia. Tuttavia, l'indebitamento del Tesoro presso l'istituto di emissione ha usato altre strade meno dirette:

a) attraverso l'investimento delle riserve bancarie obbligatorie — fatto direttamente dalle banche soggette all'obbligo o dalla banca centrale — il Tesoro partecipa automaticamente all'espansione del credito bancario;

b) mediante il risconto delle cambiali di ammasso del grano, la banca centrale ha finanziato le perdite degli enti ammassatori che sono a carico del Tesoro;

c) negli anni tra il 1950 e il 1954, l'Ufficio italiano dei cambi ha ceduto al Tesoro valute estere per l'equivalente di 300 milioni di dollari allo scopo di finanziare la sostituzione di scorte di stato e l'erogazione di crediti al settore privato. Il debito del Tesoro verso l'Ufficio dei cambi è stato in parte convertito in titoli di stato che l'Ufficio dei cambi ha trasferito alla Banca d'Italia.

investimenti delle altre banche al tasso medio del 20 per cento (da 950 a 6.800 miliardi).

Nell'esercizio del loro potere, di influenzare il volume e la direzione di questa massa di credito in rapida espansione, le autorità monetarie hanno fatto scarso uso degli strumenti descritti nei manuali (saggio ufficiale di sconto, riserve obbligatorie, operazioni di mercato aperto) preferendo affidarsi a metodi di azione meno appariscenti e più flessibili che loro si offrivano, entro il quadro istituzionale in cui esse operavano (46).

Il saggio ufficiale di sconto, aumentato dal 4 al 5 e mezzo per cento nel settembre 1947, venne ricondotto al 4 e mezzo per cento nell'aprile del 1949 e al 4 per cento nell'aprile 1950. Rimase a questo livello sino al giugno 1958, quando venne ridotto al 3 e mezzo per cento. Il saggio delle anticipazioni sui titoli governativi, fermo dal 1938 al 4 e mezzo per cento, venne ridotto al 3 e mezzo per cento in due tempi (nel 1949 e nel 1958). Gli obblighi di riserva bancaria obbligatoria sanciti nel 1947 sono rimasti immutati, fuorchè per l'esclusione dei buoni del Tesoro poliennali dai titoli ammessi a riserva, sancita nel gennaio 1953. La Banca d'Italia non attua una politica sistematica di mercato aperto, e non esistono discipline specifiche per le operazioni di credito alla borsa e al consumo.

Ma:

a) la Banca d'Italia ha poteri discrezionali nei riguardi dell'ammissione al risconto: nessuna banca può accedervi automaticamente, nemmeno nell'ambito di *plafonds* predeterminati. Nella misura in cui la Banca si vale di questi poteri, alla politica del saggio ufficiale di sconto si sostituisce una politica di razionamento del credito della banca centrale. Soltanto le cambiali di finanziamento degli ammassi ufficiali vengono accolte al risconto senza limitazioni apprezzabili.

La Banca esercita analoghi poteri discrezionali nell'ammettere alle anticipazioni garantite da titoli di stato le aziende di credito (e, naturalmente, i privati e le aziende non bancarie, i cui conti di anticipazione sono in via di progressiva riduzione). Le banche vengono di

(46) Cfr. *Le esperienze italiane circa il concorso delle banche nella realizzazione dell'equilibrio monetario e della stabilità economica*, conferenza di D. MENICHELLA, governatore della Banca d'Italia, tenuta alla Società di economia politica di Zurigo nel febbraio 1956 e pubblicata in « Bancaria », n. 1 del 1956.

regola ammesse con maggiore correntezza all'anticipazione e al sconto quando devono soddisfare bisogni di tesoreria stagionali o locali (nel caso di banche con filiali); si evita invece di finanziare durevolmente le riserve obbligatorie.

b) Le concessioni di credito eccedenti un quinto del capitale della banca erogante sono subordinate all'autorizzazione della Banca d'Italia. Attraverso le statistiche del credito, lo schedario dei fidi eccedenti, le informazioni delle proprie filiali ed i legami operativi con gli istituti di credito mobiliare, la Banca d'Italia si procura le informazioni di riferimento per le proprie decisioni in questo campo. Mentre la valutazione del rischio rimane nella sfera di responsabilità della banca concedente il credito, l'istituto di emissione si determina secondo la propria valutazione dello stato generale del credito e della destinazione dei fondi: ad esempio, è considerato indesiderabile il finanziamento bancario degli investimenti fissi o della accumulazione speculativa di scorte.

c) L'istituto di emissione può influenzare, con la persuasione morale e la disciplina valutaria, altri aspetti della gestione bancaria: ad esempio, la misura del ricorso alle linee di credito delle banche estere, o il volume di fondi mantenuti presso l'istituto di emissione sui conti correnti liberi.

d) La concessione di prestiti di valuta tratta dalle riserve ufficiali, a tempo opportuno e per scopi specifici, ha formato parte della politica di stabilizzazione e di sviluppo.

e) L'emissione pubblica dei titoli è soggetta all'approvazione del Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio.

f) La Banca d'Italia presiede i sindacati di emissione che si costituiscono per il collocamento dei prestiti di stato. L'importo dell'emissione viene deciso con riferimento alla posizione monetaria corrente. Il sindacato fissa l'impegno di sottoscrizione delle singole banche partecipanti e un sistema di provvigioni e penalità inteso ad assicurarne l'adempimento.

41. Le norme concernenti il limite dell'indebitamento del Tesoro verso la Banca d'Italia e la politica seguita nel regolare l'accesso delle banche a quest'ultima imprimono all'offerta di credito della banca centrale una elasticità sufficiente per adeguarla alle variazioni stagio-

nali e cicliche nella domanda di moneta. Nel lungo periodo, la domanda addizionale di moneta dovuta all'espansione del reddito è stata soddisfatta con l'investimento delle riserve obbligatorie delle banche e con l'acquisizione di oro e valute estere alle riserve ufficiali. L'importanza di queste due componenti, e il mutamento connesso nella struttura del bilancio della Banca d'Italia durante il decennio 1948-1957, sono indicati alla tav. 8.

TAV. 8

BANCA D'ITALIA: PRINCIPALI VOCI DI BILANCIO (1)
(miliardi di lire)

	Fine 1947	Fine 1957
<i>Attività:</i>		
crediti verso le banche	88	120
risconto di effetti di ammasso	100	380
investimento di riserve bancarie obbligatorie	73	345
altri crediti verso il governo	636	1.121
oro e valute estere	49	719
<i>Passività:</i>		
biglietti in circolazione	788	1.914
riserve bancarie obbligatorie	73	545
altri depositi	55	61

(1) Per un'analisi particolareggiata e per la definizione delle voci si veda la tavola 152 della *Relazione del governatore della Banca d'Italia sull'esercizio 1957*.

L'elevata accumulazione di riserve estere può indurre a credere che durante il decennio si sia esercitata sull'economia italiana una pressione deflazionistica e che indipendentemente dall'effetto primario della conversione di risorse reali in crediti sull'estero siano stati posti in essere effetti secondari in senso restrittivo dello sviluppo del reddito.

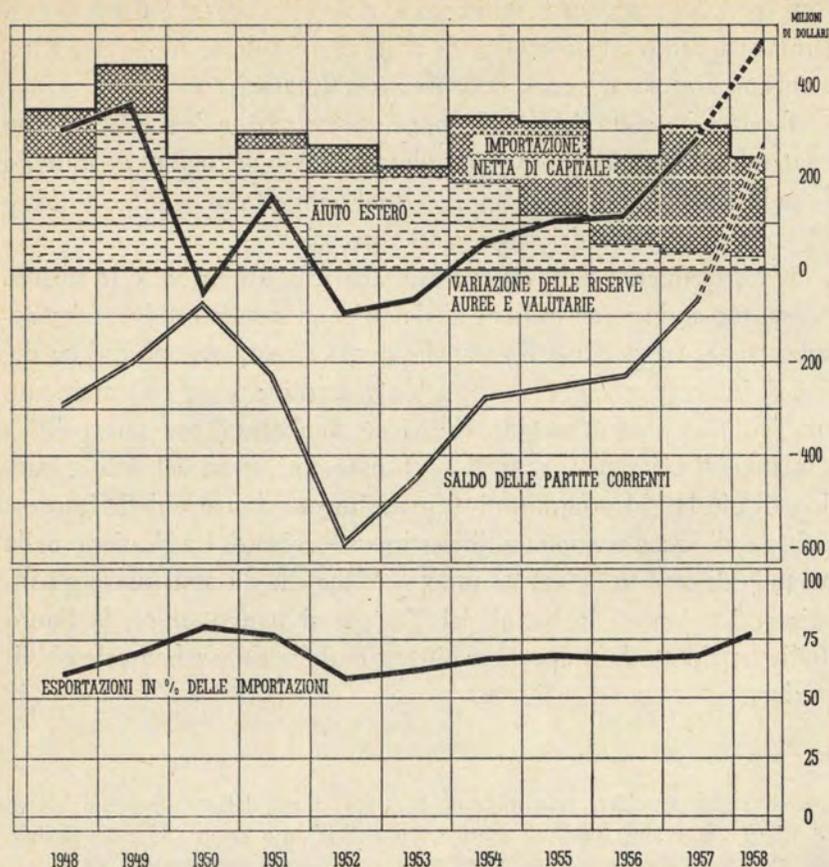
Questa impressione non è confermata dall'analisi monetaria presentata nei paragrafi precedenti e nemmeno dall'andamento del prodotto nazionale e dei prezzi (con la possibile eccezione dell'anno 1949).

Il contrasto fra le due diagnosi si chiarisce con le seguenti considerazioni:

1) durante il decennio, si è avuta nei paesi occidentali una prevalenza di tendenze inflazionistiche.

BILANCIA DEI PAGAMENTI, 1948-GIUGNO 1958

FIG. 14



Nonostante il sistema di cambi fissi, la domanda aggiuntiva di moneta dovuta all'espansione del reddito reale ha assorbito l'effetto inflazionistico dell'accumulazione di valuta estera;

2) l'accumulazione di valuta estera nel decennio ha raggiunto un'entità appena leggermente superiore all'importazione netta di capitale, e pari al 40% della somma formata aggiungendo a tale importazione netta l'aiuto estero (fig. 14). In alcuni momenti, ai quali si è fatto riferimento, l'accrescimento delle riserve valutarie ufficiali venne frenato concedendo prestiti di valuta alle imprese (47).

(47) Tra il 1948 e il 1950 lo stato ha messo a disposizione dell'industria per il finanziamento dell'acquisto di attrezzature in Italia e all'estero un im-

42. La crisi di Suez provocò, nella seconda metà del 1956 e nei primi mesi del 1957, un movimento al rialzo dei prezzi e dei noli marittimi congiunto ad un'ondata di acquisti: ciò diede luogo per l'Italia ad una limitata flessione delle riserve valutarie.

Il punto di svolta del ciclo economico internazionale si ebbe intorno al settembre 1957: da allora, il miglioramento delle ragioni di scambio e la caduta nel volume delle importazioni hanno fatto pendere a favore dell'Italia la bilancia dei pagamenti correnti.

L'accrescimento delle riserve valutarie ufficiali è ripreso in misura intensa, toccando i 700 milioni di dollari nell'annata ottobre 1957-settembre 1958. La fase attuale è anche caratterizzata da una caduta dei saggi di interesse, sia a breve che a lungo termine, e dal rallentamento nello sviluppo produttivo (48), che viene combattuto con una politica — iniziata al principio del 1958 — di maggiore spesa del settore pubblico, di più larghi programmi di investimento da parte delle imprese di stato e di incentivazione all'investimento privato. La flessione nella domanda di credito (§ 32) ha indotto le banche ad aumentare gli investimenti volontari in buoni del Tesoro; al tempo stesso, la Banca d'Italia ha ridotto la proporzione investita delle riserve bancarie obbligatorie.

porto equivalente a circa 430 milioni di dollari tratti dalle riserve ufficiali di sterline (§ 28) e dai fondi di contropartita dell'aiuto estero. Queste facilitazioni sono state destinate principalmente a finanziare l'importazione di attrezzature (§§ 28 e 33). Le somme rimborsate dai mutuatari sono state destinate a nuovi finanziamenti e precisamente: i rimborsi sui prestiti ERP sono stati destinati alla Cassa per il Mezzogiorno, e quelli sui prestiti in sterline all'Istituto centrale per il credito a medio termine a favore delle medie e piccole industrie (§ 34). Inoltre, lo stato ha destinato 170 milioni di dollari a finanziare la costituzione di scorte ed ha concesso negli anni 1951-52 crediti a breve termine, per l'equivalente di 60 milioni di dollari in monete UEP, destinati a finanziare l'importazione di materie gregge (§ 33).

(48) Lo sviluppo degli investimenti e del prodotto nazionale durante gli anni dell'aiuto Marshall (1948-1952) andò oltre gli obiettivi fissati nel programma quadriennale presentato dall'Italia all'OECE, mentre il miglioramento nella bilancia dei pagamenti ne restò al disotto. Questa esperienza non fu estranea alla fissazione, nel Piano Vanoni, di obiettivi più ambiziosi in termini di prodotto nazionale e di investimento, che avrebbero dovuto realizzarsi accettando per l'intero decennio la continuazione del disavanzo esterno. L'evoluzione recente diverge un'altra volta dai programmi.

L'attivazione — desiderabile da altri punti di vista — della liquidità eccedente formatasi dopo il settembre 1957 può comportare qualche perdita di valuta estera. Contro il rischio di un movimento avverso nella bilancia dei pagamenti, che è forse più serio nella situazione di convertibilità, sia pure limitata, in atto dalla fine del 1958, la lira ha il sostegno di oltre due miliardi di dollari di riserve valutarie.

STABILITÀ MONETARIA E SVILUPPO ECONOMICO IN ITALIA, 1946-1960 (*)

1. Alla conclusione della guerra, esisteva nel sistema bancario un eccesso di liquidità, nella forma di depositi presso la banca centrale e di investimenti in buoni del Tesoro. Tale eccesso di liquidità venne attivato da una decisa ripresa della domanda di credito, a partire dalla primavera del 1946. Ma una elevata elasticità di offerta esisteva soltanto in due settori manifatturieri, il meccanico e il tessile; nel primo, le capacità produttive erano state ampliate durante la guerra, nel secondo erano divenute eccedenti per effetto del ristagno della domanda. L'elasticità dell'offerta interna era invece molto piccola nel settore primario (alimentari, materie prime) e in quello dei grandi prodotti di base (combustibili, energia elettrica, acciaio, cemento). L'insorgere di un movimento inflazionistico nel 1946-47, pur in presenza di una larga disoccupazione e della sotto-utilizzazione degli impianti in taluni settori produttivi, deve ricondursi all'esistenza di tali squilibri.

Le vie che si propongono alla politica economica, in una situazione come quella ora richiamata, per elevare il livello medio di utilizzazione dei fattori produttivi, senza aggravare l'inflazione dei prezzi, erano impraticabili nell'Italia di quel tempo. Non esistevano gli strumenti e le condizioni generali per un efficiente controllo selettivo dei consumi e degli investimenti. Non esistevano un flusso di esportazioni e una consistenza di riserve valutarie, atti a finanziare un adeguato volume di importazioni.

Il processo inflazionistico si spense quando, nell'autunno del 1947, le autorità monetarie bloccarono le residue liquidità eccedenti delle

(*) Saggio pubblicato in lingua inglese nella *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 56, marzo 1961, e compreso, nel testo italiano, tra le *Lecture di politica monetaria e finanziaria* edita dalla Banca popolare di Milano, 1965.

banche introducendo un sistema di riserve bancarie obbligatorie. Il desiderato effetto sulle aspettative degli uomini d'affari e sulla fiducia del pubblico nella moneta si verificò, facendo crollare la velocità di circolazione della moneta (1). La crisi di assestamento, con stasi nel processo di espansione produttiva, durò solo alcuni mesi.

L'arresto del movimento inflazionistico è stato seguito da tredici anni (1948-1960) di soddisfacente stabilità monetaria (fig. 1). Nonostante l'onda al rialzo determinata dalla guerra in Corea nel 1950-51, l'indice dei prezzi ingrosso, alla fine del 1960, era inferiore del 4 per cento a quello medio del 1948.

In marcato contrasto con l'andamento dei prezzi ingrosso, il costo della vita è aumentato del 40 per cento tra il 1948 e il 1960, e l'indice implicito di prezzo del prodotto nazionale è salito nello stesso intervallo del 32 per cento, cioè al saggio annuo del 2,3 per cento.

La componente inflazionistica che appare da questi ultimi indici è stata « amministrata » nella parte in cui il loro rialzo è dovuto all'adeguamento all'insù dei prezzi di alcuni settori controllati: affitti, tariffe delle imprese di pubblica utilità, prezzi dei servizi governativi (rimunerazioni dei dipendenti pubblici). I prezzi dei beni e dei servizi prodotti da questi settori erano soggetti a controlli efficaci e di conseguenza non avevano partecipato che in misura assai ridotta al movimento generale di rialzo degli anni di guerra e dell'immediato dopoguerra.

In altra parte, essa è risultata dal minor sviluppo della produttività nel settore terziario. Quando l'aumento della produttività è ritardato in alcuni settori, il meccanismo di aggiustamento del mercato può determinare (a) una riduzione relativa nei redditi personali dei settori in questione, oppure (b) un aumento dei prezzi relativi a favore di questi settori, e di conseguenza il mantenimento dell'equilibrio in atto nei saggi di remunerazione, mantenimento sostenuto dalla tendenza all'imitazione fra gruppi sociali. Nel caso considerato sembra che il meccanismo di aggiustamento abbia agito principalmente nel senso di (b)

(1) Siamo incoraggiati ad usare indifferentemente questo concetto e l'altro di propensione alla liquidità dalla lettura del commento di Sir DENNIS ROBERTSON al Radcliffe Report, in *Banker*, dicembre 1959.

per la presenza di alcuni fattori che hanno favorito questa soluzione, e precisamente: (α) mentre i prezzi ingrosso dei manufatti hanno manifestato una certa tendenza a flettere, l'adeguamento all'ingì dei prezzi al minuto è stato impedito dalla vischiosità di questi, di guisa che i loro aumenti ciclici hanno avuto tendenza a consolidarsi; (β) la domanda di mano d'opera da parte dei paesi stranieri e dell'industria manifatturiera ha ridotto la pressione dell'offerta di mano d'opera nei settori cuscinetto, ossia principalmente nelle attività terziarie: trasporti e comunicazioni, distribuzione, professioni libere, credito, pubblico impiego (2). Si deve tuttavia notare a questo riguardo che l'aumento dei prezzi al consumo è in qualche misura apparente, perchè dovuto ad un miglioramento nella qualità dei beni e servizi forniti che non si riflette nelle statistiche.

In alcuni periodi, impulsi inflazionistici sono emanati dall'estero, e dal meccanismo delle scale mobili. Di essi si dirà al paragrafo 8.

Il prodotto nazionale è quasi raddoppiato in dodici anni, essendo salito, a prezzi costanti, come da 100 nel 1947 a 194 nel 1959, con un saggio medio annuo di sviluppo del 5,7 per cento. La variazione del saggio annuo di sviluppo tra la prima metà del periodo (5,8 per cento dal 1947 al 1953) e la seconda (5,6 per cento dal 1953 al 1959) è contenuta nei limiti di approssimazione dei dati statistici. Il prodotto nazionale è aumentato ancora del 6,8 per cento nel 1960.

La quota del prodotto nazionale destinata ad investimento lordo è andata crescendo durante il periodo. Al tempo stesso, il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti è andato migliorando, fino a diventare attivo nei due anni 1958 e 1959. La quota dell'incremento di reddito destinata ad investimento raggiunse un massimo nel quadriennio 1954-57, quando circa un terzo del reddito lordo addizionale venne destinato ad investimenti. Nel 1958-59, si è avuto un netto spostamento, nell'impiego delle risorse addizionali, dall'investimento

(2) Cfr. intorno a questo fenomeno: P. SYLOS LABINI, *Prezzi relativi e programmi di sviluppo*, «Giornale degli economisti e annali di economia», maggio-giugno 1957; C. SEGRÈ, *Componenti strutturali dell'andamento del costo della vita in Italia*, «Bancaria», novembre 1958; C. SEGRÈ, *Produttività e prezzi nel processo di sviluppo. L'esperienza italiana 1950-1957*, «Svimez», 1959 (edizioni Giuffrè).

al miglioramento della situazione patrimoniale del paese verso l'estero. L'evoluzione complessiva appare dalla tabella seguente:

(in per cento del prodotto nazionale lordo)

	Investimenti lordi (1)	Investimenti netti (2)	Saldo scambi merci e servizi (3)	Risparmio nazionale netto (4) = (2) + (3)
1948-51	19,8	10,8	- 1,8	9,0
1952-55	21,2	11,9	- 2,7	9,2
1956-57	23,1	13,6	- 1,5	12,1
1958-59	22,6	13,2	1,3	14,5
1960	24,9	15,0	0,1	15,1

Durante il periodo in esame l'occupazione, nei settori non agricoli, è aumentata di oltre il 30 per cento; tale aumento è stato preceduto ed accompagnato da una migliore utilizzazione delle forze di lavoro remunerativamente occupate, ossia dalla riduzione della sottoccupazione. Verso la fine del periodo, l'assorbimento di mano d'opera in patria e all'estero ha superato considerevolmente l'offerta addizionale dovuta al movimento naturale della popolazione; il fenomeno si è reso evidente in una sensibile caduta della disoccupazione statisticamente registrata.

2. L'Italia ha dunque realizzato tredici anni di ragionevole stabilità monetaria, insieme con un saggio elevato e costante di sviluppo economico, che ha comportato un miglioramento dei livelli di occupazione.

Ben giustamente, questo successo ha attratto l'attenzione di molti studiosi, sia italiani sia stranieri che, lottando con le difficoltà dovute ad una documentazione statistica frequentemente incompleta, hanno cercato di determinare i caratteri distintivi del processo di sviluppo attuatosi in Italia (3) e si sono valse dell'esperienza italiana per meglio definire i rapporti tra stabilità monetaria e sviluppo economico.

(3) A tale riguardo, appaiono meritevoli di particolare menzione i seguenti lavori:

E. C. SIMPSON, *Inflation deflation and employment in Italy*, «The Review of Economic Studies», 1949-1950, vol. XVII, n. 44; P. SARACENO, *Business fluctuations in the Italian economy*, «The Business cycles in the post-war

Il presente articolo si propone di esaminare i fini e i metodi della politica monetaria seguita (4) (§§ 3-4), e le condizioni fondamentali che hanno consentito di mantenere la stabilità monetaria e al tempo stesso conseguire un alto saggio di sviluppo (§§ 5-7).

Una breve descrizione dei processi interconnessi di creazione del reddito e della liquidità è presentata nell'ultimo paragrafo (4).

3. I presidi alla stabilità monetaria furono costituiti nei due anni che corrono dall'autunno del 1947 all'autunno del 1949, su tre fronti: a) regolazione della liquidità bancaria: b) regolazione del ricorso del Tesoro alla banca centrale e dell'iniziativa parlamentare in materia di spesa; c) ricostituzione delle riserve valutarie.

a) Le misure di stabilizzazione del 1947 sono legate al nome di Luigi Einaudi. Egli divenne governatore della Banca d'Italia nel gennaio 1945, e fu assunto alle cariche di vicepresidente del consiglio e ministro del bilancio nel maggio 1947. In questa nuova veste, egli attuò rapidamente il programma di stabilizzazione le cui linee era venuto definendo nel suo ufficio di governatore. Nel luglio, venne costituito un Comitato interministeriale per la politica del credito; i poteri di vigilanza sulle banche, che la legge bancaria del 1936 aveva assegnati ad un organo ministeriale, vennero restituiti alla Banca d'Italia. Nell'agosto, il Comitato introdusse un sistema di riserve bancarie obbli-

world», International Economic Association, London, 1955; B. FOÀ, *The Italian economy: growth factors and bottlenecks*, « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », ottobre-dicembre 1953; V.C. LUTZ, *Some characteristics of Italian Economic Development, 1950-1955*, Ibid. dicembre 1956; G. ACKLEY, *The « Keynesian » analysis of Italian Economic Problems*, Ibid. settembre 1957; F. DI FENIZIO, *Sviluppo e cicli brevi in Italia fra il 1950 e il 1957*, « L'Industria », luglio-settembre 1957; V.C. LUTZ, *The growth process in a « dual » economic system*, « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », settembre 1958.

(4) Una più ampia analisi della materia si trova nel saggio: *Monetary Developments in Italy from the War Economy to Limited Convertibility*, « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », dicembre 1958, compreso nel presente volume.

Una magistrale illustrazione della tecnica del controllo monetario in Italia è stata fatta dall'ex governatore della Banca d'Italia, D. MENICHELLA, *The Contribution of the Banking System to Monetary Equilibrium and Economic Stability: Italian Experience*, « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », gennaio-giugno 1956; citato nell'edizione italiana a pag. 310.

gatorie, inteso ad assorbire le residue liquidità eccedenti delle banche commerciali.

La misura dell'obbligo di riserva (pari circa al 25 per cento dei depositi) è rimasta immutata; l'obbligo di riserva è stato esteso con modalità particolari alle casse di risparmio nel 1958. È variata, però, nel tempo, ad iniziativa delle banche medesime, la parte della riserva obbligatoria costituita (secondo una facoltà offerta dalla legge) in buoni del Tesoro, anziché con depositi presso la banca centrale; inoltre, a partire dal 1953 è stata revocata la facoltà di includere nelle riserve buoni del Tesoro poliennali. Infine, la banca centrale ha variato (in tutta l'estensione possibile, dallo zero al 100%) la proporzione del deposito obbligatorio trasferita al governo mediante propri investimenti in buoni del Tesoro. Queste tre variazioni non sono state ordinate principalmente al fine di regolare la liquidità con intenti congiunturali, l'uso che sinora si è fatto in Italia della riserva obbligatoria essendo stato piuttosto quello di convogliare al settore pubblico una parte importante dell'espansione del credito bancario.

Il concorso offerto direttamente dalla banca centrale alla creazione della liquidità bancaria (e quindi al soddisfacimento dell'obbligo di riserva) è stato prevalentemente circoscritto alle necessità stagionali, con la sola importante eccezione del sconto a favore degli ammassi obbligatori di cereali entro i limiti di legge. Nessun altro diritto di accesso automatico alla banca centrale — nelle forme sia di contingenti di sconto, sia di ammissione preferenziale di certi tipi di carta — è stato concesso. A tanto rigore la politica monetaria italiana è stata presumibilmente indotta dall'esperienza prebellica della carica inflazionistica implicita nell'ammettere ricorsi privilegiati alla banca centrale.

b) Con decreti legislativi del dicembre 1947 e del maggio 1948 si vietò al Tesoro il ricorso alle anticipazioni della banca centrale, in assenza di apposita legge di autorizzazione per importi determinati. L'elasticità di cassa del Tesoro venne assicurata consentendogli uno scoperto di conto corrente nei suoi rapporti con la banca centrale, limitato ad una frazione (15 per cento) della spesa effettiva di bilancio.

All'inizio del 1948 entrò in vigore la Costituzione della Repubblica. Durante i lavori dell'Assemblea costituente, i professori Einaudi e Vanoni (entrambi membri di quella assemblea) sostennero la limita-

zione dell'iniziativa parlamentare in materia di spesa, secondo una formula che venne tradotta nell'art. 81 della Costituzione:

« Con la legge di approvazione del bilancio non si possono stabilire nuovi tributi e nuove spese. Ogni altra legge che importi nuove o maggiori spese deve indicare i mezzi per farvi fronte ».

c) Alla fine del novembre 1947, il cambio venne portato da 350 a 575 lire per dollaro. Il nuovo cambio teneva adeguatamente conto dell'inflazione dei prezzi intervenuta fino al settembre 1947, ed ormai arrestata da due mesi. Sommando i suoi effetti a quelli della crisi di liquidità, esso produsse al tempo stesso un'espansione nel flusso delle esportazioni ed un rientro di capitali detenuti all'estero.

Vari fattori concorsero a migliorare la situazione valutaria nel corso del 1948. Si sparse, nel clima di stabilità monetaria, la domanda speculativa per scorte; il ristagno produttivo, nei primi mesi successivi alla svalutazione, ridusse i fabbisogni correnti d'importazione; una massa notevole di importazioni fu ottenuta sia come dono nel quadro del piano Marshall, sia su crediti concessi dal governo argentino e dalla Export Import Bank. Le cessioni nette di valute alla banca centrale cominciarono ad acquistare peso tra i fattori di espansione della liquidità interna verso i più alti livelli desiderati dalla comunità in clima di stabilità di prezzi. Tuttavia, il principale fattore di espansione fu, ancora nel 1948, il disavanzo del bilancio dello stato.

Nel 1949, le massicce importazioni gratuite, vendute sul mercato a beneficio dello stato, esercitarono un forte effetto deflazionistico, sollecitando le esportazioni, insieme con fattori esterni, tra cui particolarmente la sopravvalutazione della sterlina, durata fino al settembre. In definitiva, l'accumulazione netta di oro e valute nell'anno toccò i 368 milioni di dollari, e si trovò essere il principale fattore dell'ulteriore dilatazione della base del credito. Alla fine dell'anno, le disponibilità sull'estero toccarono i 900 milioni di dollari.

4. L'efficacia delle difese fondamentali, discusse al numero precedente, venne rafforzata con l'adozione di varie misure sussidiarie, che appartengono alla tattica piuttosto che alla strategia monetaria. Questi interventi si trovano illustrati dal loro principale ideatore e realizzatore, nella conferenza del governatore Menichella richiamata alla nota (4). Ricorderemo qui i principali:

— L'autorizzazione specifica della Banca d'Italia, richiesta per le concessioni di credito di importo superiore a un quinto del patrimonio (capitale e riserve) della banca concedente. La valutazione del rischio bancario resta affidata a quest'ultima; la banca centrale ispira le sue decisioni alla propria visione dello stato generale del credito, e dello scopo dell'operazione proposta. Si può dire che la Banca si è valsa, occasionalmente piuttosto che sistematicamente, di questo controllo per evitare l'uso del credito bancario nel finanziamento degli impianti fissi (fuorchè come prefinanziamento, da estinguere col previsto ricorso al mercato dei capitali) od in quello di accumulazioni speculative di scorte.

— L'autorizzazione di un comitato ministeriale, richiesta per le emissioni di titoli, ossia di azioni ed obbligazioni da parte delle imprese, e di obbligazioni da parte degli istituti speciali per il credito all'industria; l'autorizzazione, da parte del Tesoro, richiesta per l'assunzione di debiti all'estero.

L'applicazione coordinata di tali controlli consente di guidare le aziende industriali verso l'uso equilibrato delle varie forme di finanziamento esterno degli investimenti: emissione di azioni, emissione di obbligazioni, indebitamento a media e lunga scadenza presso gli istituti speciali di credito all'industria, indebitamento presso le banche commerciali.

— La manovra del volume e delle condizioni dei prestiti, a favore delle banche, di valuta tratta dalle disponibilità ufficiali.

— L'uso dei poteri di controllo valutario e della « persuasione morale », nei riguardi ad esempio dei limiti da osservarsi dalle banche nella ricerca e nell'impiego di fondi esteri a breve.

— L'emissione di titoli pubblici a media e lunga scadenza, attuata periodicamente per importi correlati anche allo stato di liquidità del mercato, e quindi assolventi in parte la funzione che in altri sistemi spetta alle operazioni di mercato aperto. Tali emissioni sono attuate attraverso consorzi bancari presieduti dalla Banca d'Italia.

Per quanto la banca centrale si sia valsa delle molteplici possibilità di intervento ora elencate, la difesa monetaria ha nell'insieme continuato a far perno sulle misure adottate nel 1947-49, le quali si sono rivelate sufficienti a reggere agli urti delle vicende congiunturali interne ed internazionali.

Si è già ricordato che l'obbligo di riserva fissato nel 1947 è rimasto

invariato nel tempo; si deve aggiungere che non è stata attuata una politica sistematica di operazioni di mercato aperto, e che il saggio ufficiale di sconto è rimasto invariato per otto anni (dall'aprile 1950 al giugno 1958).

A prima vista, può apparire alquanto paradossale che una politica monetaria, caratterizzata da tanta semplicità di mezzi e scarsa frequenza di interventi, abbia avuto migliore successo di altre assai più flessibili ed elaborate. Per chiarire l'apparente paradosso occorre considerare vari punti, via via allargando il discorso dalle condizioni che reggono l'offerta di moneta a quelle dell'equilibrio economico generale.

a) Fra le prime, una parte dominante delle difficoltà di vari paesi, e particolarmente di quelli di inflazione repressa, deve assegnarsi al largo volume di liquidità, e di debito pubblico monetizzabile, ereditati dalla guerra. In Italia, il debito pubblico fu quasi totalmente cancellato dall'inflazione; la liquidità bancaria eccedente che esisteva nella primavera del 1946 fu in gran parte assorbita nell'ultima ondata inflazionistica (maggio 1946-settembre 1947); quella residua al settembre 1947 fu assorbita dall'obbligo di riserva obbligatoria.

La piccola mole del debito pubblico ha tolto asprezza al problema della sua amministrazione. I disavanzi di bilancio sono stati finanziati sostanzialmente con l'emissione continua di buoni del Tesoro a un anno, e con la loro conversione volontaria, in operazioni succedutesi di regola a intervalli di un anno, in titoli a media scadenza.

La relativa facilità di collocamento di tali titoli deve ancora ascrivere al bisogno di ricostituire le attività finanziarie distrutte dall'inflazione, che, manifestatosi dapprima per le attività più liquide (biglietti e depositi a vista), si è venuto poi estendendo ai depositi a risparmio, ai titoli del mercato monetario e a quelli del mercato dei capitali.

Il valore delle attività finanziarie censite (biglietti, depositi, azioni e obbligazioni) è aumentato da 3.300 miliardi di lire al dicembre 1947 a 32 mila miliardi al dicembre 1960, ossia dal 54 % del prodotto nazionale lordo nel 1947 al 170 per cento nel 1960.

b) All'assorbimento dei titoli di stato durante il periodo in esame hanno concorso le banche commerciali e la banca centrale mediante l'investimento delle riserve obbligatorie. Tuttavia, il collocamento prevalente è avvenuto fuori del sistema bancario; in effetti, la domanda

di credito da parte delle imprese è stata sempre così vivace da indurre le banche a destinare a soddisfarla la quasi totalità dei mezzi disponibili, dopo assolto l'obbligo della riserva; di tal che il rischio della monetizzazione da parte delle banche di titoli di stato volontariamente acquistati si è presentato solo in alcune fasi di larga creazione di liquidità, ossia nel 1952, quando il disavanzo del Tesoro venne allargato in presenza di una leggera recessione e negli anni 1958-59, caratterizzati entrambi da un'ampia acquisizione di oro e valute.

Lo stato ha fatto inoltre qualche uso del credito della banca centrale passando per i varchi lasciati aperti dalla legislazione del 1947-48, ossia attraverso il risconto delle cambiali di ammasso (le quali, nella misura delle perdite di esercizio degli enti ammassatori, fanno carico al Tesoro); attraverso la concessione di anticipazioni straordinarie, per importi determinati, con appositi provvedimenti legislativi e lo sbilancio di conto corrente. Tuttavia, tale ricorso è stato contenuto entro limiti moderati, sia per le ampie possibilità di indebitamento offerte dal mercato dei capitali, sia perchè il disavanzo del bilancio statale ha segnato una costante tendenza discendente, in specie a partire dal 1952/53, in virtù del sostenuto incremento dell'entrata. L'entrata non da prestiti è infatti andata salendo, nei 13 anni di stabilità, da 850 miliardi nell'esercizio 1947/48 a 3.300 miliardi nell'esercizio 1959/60, e la proporzione in cui l'entrata ha coperto la spesa è andata salendo dall'81 per cento nel 1952/53 al 94 per cento nel 1959/60.

c) Realizzati, tra il 1947 e il 1949, i due obiettivi della stabilizzazione monetaria e della ricostituzione delle riserve auree e valutarie, l'impegno principale dell'azione di governo si rivolse allo sviluppo economico, in particolare del Mezzogiorno. Nel 1950, venne costituita la Cassa per il Mezzogiorno, organo statale incaricato di un programma di opere straordinarie; nel 1954 venne formulato (e presentato all'OECE) un piano decennale di sviluppo, che prese nome dal professor Vanoni, allora ministro del bilancio.

Dopo lo scoppio delle ostilità in Corea, e particolarmente durante la prima metà del 1951, l'accumulazione speculativa di scorte di materie d'importazione, ed il peggioramento delle ragioni di scambio (per l'aumento dei prezzi all'origine e dei noli) determinarono qualche perdita di valuta, limitata dall'indebitamento presso l'Unione europea dei pagamenti.

La situazione si rovesciò nella seconda metà dell'anno, grazie particolarmente al fiorire delle esportazioni tessili, tanto da indurre il governo ad attuare un vasto programma di liberalizzazione delle importazioni.

Ma un nuovo rovesciamento si ebbe nel 1952-53, per effetto dell'espansione della spesa interna, e di fattori specifici di allargamento delle importazioni. Le erogazioni della Cassa per il Mezzogiorno, limitate nel periodo di avviamento, raggiunsero dimensioni importanti nel 1952-53. Altri fattori concorsero con esse, in tali anni, ad aumentare la spesa interna: gli impieghi dei fondi di contropartita derivanti dagli aiuti Marshall; le spese erogate dallo stato su un programma straordinario di opere e incentivi varato nel luglio 1952. Il flusso delle importazioni aumentò per effetto sia della liberalizzazione attuata nel 1951, sia di finanziamenti statali all'importazione di macchinari; mentre l'esportazione soffrì per la fine del *boom* post-coreano (del quale, in Italia, avevano beneficiato soprattutto le industrie tessili) e per il ripristino di restrizioni quantitative da parte della Francia, del Regno Unito e di altri paesi dell'area sterlina.

In tali alternanze, si manifestò l'utilità di avere adottato, tra i vari obiettivi della politica economica, un ordine di successione che antepose la ricostituzione delle riserve all'espansione della spesa nazionale. Agendo da cuscinetto tra la spesa e l'entrata valutaria, le riserve impartirono stabilità al processo di liberazione delle importazioni, e a quello di sviluppo degli investimenti, mentre in altri paesi l'uno e l'altro subivano arresti e ritorni nelle fasi avverse della bilancia dei pagamenti.

5. Il contributo che le ricerche empiriche hanno finora recato all'accertamento del rapporto esistente fra stabilità monetaria e sviluppo è modesto.

Due economisti del Federal Reserve Board, Marget e Furth, in scritti recenti, contestano le conclusioni tendenzialmente inflazionistiche delle Nazioni Unite (nei *World Economic Surveys*) e del compianto S. Slichter. Essi ravvisano anzi, nell'esperienza di numerosi paesi, in varie fasi di sviluppo economico, una certa correlazione

negativa tra il saggio di inflazione e il saggio di espansione economica (5).

Particolarmente notevoli appaiono le indagini empiriche circa la relazione tra i movimenti dei salari e quelli dei prezzi e dell'occupazione compiute in Inghilterra da A. J. Brown, Dow e Dicks-Mireaux (6). Esse confermano il carattere asimmetrico di tale relazione: nelle fasi di depressione, i salari non si adattano al movimento discendente dei prezzi e dell'occupazione; per contro, in condizioni prossime alla piena occupazione, il loro movimento compensa i precedenti movimenti nel costo della vita ed è molto elastico alla domanda di lavoro. Ma, in aggiunta alle due variabili, costo della vita e domanda di lavoro, l'equazione del movimento salariale, nelle condizioni descritte, contiene una costante, la quale implica che, quand'anche il costo della vita sia stabile e la domanda eccedente di lavoro sia nulla, i salari aumenteranno nel tempo. Per l'Inghilterra, e con riferimento al periodo 1946-1956, tale costante è valutata da Dicks-Mireaux e Dow al 2 1/2 per cento annuo.

Questo risultato meriterebbe di essere verificato per altre economie capitalistiche, stante l'importanza cruciale che potrebbe assumere nella definizione delle condizioni che rendono compatibile la piena occupazione con la stabilità monetaria. Nello schema ora descritto, questa appare realizzabile solo quando lo sviluppo della produttività sia sufficiente a neutralizzare la permanente carica inflazionistica insita nelle negoziazioni salariali.

(5) A. W. MARGET, *Inflation: Some lessons of recent foreign experience*. Memoria presentata alla riunione annuale della American Economic Association, 8 dicembre 1959, « The American Economic Review », maggio 1960; J. H. FURTH, *On United Nations economics*, « World Politics », vol. XII, n. 2, gennaio 1960; S. H. SLICHTER, *On the side of inflation*, « Harvard Business Review », vol. 35, n. 5, settembre-ottobre 1957. Cfr. anche dello stesso autore: *Slow inflation: an inescapable cost of maximum growth rate*. Dichiarazione resa al Joint Economic Committee of the Economic Report il 20 marzo 1959, pubblicata nel « Commercial and Financial Chronicle » del 26 marzo 1959.

(6) A. J. BROWN, *The great inflation, 1939-1951*, Oxford University Press, 1955; J. C. R. DOW, *Analysis of the generation of price inflation. A study of cost and price changes in the United Kingdom 1946-54*, « Oxford Economic Papers », ottobre 1956; L. A. DICKS-MIREAUX and J. C. R. DOW, *The determinants of wage inflation: United Kingdom, 1946-56*, « Journal of the Royal Statistical Society », Series A (General), vol. 122, 1959, pag. 2.

Mentre da alcuni la stabilità monetaria, da altri l'inflazione, vengono spesso assunte fra le condizioni determinanti lo sviluppo economico, nello schema ora esposto il rapporto di dipendenza viene rovesciato; l'andamento dei prezzi risultando determinato dalla capienza che lo sviluppo economico reale offra o non offra al termine costante dell'equazione dei salari. (Il risultato monetario potrà tuttavia concorrere, con i motori primi del processo, a determinare il passo dello sviluppo successivo).

Ad analoga conclusione sembra doversi giungere applicando uno schema interpretativo diverso, proposto dal Kaldor (7). Il modello fa dipendere l'investimento, e quindi lo sviluppo, dal mantenimento di un margine di eccedenza del saggio di profitto sul saggio d'interesse; e tale margine è funzione diretta del saggio *nominale* di sviluppo del prodotto nazionale. La disponibilità dei fattori può essere tale da consentire un'espansione del reddito, in termini reali, sufficiente a creare il margine anzidetto; quando invece non lo sia, occorrerà accettare una componente inflazionistica, la quale elevi lo sviluppo nominale del reddito alla misura necessaria. Il conflitto tra stabilità monetaria e sviluppo sorge dunque tanto più facilmente quanto meno favorevoli siano le condizioni dell'equilibrio economico attinenti principalmente alla *disponibilità di risorse reali*, all'*offerta di lavoro*, alla *produttività* delle applicazioni addizionali di capitale e lavoro.

6. Gli schemi concettuali qui sopra sommariamente richiamati propongono linee di analisi e criteri interpretativi, che nell'applicazione all'esperienza italiana degli ultimi 15 anni offrono risultati soddisfacenti.

a) La *disponibilità di risorse reali* per fini produttivi è andata migliorando in vari modi.

1) La sconfitta e l'inflazione hanno consentito una sostanziale riduzione negli oneri dello stato per la difesa, le colonie ed il servizio del debito pubblico. Nella media dei tre esercizi finanziari dal 1936/37 al 1938/39 le spese sotto questi tre titoli costituirono il 66 per cento della spesa effettiva. Negli esercizi dal 1948/49 al 1958/59,

(7) *A model of economic growth*, «The Economic Journal», dicembre 1957.

la loro partecipazione media è stata del 25 per cento. Nel caso delle spese per le colonie e per la difesa, questo risparmio comportò una liberazione di risorse reali per l'impiego produttivo (in esse compresi preziosi capitali personali: amministratori, tecnici, maestranze qualificate).

2) Importanti risorse minerarie (gas naturali, petrolio, minerali potassici) sono state scoperte ed avvalorate negli anni recenti.

3) Gli ultimi quarant'anni hanno offerto in Europa ripetute esperienze di fasi di rallentamento produttivo, connesse con difficoltà della bilancia dei pagamenti. Alla radice di tali difficoltà si trovarono talora fattori specifici a singoli paesi: il declino di qualche grossa corrente di esportazione, un'errata politica di cambi e così via. Di natura più generale, tuttavia, furono le difficoltà del decennio di disintegrazione del sistema economico internazionale, intercorso tra la caduta del *gold exchange standard* e lo scoppio della seconda guerra mondiale. Esse investirono con particolare gravità l'Italia, i cui governanti, nel loro nazionalismo bellicoso, tentarono invano di superarle con un programma di autosufficienza economica, nonostante la povertà di risorse domestiche surrogabili alle importazioni.

Un insieme di fattori ha concorso dopo la seconda guerra mondiale a liberare lo sviluppo economico dell'Italia dalla camicia di forza della bilancia dei pagamenti. Essi sono abbastanza noti; basterà dunque farne breve richiamo.

Il taglio delle spese di difesa fece cadere alcuni onerosi fabbisogni d'importazione, ad esempio per metalli e petrolio. Larghe capacità produttive delle industrie meccaniche e tessili, prima assorbite dalle forniture militari, si resero disponibili per l'esportazione e alcune delle nuove fabbricazioni colsero brillanti successi sui mercati esteri. Una vasta massa di materie prime, ausiliarie e di semilavorati incorporabili nei prodotti di esportazione venne fornita gratuitamente dagli aiuti americani. Le esportazioni meccaniche si sono avvantaggiate costantemente, quelle tessili in certe fasi (1951) di una elevata domanda estera.

L'allentamento dei vincoli politici tra alcuni paesi europei e le loro colonie ha facilitato l'accesso dell'Italia, con esportazioni ed appalti di opere, ad aree di commercio preferenziale. Liberate progressivamente dai controlli quantitativi, le correnti degli scambi internazionali sono tornate ad essere guidate principalmente, come in passato,

dalle preferenze dei consumatori. L'aumento dei redditi ha orientato tali scelte verso i prodotti « non essenziali » e di qualità, dell'agricoltura, dell'industria e dell'artigianato, per i quali condizioni naturali, sociali e di struttura economica concorrono a rendere l'Italia altamente competitiva. La bilancia degli invisibili si è avvantaggiata del più libero movimento delle persone: l'Italia ha ricevuto masse crescenti di turisti, e fornito masse di emigranti ai paesi di piena occupazione.

b) Nei dieci anni dal 1951 al 1960, l'*offerta di lavoro* (occupati e disoccupati) è aumentata di circa 2,2 milioni di unità, delle quali 800 mila sono state assorbite dall'emigrazione netta. Lo sviluppo dell'occupazione extra-agricola ha toccato i 2,9 milioni di unità, che sono stati tratti dall'offerta addizionale di mano d'opera (gli 1,4 milioni rimasti in patria), dalla riduzione dell'occupazione agricola (900 mila) e dai disoccupati (600 mila) (8).

L'ampia offerta di mano d'opera ha indubbiamente moderato il rialzo dei salari. La limitata rispondenza degli organizzati a politiche sindacali aggressive è stata uno dei fattori di moderazione; nello stesso senso hanno agito l'assenza di un monopolio sindacale e la debolezza finanziaria delle organizzazioni ed ha concorso, con influenze di natura più generale, la struttura industriale del paese.

L'Italia è caratterizzata sia da una molteplicità di imprese di varia dimensione ed efficienza, coesistenti entro ogni ramo di attività industriale (e anche in molte attività commerciali e di servizi) sia da grandi differenze nei livelli regionali di reddito; in tali condizioni, i minimi salariali negoziati tendono ad adeguarsi alle possibilità delle imprese meno efficienti, restando quindi al di sotto dei salari effettivi pagati nelle aree economiche (regioni, imprese) di maggiore produttività. (Occorre notare, tuttavia, che la portata della precedente osservazione viene limitata nella misura in cui i contratti nazionali di lavoro prevedono, come spesso avviene, un certo grado di differenziazione regionale).

Una politica di moderazione nelle richieste salariali tende a consolidarsi attraverso i suoi propri risultati, poichè conduce allo sviluppo

(8) Le cifre del testo sono tratte da uno studio della SVIMEZ su *L'aumento dell'occupazione in Italia dal 1950 al 1957* (Roma, 1959) e da documenti ufficiali per gli anni 1958-1960.

dell'occupazione e quindi dei redditi familiari e alla stabilità di prezzi. Anche la diffusa applicazione della scala mobile sembra avere favorito questa politica di moderazione.

c) Tra le variabili di influenza generale si deve naturalmente menzionare il *progresso tecnologico*. Il « tempo » che, ai fini dell'avanzamento tecnico delle produzioni di pace, l'Italia perdette durante la guerra, venne recuperato quando il paese si reinserì nella circolazione internazionale delle merci e delle idee. In parecchi casi, l'applicazione di nuove tecniche e l'attuazione di nuove produzioni furono parte del processo di conversione dalle attività di guerra a quelle di pace. Tra le attività nuove od in rapido sviluppo si possono ricordare la petrolchimica (materie plastiche, detersivi, gomma sintetica, fibre sintetiche), l'elettronica, alcuni rami delle industrie meccaniche (motorscooters, macchine per ufficio, beni durevoli per la casa) e farmaceutiche (antibiotici).

Il trasferimento dei fattori dalle industrie in declino a quelle in espansione è stato facilitato dalla struttura industriale molto diversificata delle regioni sviluppate, e in particolare della Lombardia.

d) Nell'analisi compiuta finora si è posto mente a non includere tra i fattori primari del processo di sviluppo grandezze economiche che in realtà sono determinate in qualche misura dal processo medesimo.

Le variabili discusse alle tre lettere precedenti possono considerarsi autonome. Le variazioni nella disponibilità di risorse reali descritte sotto (a) sono state dovute a fattori politici influenti sul volume e sulla struttura della spesa governativa, alla scoperta di risorse minerarie, e ancora ad influenze in parte politiche in parte esterne che hanno giocato sulla bilancia dei pagamenti. Le variazioni nascenti dal risparmio del settore privato, per essere correlate allo sviluppo del reddito, non sono state considerate. Le variazioni nella offerta di lavoro elencate sotto (b) sono essenzialmente governate dal movimento naturale della popolazione. Le innovazioni richiamate sotto (c) possono considerarsi in parte come funzione del tempo, in parte come risultato di influenze esterne.

Per completare la nostra sommaria descrizione del processo di sviluppo, dobbiamo dirigere ora l'attenzione a quei fattori che sono in parte determinati dal processo stesso ma a loro volta concorrono a

sostentarlo. Appartengono a questa classe gli incrementi nella produttività del lavoro determinati dal variare delle proporzioni dei fattori.

1) Il rapporto esistente tra il volume della produzione e la quantità di un fattore (capitale o lavoro) applicato nel processo produttivo viene spesso assunto quale misura od indice della produttività del fattore. Così procedendo, si ignora il concorso dell'altro fattore. Applicazioni addizionali di un solo fattore determinano aumenti meno che proporzionali della produzione; la produttività delle successive applicazioni, misurata nel modo predetto, diminuisce. Ad esempio, aumentando gli investimenti, e mantenendo ferma la mano d'opera, la produttività del capitale diminuisce (il rapporto capitale-reddito aumenta) e quella della mano d'opera aumenta (9).

2) Se si assumono due paesi (che definiremo paese ricco e paese povero), caratterizzati da una diversa dotazione di capitale per unità occupata, a parità di altre condizioni valgono le relazioni seguenti:

— ad uguali rapporti tra l'investimento lordo e il prodotto nazionale, corrisponde un rapporto tra l'investimento netto e il prodotto nazionale più alto nel paese povero, dove gli ammortamenti sono minori;

— ad uguali rapporti tra l'investimento netto e il prodotto nazionale, corrisponde nel paese povero un più elevato rapporto tra l'investimento netto e la ricchezza nazionale, e quindi un più elevato saggio di sviluppo del prodotto nazionale;

— il saggio di sviluppo è il medesimo quando i rapporti dell'investimento netto alla ricchezza nazionale nei due paesi sono proporzionali alle rispettive dotazioni di capitale per lavoratore.

Alla luce delle relazioni ora enunciate la situazione italiana si può descrivere nei seguenti termini:

Nei rispetti di 1), l'Italia è (con il Giappone, la Germania, l'Austria) uno dei paesi in cui, nell'ultimo decennio, è aumentata fortemente l'applicazione di entrambi i fattori, lavoro e capitale. Nei quattro paesi, lo sviluppo dell'occupazione complessiva si è accompa-

(9) Tra i tentativi recenti di determinazione empirica delle variazioni della produzione, in funzione dei tre fattori lavoro capitale e organizzazione, si ricorda quello fatto per la Norvegia da O. AUKRUST, *Investment and Economic Growth*, « Productivity Measurement Review », febbraio 1959.

gnato ad un sensibile spostamento dall'occupazione agricola alla non agricola e in particolare a quella del settore manifatturiero, di alta produttività. Essi hanno avuto nel decennio i maggiori saggi di sviluppo toccati fuori dell'orbita comunista (10).

Nei rispetti di 2), l'Italia era da classificare all'inizio del processo di ricostruzione (e in minor misura oggi) tra i paesi industriali meno dotati di capitale per unità occupata. Ad essa (e analogamente al Giappone e all'Austria) sarebbe quindi bastato realizzare un tasso di investimento netto *inferiore* a quello dei paesi più ricchi per svilupparsi al passo con questi, mantenendo peraltro invariato il proprio ritardo relativo. Un saggio di investimento netto appena *uguale* a quello dei paesi più ricchi sarebbe stato sufficiente a consentirle di eliminare il ritardo nel lungo periodo. In realtà Italia, Austria e Giappone hanno realizzato saggi di investimento lordo *maggiori*, e quindi saggi di investimento netto *molto maggiori* di quelli ottenuti dai paesi più ricchi (con l'eccezione della Germania). Questi esempi sembrano testimoniare che il processo di avvicinamento dei livelli economici comparativi, all'interno del gruppo dei paesi industriali, si sta svolgendo molto rapidamente.

e) Al procedere dello sviluppo, si ha uno *spostamento nella domanda marginale* di consumo dagli alimentari verso i prodotti dell'industria manifatturiera; nelle fasi più avanzate dello sviluppo, di cui offrono esempio gli Stati Uniti, acquistano peso crescente i servizi. L'agricoltura (nelle condizioni dell'Italia) e i servizi (in regola generale) offrono aumenti di produttività minori di quelli dell'industria manifatturiera, dove l'allargamento dei mercati consente di cogliere i benefici della produzione in serie. L'Italia si trova in una fase di sviluppo intermedia, in cui l'orientamento della domanda marginale verso i prodotti dell'industria manifatturiera consente l'espansione relativa di produzioni a compensi rapidamente crescenti.

I fattori di sviluppo illustrati sotto *d)* ed *e)* non sono autonomi, a differenza di quelli enunciati sotto le lettere *a)* *b)* e *c)*. Lo sviluppo relativo delle aree di alta produttività di cui si è discusso alla let-

(10) Si veda a questo riguardo la relazione della Banca dei regolamenti internazionali per l'anno finanziario 1959/60 (XXX), capitolo secondo, dove, tra le altre materie, è discussa l'influenza della natura degli investimenti sulla produttività.

tera *d*) è stato consentito dall'altezza degli investimenti. Ad esempio, la produzione per unità occupata nella siderurgia è raddoppiata in 5 anni (dal 1953 al 1958) grazie ad investimenti massicci. Qualcosa di simile è avvenuto nell'industria automobilistica.

Si deve dunque dire che i fattori enunciati sotto *a*) *b*) e *c*) diedero l'avvio ad un processo di sviluppo il quale a sua volta generò forze, richiamate sotto le lettere *d*) ed *e*), e in particolare uno sviluppo di risparmio e di investimenti, tali da renderlo autosostentato.

Nel settore pubblico, la spinta iniziale venne applicata direttamente agli investimenti mediante il trasferimento di risorse in precedenza destinate ad usi improduttivi. Nel settore privato, essa fu più diffusa: il massiccio apporto estero di materie prime, viveri, combustibili (e anche di mezzi di trasporto e macchinari) consentì una rapida ripresa dei cicli produttivi. La propensione al consumo non tenne il passo con lo sviluppo del reddito, e il risparmio aumentò; questa tendenza fu incoraggiata dopo il 1947 dalla stabilità monetaria, e viceversa.

7. I paesi occidentali hanno presentato ripetutamente, in particolare dopo la prima guerra mondiale, stati di sottoccupazione delle risorse anche al di fuori delle fasi di depressione ciclica, in conseguenza di un difetto di aggiustamento tra le varie parti dell'economia. Ad esempio, vi può essere: 1) utilizzazione non piena del potenziale produttivo a causa di difficoltà di bilancia dei pagamenti nascenti da un tasso di cambio troppo alto; 2) utilizzazione non piena delle risorse dovuta a politiche monetarie restrittive intese a frenare l'inflazione dei costi, o ad un difetto di aggiustamento tra la produttività del lavoro e il salario; 3) utilizzazione non piena delle risorse, o rallentamento del tasso di formazione dei capitali, dovuti ad una bassa propensione all'investimento la quale faccia abortire l'atto di risparmio.

Per dare alcuni esempi: più volte l'Italia e il Regno Unito hanno sofferto di una non piena utilizzazione della capacità produttiva dovuta a difficoltà di bilancia dei pagamenti (condizione 1). Questo stato di cose, unito alla incompleta utilizzazione di risorse derivante dall'inflazione dei costi, sembra ritrovarsi in qualche misura oggi negli Stati Uniti (condizione 2). Ma, come si indicò sopra, entrambe queste situazioni sono estranee all'esperienza dell'Italia durante l'ultimo

decennio. Caratteristica dell'Italia è stata nel passato, ed è in minor misura oggi ancora, la disoccupazione permanente, specialmente nel Mezzogiorno. La condizione 3, ossia un'eccedenza nella offerta di risparmio, sembra acquistare rilevanza soltanto nel caso di economie mature o nelle quali è diffusa l'abitudine al tesoreggiamento, e l'Italia nell'ultimo decennio non rientra in questi casi. Tuttavia, non sembra ozioso domandarsi perchè la crescente propensione al risparmio (discussa alla fine della sezione precedente) non abbia scatenato una spirale deflazionistica; domandarsi in altre parole, perchè l'equazione risparmio-investimento abbia potuto realizzarsi su livelli costantemente più elevati che resero possibile una crescente utilizzazione del fattore eccedentario (lavoro). Tra i meccanismi che addussero a questo apprezzabile risultato si possono ricordare i seguenti:

a) Il settore pubblico ha attuato un volume di investimenti molto superiore al suo risparmio, misurato dall'eccesso dell'entrata corrente sulla spesa corrente, indebitandosi verso il settore privato sul mercato dei capitali e attraverso il sistema bancario. Circa un quarto dell'espansione nel totale delle attività finanziarie, diverse dalle azioni, intervenuta nei 13 anni dal 1948 al 1960 (4.600 miliardi di lire su un totale di 18.100 miliardi) fu costituito dall'indebitamento dello stato.

b) Come si è già osservato, la progressiva liberazione del commercio estero e lo stato di inflazione serpeggiante, elementi caratteristici entrambi della scena economica internazionale dopo la seconda guerra mondiale, favorirono l'esportazione italiana. In conseguenza di ciò, e dell'apporto estero di aiuti e di capitale (quest'ultimo prevalentemente nella forma di investimenti diretti e prestiti a lunga scadenza), le riserve auree e valutarie dell'Italia sono aumentate dal 1947 di un importo equivalente a circa 1.500 miliardi di lire. L'acquisizione di riserve fu particolarmente ampia negli anni 1949, 1958 e 1959; in questi ultimi due anni, il paese ha realizzato un'esportazione netta di beni e servizi. Il 1949 fu caratterizzato dall'accumulazione di crediti del governo sulla banca centrale, sotto forma di disponibilità sui fondi di contropartita dell'aiuto Marshall; il 1958 e la prima metà del 1959 da una flessione nel ritmo degli investimenti; il 1959 nel suo insieme nuovamente da formazione di depositi del Tesoro presso la banca centrale.

Appare chiaro che le relazioni economiche con l'estero hanno servito a neutralizzare gli impulsi deflazionistici provenienti da temporanee eccedenze dell'entrata governativa (tributi, aiuto estero e prestiti a lungo termine) sulla spesa e da flessioni congiunturali nel volume degli investimenti fissi e in scorte (11). Secondo la disciplina in atto durante il periodo sotto esame, la valuta estera veniva ceduta alla banca centrale a tassi di cambio fissi. Di conseguenza, l'effetto reflazionistico di un afflusso netto di valuta si esercitava sia sui margini di profitto ed i livelli di attività delle imprese, per le quali un indebolimento della domanda interna poteva essere compensato da un'espansione delle importazioni, sia sulle banche, le quali, all'accrescersi delle riserve liquide, erano incoraggiate ad espandere il credito.

c) L'espansione dell'attivo della banca centrale tra il 1948 e il 1960 è stata costituita per un decimo da maggiori crediti verso il governo e per nove decimi da acquisizione di valuta (cfr. tavola). Essa ha costituito la base dell'espansione del credito da parte delle banche commerciali, diretta prevalentemente al settore privato, che è proceduta senza interruzione durante l'intero periodo, generando un flusso equivalente di spese d'investimento, con effetti moltiplicativi sul flusso dei profitti e degli altri redditi. Solo in alcune fasi congiunturali (1951-52) l'elasticità di offerta è stata insufficiente a soddisfare la domanda addizionale, il cui eccesso si è tradotto in aumenti di prezzi ed importazioni nette.

d) I profitti non distribuiti delle imprese collettive vengono generalmente investiti nelle medesime, od in imprese collegate. Il problema dei possibili effetti deflazionistici della dissociazione tra le decisioni di risparmio e quelle di investimento si pone quindi preva-

(11) Le possibilità di surrogazione della domanda estera ad una domanda interna in flessione si ridurranno al procedere dell'integrazione economica internazionale, che darà luogo a una più rapida propagazione oltre le frontiere dei movimenti congiunturali. La maggiore stabilità dello sviluppo economico europeo durante l'ultimo decennio, in confronto a quello degli Stati Uniti, potrebbe anche farsi risalire al minor grado di integrazione economica che esiste fra paesi diversi, rispetto a quello in atto fra le regioni di un medesimo paese, e che consente quindi una maggiore varietà di impulsi simultanei nel senso dell'espansione e della contrazione.

lentamente nel settore personale. Ma, nell'economia italiana, esiste una larga area nella quale i risparmi non sono strettamente nè d'impresa nè personali: l'area delle imprese individuali, nella quale si formano risparmi di natura mista che, in qualche misura almeno, vengono investiti nell'impresa dello stesso risparmiatore, sia essa agricola, commerciale od industriale.

IMPIEGHI DEL SISTEMA BANCARIO PER SETTORI ECONOMICI
(situazione di fine anno - miliardi di lire)

Creditori Debitori	Banca d'Italia		Altre banche		Sistema bancario (situaz. consolidata)	
	1948	1960	1948	1960	1948	1960
Banche	56	72	- 56	- 72	—	—
Settore pubblico	947	1.168	406	2.187	1.353	3.355
Settore privato	48	47	1.080	7.957	1.128	8.004
Estero	174	2.069	—	98	174	2.167
Totale	1.225	3.356	1.430	10.170	2.655	13.526

e) Nell'ambito delle economie di consumo, si ha un flusso di investimenti per l'acquisto di case, finanziato da risparmio diretto degli acquirenti, o da risparmio altrui. Nei tredici anni dal 1948 al 1960, l'investimento in case ha rappresentato circa il 23 per cento degli investimenti lordi; la circolazione di cartelle fondiari è aumentata di 670 miliardi, pari al 4 per cento circa della formazione complessiva di attività finanziarie censite (definite alla precedente lettera a).

f) Negli ultimi tre anni, durante i quali la bilancia dei pagamenti correnti è stata attiva, il saggio medio d'interesse è caduto dal 7,3 per cento al 5,3 per cento per i titoli di stato, e dal 7,3 per cento al 5,6 per cento per le obbligazioni emesse dagli istituti speciali di credito all'industria.

Riepilogando, l'adattamento reciproco tra risparmi ed investimenti si è compiuto ad un livello elevato in virtù di vari meccanismi: l'investimento diretto da parte delle imprese e delle famiglie, l'eccesso di investimenti del settore pubblico, la caduta del saggio d'interesse. Durante gli anni 1958-59 e la prima metà del 1960 una notevole esportazione netta ha assicurato continuità al processo di espansione

del reddito, pur in presenza di una tendenza del risparmio a superare l'investimento.

8. Per offrire al lettore una visione complessiva del periodo sotto rassegna, in questo paragrafo finale vengono presentati due grafici (12). Nel grafico 1 si è ritenuto opportuno assumere come base l'anno 1948, ossia il primo anno successivo alla stabilizzazione. Per le serie dei prezzi, l'uso del 1947 avrebbe potuto trarre in inganno. Ad esempio, per effetto del rapido aumento dei prezzi durante i primi nove mesi del 1947, l'indice implicito di prezzo del prodotto nazionale risulta aumentato del 12 per cento tra il 1947 e il 1948, nonostante che durante il 1948 la tendenza dei prezzi sia stata piuttosto discendente.

Nei dodici anni dal 1949 al 1960 lo sviluppo del prodotto nazionale a prezzi correnti è stato dovuto per circa sette decimi ad espansione di volume e per i tre decimi rimanenti ad aumento di prezzi. La componente reale dello sviluppo è stata più stabile della componente inflazionistica; tra le due, si osserva una leggera correlazione negativa, che ha ridotto la variabilità dello sviluppo complessivo a prezzi correnti. I tre saggi annui medi di sviluppo e i relativi scarti aritmetici medi (dati in parentesi) sono: per il prodotto nazionale a prezzi correnti, 8,3 (2,0); per la componente reale, 5,8 (1,4); per la componente inflazionistica, 2,3 (1,4).

La componente inflazionistica è stata elevata negli anni 1950 (4,1 per cento), 1951 (8,4), 1956 (3,0) e sensibile anche nel 1958 (2,4). Nei primi due anni, essa fu dovuta alla guerra di Corea; nel 1956 e nel 1958, a cattivi raccolti, che hanno accelerato il moto della spirale prezzi-salari: data la generale applicazione del sistema di scala mobile, temporanei aumenti nei prezzi dei prodotti alimentari danno infatti luogo a « scatti » salariali, e così si incorporano nel sistema dei costi. Nella fattispecie si trattò dei prezzi di generi, in buona parte non essenziali (olio di oliva, vino, frutta, verdure) i cui mercati risentono più largamente delle vicende dei raccolti interni, minore essendo per essi l'influenza stabilizzatrice dell'importazione. In definitiva, a quei fattori di aumento dei prezzi, già menzionati al § 1,

(12) I due grafici sono opera di A. OCCHIUTO, al quale l'autore deve viva riconoscenza anche per il contributo di osservazioni.

che hanno agito in via continuativa nel periodo sotto esame (l'adeguamento all'insù dei prezzi regolati, il costo crescente dei servizi commerciali) dobbiamo aggiungerne alcuni altri occasionali: la propagazione all'Italia di influenze esterne (nell'esistente regime di cambi fissi) durante le due crisi di Corea e di Suez; e le vicende meteorologiche, tradotte in spinte al rialzo dei prezzi da un meccanismo di determinazione dei salari troppo sensibile ad accidentali riduzioni dell'offerta.

Ma l'andamento recente della bilancia dei pagamenti palesa che, nel loro insieme, le spinte inflazionistiche sono state forse più deboli in Italia che altrove, ed appena sufficienti ad evitare che, a lungo andare, sorgesse il problema di un apprezzamento del cambio (13).

La mutevole congiuntura monetaria è rispecchiata dall'andamento dei prezzi (fig. 1) e dal variabile concorso dei fattori interni e di quelli esterni nella creazione di liquidità (fig. 2).

Fasi inflazionistiche si produssero nel primo anno delle ostilità in Corea (dal luglio 1950 al giugno 1951) quando l'intero sistema dei prezzi e dei salari si mosse verso l'alto; nell'anno 1956, che durante il primo semestre fu caratterizzato da un aumento nel prezzo dei generi alimentari (dovuto al gelo) e nei salari e durante gli ultimi

(13) Nel settembre 1949, l'Italia svalutò dell'8 per cento, portando il cambio del dollaro da 575 a 625, cioè in misura inferiore a quella media dei paesi europei. Il cambio è stato mantenuto fermo da allora, e recentemente dichiarato al Fondo monetario internazionale come parità.

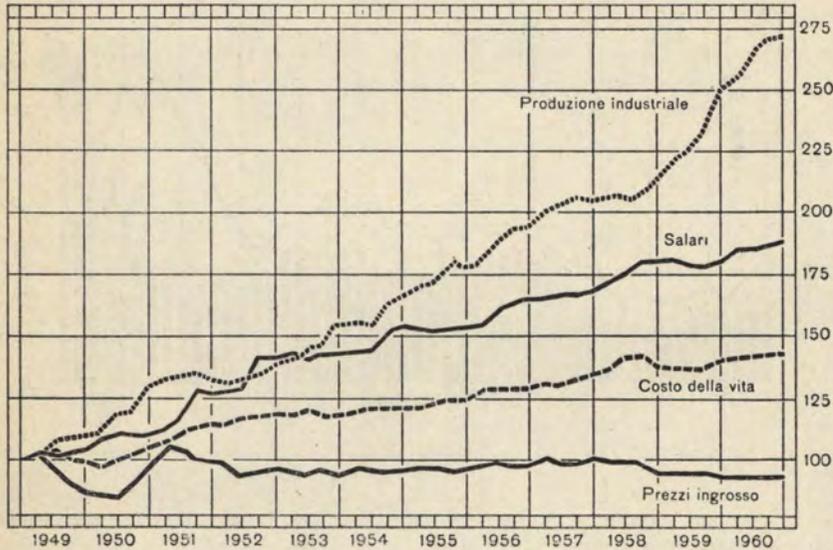
Alla cura con cui la politica monetaria italiana ha evitato il rischio di sviluppi inflazionistici che, in un regime di cambi fissi, portassero anche temporaneamente ad una sopravvalutazione della lira, non è estranea una visione dei rapporti tra l'equilibrio esterno e lo sviluppo, cui l'esperienza recente di alcuni paesi sembra offrire nuova conferma.

Una sopravvalutazione monetaria può ingenerare difficoltà di esportazione, e quindi di finanziamento dei rifornimenti. Se la situazione (in termini di mobilità dei fattori, grado di libertà degli scambi esteri etc.) non consente i necessari trasferimenti di vendite e di approvvigionamenti al mercato interno, si ha un abbassamento dei livelli di attività al di sotto delle capacità disponibili. In un paese fortemente dipendente dal commercio estero, come l'Italia, una tale disfunzione del sistema (che pur non esprimerebbe una fondamentale eccedenza della domanda sulle risorse) potrebbe arrestare il processo di sviluppo.

Nell'attuale assetto mondiale di prezzi e di cambi si assiste, ad esempio, al paradosso di una penuria di acciaio in Europa, cui non offre sollievo l'eccesso di capacità produttive esistenti negli Stati Uniti.

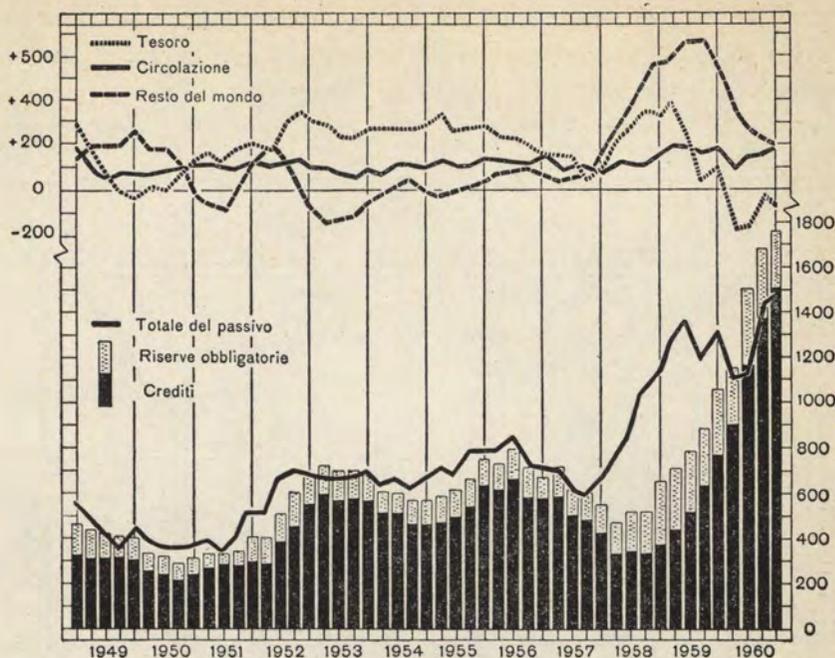
mesi dall'aumento dei prezzi ingrosso dovuto all'affare di Suez; e nei primi sei mesi del 1958, quando il costo della vita e i salari aumentarono entrambi in conseguenza della scarsità di alcuni raccolti autunnali ed invernali.

FIG. I
INDICI DEI PREZZI, DEI SALARI E DELLA PRODUZIONE INDUSTRIALE
(base 1948 = 100)



All'inizio della guerra coreana, le banche non disponevano di larghe liquidità eccedenti; durante la ripresa inflazionistica che seguì, l'espansione dell'attivo della banca centrale dovuto al finanziamento delle banche e del Tesoro (14) fu in parte compensata dal peggiora-

(14) La curva « Tesoro » del grafico rappresenta l'indebitamento del Tesoro verso la banca centrale e le altre banche comprensivo dei titoli di stato collocati presso di esse. Poichè il Tesoro tiene le proprie disponibilità di cassa esclusivamente presso la banca centrale, ogni investimento in titoli governativi da parte del sistema delle altre banche riduce, dell'importo investito, sia le loro riserve presso la Banca d'Italia (così come avverrebbe se i titoli fossero venduti dal portafoglio della Banca d'Italia), sia il debito netto del Tesoro verso la Banca d'Italia. Inoltre, le banche possono costituire le proprie riserve obbligatorie indifferentemente in buoni del Tesoro e in depositi presso la Banca d'Italia,



La figura intende illustrare la formazione di liquidità nelle sue componenti: indebitamento del governo verso il sistema bancario (curva « Tesoro »); acquisizione di oro e valuta estera alle riserve ufficiali (curva « Resto del mondo »); espansione del volume del credito (colonnine « Crediti »). La parte del disavanzo del Tesoro finanziata dalla banca centrale, l'acquisizione di riserve auree e valutarie, l'indebitamento delle aziende di credito verso la banca centrale (quest'ultimo non rappresentato nel grafico) trovano contropartita: a) nell'espansione della circolazione di biglietti e monete (curva « Circolazione »); b) nella formazione di riserve bancarie obbligatorie (colonnine « riserve obbligatorie ») e c) nella formazione di attività bancarie liquide, tra le quali vengono compresi i titoli di stato (l'area bianca compresa tra la sommità degli istogrammi e la curva rappresentante il totale delle passività bancarie). Il grafico mostra, per ogni trimestre, le variazioni durante l'annata che mette capo a quel trimestre (*in miliardi di lire*).

mento della bilancia dei pagamenti; l'espansione della base del credito si mantenne quindi moderata e l'adattamento tra il movimento ascendente della massa monetaria e quello più veloce del reddito si fece attraverso un aumento della velocità di circolazione realizzato non senza fatica: la « stretta creditizia » fu molto sentita e i saggi di

e possono utilizzare i titoli governativi a lunga scadenza a garanzia di anticipazioni della Banca d'Italia. Per queste ragioni, si è ritenuto appropriato trattare tutti gli investimenti delle banche in titoli governativi come attività liquide.

interesse aumentarono rapidamente. Dopo il giugno 1951, la congiuntura si invertì, la bilancia dei pagamenti volse al meglio, creando ampia liquidità, e la velocità di circolazione cadde.

Nel 1956 e nel 1958, lo sviluppo del prodotto nazionale lordo a prezzi correnti si mantenne al disotto della tendenza, per effetto della flessione nel suo sviluppo in termini reali:

SAGGIO DI SVILUPPO ANNUO DEL PRODOTTO NAZIONALE LORDO

	a prezzi correnti	in termini reali	componente inflazionistica
Media 1949-1960	8,3	5,8	2,3
1956	7,3	4,3	3,0
1958	6,4	4,0	2,4

In nessuno dei due anni, esso fu quindi tale da elevare la domanda di liquidità addizionale al disopra della tendenza. Ma nel 1956 la creazione di liquidità si contrasse, per effetto combinato del peggioramento nella bilancia dei pagamenti e della riduzione, in atto dal 1952/53, nel disavanzo del bilancio statale. Come già nel 1950-51, l'adattamento tra massa monetaria e reddito si fece quindi attraverso una ripresa nella velocità di circolazione.

Col sopravvenire della flessione congiunturale (settembre 1957) la bilancia dei pagamenti divenne largamente attiva; anche il Tesoro aumentò la sua creazione di liquidità in funzione anticongiunturale. L'offerta di liquidità, durante la breve fase di aumento dei prezzi al consumo e dei salari nella prima metà del 1958, eccedette dunque la domanda. Di ciò offre chiara evidenza la figura 2. La zona bianca tra il sommo delle canne d'organo, che rappresentano l'espansione annua dei crediti bancari e delle riserve obbligatorie, e la curva che rappresenta l'espansione dei passivi bancari, indica la formazione di attività bancarie liquide. Questa zona si mantiene molto ampia dal quarto trimestre 1957 alla fine del 1959. Una parte della liquidità eccedente formatasi durante tale periodo è stata assorbita nel 1960.

Il concorso rispettivo delle operazioni valutarie (curva Resto del mondo) e della finanza governativa (curva Tesoro) nella creazione di liquidità durante i dodici anni è rappresentato nella parte superiore

del grafico. Tra le due curve, si osserva un netto movimento a forbice dal 1949 al 1957. Al contrario, durante gli ultimi tre anni, le due curve si sono mosse nel medesimo senso. Una spiegazione possibile di questo nuovo andamento è la seguente. Durante il 1958 e la prima metà del 1959, il rallentamento dell'attività economica interna ha agito come fattore primario di indebolimento della domanda di credito e di creazione dell'avanzo esterno; in conseguenza di questi movimenti, le banche hanno acquistato larghi importi di buoni del Tesoro, mentre il governo si è astenuto da operazioni di consolidamento. A partire dalla seconda metà del 1959, l'espansione dell'attività economica si è nuovamente accelerata, allargando sia le importazioni sia le entrate fiscali.

La creazione di liquidità dovuta ai rapporti con l'estero è anche inversamente correlata con quella dovuta agli impieghi bancari, rappresentati nella parte inferiore del grafico. La trattazione del problema delle relazioni esistenti tra le curve eccede i limiti assegnati a questo studio (15).

Il « moltiplicatore del credito », inteso come il rapporto tra l'espansione potenziale del credito da parte delle banche e l'espansione dell'attivo della banca centrale, è andato leggermente aumentando, con scarsa variabilità congiunturale, lungo il periodo. Infatti: l'assorbimento di liquidità bancaria nelle riserve obbligatorie è stato quasi costante — intorno al 23 per cento dei depositi per le sole banche, al 20 per cento per le banche e le casse di risparmio insieme considerate (16), ma l'assorbimento dovuto all'espansione della circolazione dei biglietti (rappresentata nella figura) è andato crescendo meno che proporzionalmente ai depositi, e con scarsa variabilità congiunturale. Nell'ultima fase di bilancia dei pagamenti attiva (1958 e 1959) l'espansione potenziale del credito non è stata realizzata per intero.

La spettacolare espansione dell'attività produttiva in atto dal 1959 (l'indice della produzione industriale è aumentato del 23 per cento

(15) Si vedano al riguardo lo studio *Monetary Developments* citato nella nota 4 ed il saggio su *La componente esterna della liquidità*, l'uno e l'altro compresi in questo volume.

(16) Come si è avvertito al § 3, le casse di risparmio sono state assoggettate ad obbligo di riserva solo nel 1958.

nei diciotto mesi dal luglio 1959 al gennaio 1961) ha avuto luogo in un quadro di stabilità monetaria, nonostante l'apparire in alcuni settori di industria di scarsità di mano d'opera qualificata e di difetto di capacità produttiva.

In tali condizioni, si accrescono i compiti e le opportunità della pianificazione regionale. Esiste da tempo un sistema di incentivi di ordine fiscale e creditizio all'installazione di fabbriche nell'Italia meridionale; ma non sembra che il governo abbia finora svolto un'azione più diretta sull'ubicazione degli impianti industriali, quale quella in atto, ad esempio, nel Regno Unito, dove la scelta dell'ubicazione di nuove unità produttive importanti viene, si può dire, negoziata col governo. Probabilmente, l'esistenza in Italia di un ampio settore di imprese governative, e la persistente incertezza circa i limiti di una sua possibile espansione, creano un'atmosfera di reciproco sospetto nei rapporti tra governo ed industria privata, e inclinano il governo a valersi piuttosto delle proprie imprese, ai fini della pianificazione regionale, che di un'azione di guida nel processo di espansione di quelle private.

Ad ogni modo, è certo che l'attività del governo nel settore delle opere pubbliche e in alcuni settori di base (siderurgico, petrolifero) e le iniziative meridionali di alcuni grossi gruppi industriali privati (nei settori elettrico, minerario, chimico, petrolifero, dei cementi) vanno ponendo alcune premesse per uno sviluppo industriale diversificato del Sud. Ma le opere pubbliche non creano un flusso permanente di redditi, e le industrie di base, più che grosse masse di salari, producono remunerazioni di capitale e d'impresa che non sempre restano in loco. I grandi gruppi hanno minor peso in quelle industrie manifatturiere (meccaniche, tessili, alimentari) ed attività terziarie dove più largo è l'impiego di mano d'opera. Lo sviluppo di queste attività nel Sud è quindi maggiormente dipendente dalla formazione di un largo ceto imprenditoriale locale e di capacità tecniche (oltreché dalla espansione dei mercati locali di sbocco che, sia pure stentatamente, è già in atto). Il governo può intervenire utilmente in questo processo col miglioramento dell'istruzione generale e professionale. In effetti, accanto all'azione diretta di propulsione industriale nel Mezzogiorno, il governo va ora volgendo le sue cure a questo compito.

L'ALTERNA VICENDA DEL QUINQUENNIO 1961-65

1. Nel saggio precedente, sono stati posti in evidenza l'ampia formazione di liquidità avutasi durante il 1958 e la prima metà del 1959, per effetto dell'allargamento simultaneo nell'avanzo della bilancia dei pagamenti con l'estero e nel disavanzo di cassa del Tesoro, ed il suo ristagno nel sistema bancario, dovuto alla scarsa domanda di credito.

Questa si animò quando ebbe inizio, nell'estate del 1959, la fase di possente espansione della produzione e del commercio estero che si protrasse fin verso la fine del 1961 e nella quale il passo dell'avanzamento economico si fece tanto celere da cancellare l'inflessione del 1958 e da ricondurre i livelli di attività sulla linea di tendenza del decennio precedente. In tale fase, lo sviluppo nel volume del credito superò quello della stessa attività industriale. La cedenza dei prezzi che aveva caratterizzato il 1958 e la prima metà del 1959 ebbe termine, ma sino all'autunno del 1961 il loro livello si mantenne stabile, giovandosi anche della persistente debolezza sui mercati internazionali dei prodotti di base.

L'associazione dello sviluppo alla stabilità si fece dunque più netta in questo tratto terminale del periodo 1948-1961: due settenni caratterizzati nel loro insieme da tale felice condizione. Il raro, e per l'Italia sconosciuto, prodursi di un'evoluzione tanto favorevole fra la metà del 1959 e la fine del 1961 propose l'immaginè del miracolo economico. In un chiaramente percettibile e non inceppato gioco di interconnessioni, allo sviluppo del reddito ed alla stabilità dei prezzi si collegarono l'avanzo nella bilancia dei pagamenti, la riduzione del disavanzo del Tesoro, il trasferimento delle forze di lavoro dai settori e dalle regioni di bassa produttività verso le industrie manifatturiere e gli agglomerati urbani delle regioni più sviluppate (1).

(1) La parte avuta da siffatti trasferimenti e dalle economie di scala nello sviluppo della produttività media del sistema economico italiano riceve

Al procedere dell'espansione produttiva, la configurazione dei fattori che nel loro insieme determinano l'offerta di credito si allontanò dagli schemi caratteristici delle fasi di ristagno per avvicinarsi a quelli propri delle fasi di ripresa. Gli studi compresi in questo volume offrono, nella parte di analisi monetaria, un tentativo di definizione di tali schemi e, nella parte italiana, alcuni termini di raffronto, costituiti dalle fasi di accelerazione produttiva o di tensione inflazionistica di origine esterna: in specie, quella svoltasi tra il maggio 1946 ed il settembre 1947; l'altra occorsa tra il luglio 1950 ed il giugno 1951; e l'annata estate 1952-primavera 1953, di avvio del lungo processo di espansione durato fino al 1957.

Dallo studio di questi periodi e di quelli di ristagno o rallentato sviluppo che li precedettero è apparso che, tipicamente, nelle fasi di debolezza della domanda interna si ha creazione di liquidità eccedente (nelle banche e per l'economia nel suo complesso) sia per il minore impegno di mezzi nella circolazione attiva, sia perchè migliora il saldo dei pagamenti con l'estero; spesso anche perchè si accresce il disavanzo del bilancio statale. Per contro, al peggiorare del saldo della bilancia dei pagamenti, ed all'ampliarsi del giro degli affari, la liquidità eccedente viene assorbita, e la creazione di liquidità addizionale viene assicurata dalle fonti interne, ossia dal ricorso al credito dell'istituto di emissione e dal sempre presente eccesso dei pagamenti del Tesoro (rispetto all'entrata tributaria ed all'indebitamento a media e lunga scadenza).

2. A rappresentare questo avvicinarsi nel gettito delle varie sorgenti di liquidità durante gli ultimi anni si è costruita la tav. I, la quale copre il sessennio ottobre 1959-settembre 1965, e lo divide in quattro periodi di diciotto mesi. La divisione in periodi uguali è stata suggerita dalla constatazione che essa coglieva con ragionevole approssimazione temporale i più significativi cambiamenti di regime nei flussi di liquidità, consentendo al tempo stesso di porre immedia-

evidenza dalle penetranti indagini di A. GRAZIANI, *Sviluppo del Mezzogiorno e produttività delle risorse* (Ediz. scientifiche italiane, Napoli, 1964) e P. SYLOS LABINI, *Prezzi salari profitti e produttività in Italia dal 1951 al 1964*, Consiglio nazionale delle ricerche, 1965.

tamente a raffronto l'entità di tali flussi nei singoli periodi distinti (2).

La presentazione adottata nella tavola è semplificata rispetto a quella ora usata nella *Relazione* della Banca d'Italia; questa fornisce un'informazione più diffusa e precisa, a prezzo di una maggiore applicazione del lettore, seguendo una metodologia elaborata in ispecie da M. ERCOLANI ed illustrata nel *Bollettino* della Banca d'Italia per il gennaio-febbraio 1965, già citato nel primo saggio di questo volume.

In particolare, la Relazione distingue la creazione di liquidità dovuta al Tesoro in due momenti: (1) disavanzo del bilancio statale ed impieghi della Cassa depositi e prestiti; più o meno la creazione o distruzione di liquidità dovuta alle (2) operazioni di debito pubblico. Nella presentazione semplificata qui scelta, si introduce il netto di (1) e (2).

Inoltre, il risparmio postale nella sua interezza (compresi dunque i buoni postali fruttiferi) viene trattato nella Relazione come una creazione di liquidità che, per essere « assorbita » dal pubblico, non incrementa la liquidità bancaria. Poichè la tav. 1 mette capo, nell'ultima colonna, alle variazioni di quest'ultima, il risparmio postale è stato escluso sia dalla creazione che dall'assorbimento di liquidità. La tavola registra naturalmente, tra le operazioni dell'istituto di emissione col Tesoro che creano o distruggono liquidità bancaria, l'effetto della raccolta e dell'impiego del risparmio postale sul conto di tesoreria.

3. La tavola consente innanzitutto di rilevare che, nei primi due periodi distinti, ossia nei tre anni dall'ottobre 1959 al settembre 1962, al forte sviluppo produttivo non si associò (fin verso la metà del 1962) un peggioramento apprezzabile della bilancia dei pagamenti.

L'effetto creatore di liquidità del saldo attivo dei pagamenti con l'estero venne limitato nel primo periodo (ottobre 1959-marzo 1961) mediante cessioni di valuta contro lire fatte alle banche dalle riserve ufficiali, e destinate, secondo le direttive degli organi di controllo valutario, prima a ridurre l'indebitamento netto verso l'estero (sollecitato nel 1958-59 dai bassi tassi internazionali, e dalla concorrenza fra le banche nell'acquisizione della clientela migliore mediante l'offerta di facilitazioni a quei tassi), indi a pareggiare la posizione netta sull'estero. Per finanziare questi acquisti di valuta, e per effetto del drenaggio di liquidità nella circolazione e nelle riserve obbligatorie a fronte dei depositi, le banche dovettero ridurre sensibilmente il loro

(2) Un particolareggiato esame della « creazione di liquidità » nel periodo 1958-1964 si trova nel pregevole studio di M. SARCINELLI, che ad essa si intitola, compreso nelle *Lecture di politica monetaria e finanziaria* edite dalla Banca Popolare di Milano, 1965.

FATTORI DI VARIAZIONE DELLA LIQUIDITÀ BANCARIA, OTTOBRE 1959 - SETTEMBRE 1965
(miliardi di lire)

Periodi di 18 mesi	Liquidità creata dalla Banca d'Italia					Creazione potenziale da linee o titoli di credito				Crea- zione attuale e poten- ziale	Assorbimento			Varia- zione liquidità ban- caria
	per incremento riserve ufficiali (a)		per ope- razioni con il Tesoro (b)	per crediti alle banche	in totale	sul- l'estero	sul Tesoro	sulla Banca d'Italia	in totale		Circola- zione (c)	Ri- serve obbliga- torie	in totale	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (1) a (4)	(6)	(7)	(8)	(9) = (6) a (8)		(10) = (5) + (9)	(11)	(12)		(13) = (11) + (12)	(14) = (10) - (13)
Ottobre 1959 - marzo 1961	304	-233	580	53	704	55	-410	- 7	-362	342	254	447	701	-359
Aprile 1961 - settembre 1962	560	—	119	205	884	79	-118	69	30	914	527	346	873	41
Ottobre 1962 - marzo 1964	-1.160	597	1.059	644	1.140	-124	-203	- 59	-386	754	548	497	1.045	-291
Aprile 1964 - settembre 1965	1.572	-636	719	-683	972	334	250	278	862	1.834	320	598	918	916

(a) Nella colonna (2) è segnata la variazione dovuta all'indebitamento a breve delle banche italiane verso l'estero; nella colonna (1) quella dovuta alle altre voci della bilancia dei pagamenti.

(b) Compresa la riserva bancaria obbligatoria investita in titoli.

(c) Circolazione Banca d'Italia al netto della cassa contante delle banche.

portafoglio di buoni del Tesoro, aggravando di altrettanto il ricorso di questo alla banca centrale.

Nel secondo periodo l'incipiente inflazione salariale sollecitò, fino a raddoppiarlo, l'accrescimento nella circolazione dei biglietti; anche lo sviluppo della moneta bancaria si fece più celere, ma l'assorbimento di liquidità nelle riserve obbligatorie venne contenuto dal provvedimento di riduzione (dal 25 al 22,5 per cento dei depositi) della riserva massima dovuta, che fu attuato nel gennaio 1962 e liberò 200 miliardi di liquidità « ad alto potenziale ». Ciononostante, la riduzione nel possesso bancario di buoni del Tesoro ordinari continuò, seppure a ritmo più lento, e si accrebbe (di 152 miliardi) il ricorso all'istituto di emissione (e al collegato Ufficio italiano dei cambi, nella forma nuova del deposito presso le banche di valuta tratta dalle riserve ufficiali). La liquidità bancaria, che nel periodo precedente si era ridotta di 359 miliardi, aumentò di 41.

Alla formazione di liquidità discendente dalla riduzione della riserva obbligatoria e dall'ampio ricorso delle banche al credito dell'istituto di emissione e dell'Ufficio italiano dei cambi si sommò quella dovuta al non totale rinnovo dei buoni del Tesoro poliennali in scadenza all'inizio del 1962. L'esclusione dal rinnovo di una parte dei buoni in scadenza (104 miliardi su 286) era intesa ad alleggerire il ricorso del Tesoro al mercato dei capitali, in presenza di una flessione dei corsi dovuta sia alla tensione della liquidità interna, sia al programma economico del governo; programma che dal febbraio 1962 raccolse il consenso di una parte delle sinistre, comprendendo la nazionalizzazione dell'industria elettrica, l'imposta cedolare d'acconto ed una legge urbanistica diretta anche contro l'appropriazione privata della rendita edilizia.

In questo secondo periodo il comportamento delle autorità monetarie — condizionato dalla larga, progressiva accumulazione di riserve valutarie in atto dal 1958, dalle sollecitazioni provenienti dagli organi internazionali, dalla stessa importanza dei problemi interni suscettibili di essere ridotti e risolti sull'onda della prosperità economica — si fece dunque moderatamente espansivo.

4. Tale orientamento divenne più deciso nel terzo periodo, ottobre 1962 - marzo 1964. In presenza del sensibile peggioramento nella

bilancia dei pagamenti, in corso dalla metà dell'anno, le banche vennero nuovamente autorizzate, nell'ottobre, ad intrattenere posizioni debitorie nette verso l'estero. Nei depositi (in contante e buoni del Tesoro ordinari) costituiti a garanzia dell'emissione di assegni circolari le banche vennero autorizzate ad immettere cartelle fondiari ed altri titoli a lunga scadenza, con un effetto di liberazione di liquidità pari nel periodo ad oltre 100 miliardi. Nel gennaio del 1963, si fece luogo al totale rimborso dei buoni poliennali del Tesoro in scadenza per 192 miliardi. Si intensificò anche, in questo periodo, il collocamento di titoli a media e lunga scadenza, in specie nell'interesse dello stato (« piano verde » per l'agricoltura, ferrovie, Ente nazionale per l'industria elettrica) presso la Cassa depositi e prestiti ed il sistema bancario.

La finalità perseguita, di consentire che gli investimenti in corso venissero portati a compimento ed entrassero in produzione, e le altre ragioni che indussero le autorità a battere queste strade, sono state esposte nei documenti ufficiali. Qui sia lecito il richiamo ad alcuni precedenti rilevabili dai testi compresi in questo volume.

Nello studio della componente esterna della liquidità, è stato osservato che da sempre le banche centrali hanno seguito una politica tendente nell'insieme a compensare anzichè rafforzare l'effetto degli avanzi e dei disavanzi esterni sul volume del credito; con la qualificazione, proposta nella parte conclusiva dello studio del 1953 sulla politica monetaria dell'Italia e della Germania (pag. 223) che « l'azione delle banche centrali ha rallentato lo svolgimento dei processi interni riequilibratori quando essi erano di natura deflazionistica e lo ha sollecitato quando essi erano di natura espansiva ».

Nello studio sull'evoluzione monetaria dal 1935 al 1958, è stato avvertito (pag. 231) che nei primi anni di guerra il decadimento nella qualità della copertura del disavanzo di bilancio si palesò nell'allargamento della quota collocata presso le banche, piuttosto che negli strumenti di debito (ossia, piuttosto che nello spostamento verso il debito fluttuante).

Nello stesso studio, con riferimento alla ripresa inflazionistica del 1946-47, si è rilevato (al § 19) che essa seguì, a qualche distanza di tempo, l'introduzione della scala mobile (febbraio-giugno 1945) e la

concessione di elevati aumenti nelle tariffe salariali subito dopo la liberazione. «L'inflazione dei costi generava un'elevata domanda di credito bancario, poichè la spesa per i salari tendeva costantemente a sopravanzare il fatturato» (pag. 263).

L'aggiustamento all'inflazione dei costi si fece allora col progressivo rialzo dei prezzi, il cui effetto sulla convenienza ad esportare venne compensato, nelle principali direzioni di scambio, con successivi aggiustamenti del cambio, che lo elevarono da 100 nel gennaio 1946 fino a 575 nel novembre 1947. L'effetto sulle importazioni venne limitato mediante la manovra, oltrechè del cambio, delle importazioni governative sui programmi di aiuto e delle licenze (in ispecie nei riguardi delle materie prime tessili).

La situazione del 1962-63 era profondamente mutata sotto tutti questi aspetti rispetto a quella dei primi anni postbellici. Dimesso, nei paesi sviluppati, l'uso dei cambi multipli e delle restrizioni quantitative all'importazione, il deprezzamento del cambio avrebbe inciso sull'intera massa delle importazioni, molto accresciuta nel rapporto stesso al reddito nazionale, ed il loro maggior costo avrebbe sollecitato meccanismi di scala mobile divenuti ancor più sensibili e diffusi di quelli operanti nei primi anni postbellici.

Alla soglia del 1962, i margini di profitto erano ancora larghi; mentre la loro erosione procedeva il flusso di esportazioni si mantenne ampio; solo nella fase terminale del *boom*, esso fu rallentato dall'altezza della domanda interna. L'effetto di questa si manifestò maggiormente dal lato delle importazioni. Nel biennio 1962-63 il valore dell'importazione di beni e servizi si accrebbe del 45 per cento; per le esportazioni l'incremento fu limitato al 24 per cento. Il rapporto di valore tra esportazioni (di beni e servizi) ed importazioni si abbassò da 1,04 nel 1961 a 0,89 nel 1963. Sui dati doganali, il rapporto tra le esportazioni e le importazioni cif scese da 0,87 nel 1959 a 0,80 nel 1961 ed a 0,67 nel 1963.

Gli andamenti e le politiche del periodo ottobre 1962-marzo 1964 si riflettono nei dati iscritti alla terza riga della tavola.

(a) In conseguenza della riduzione delle riserve ufficiali si ebbe una contrazione di liquidità pari a 563 miliardi; che sarebbe stata quasi doppia (1.160 miliardi) se le aziende di credito non si fossero in-

debitate all'estero per 597 miliardi(3); (b) l'aumento di circolazione continuò nel periodo allo stesso elevato ritmo di prima; (c) l'espansione delle riserve obbligatorie per i depositi fu sensibilmente maggiore, non essendosi avute nel periodo misure riduttive dell'obbligo di effetto massiccio, come quella del gennaio 1962, bensì modificazioni minori di vario senso.

Al drenaggio di liquidità nascente da (a), (b) e (c) le banche fecero fronte ricorrendo largamente all'istituto di emissione, mobilizzando le residue disponibilità di buoni ordinari del Tesoro e riducendo le loro disponibilità in valuta(4). Ma la liquidità fu soprattutto alimentata dal larghissimo ricorso del Tesoro all'istituto di emissione. Questo ricorso può considerarsi come la partita a saldo dell'eccedenza dell'uscita di tesoreria risultante: (A) dalla gestione del bilancio, ad esclusione delle operazioni di debito pubblico; (B) dalle operazioni di debito pubblico a medio e lungo termine; (C) dalla variazione nel debito fluttuante. Di consueto le poste (B) e (C) concorrono a ridurre l'entità della partita a saldo. Ma nei diciotto mesi in questione l'orientamento generale della politica del Tesoro fu di limitare il proprio accesso all'indebitamento a breve presso le banche e la Cassa depositi e prestiti perchè questi organi applicassero più fondi all'acquisto di titoli a media e lunga scadenza, e di ridurre anche (astenedosi dal rinnovo dei buoni poliennali) il proprio ricorso di-

(3) In alcuni periodi (ossia nell'ultimo trimestre del 1962 e nuovamente nell'estate del 1963), l'assunzione di debiti bancari all'estero superò il disavanzo nelle altre voci della bilancia dei pagamenti, cosicchè le riserve ufficiali aumentarono.

(4) Le variazioni nella posizione delle banche italiane verso le banche estere danno luogo nella tavola ai movimenti seguenti.

La valuta presa a prestito da banche estere incrementa le riserve valutarie e crea liquidità in lire (colonna 2) quando viene ceduta all'Ufficio dei cambi.

La valuta che le banche acquistano contro lire all'Ufficio dei cambi può essere (a) destinata a rimborsare crediti bancari esteri, ovvero (b) depositata (od impiegata in operazioni di credito) all'estero. Nel caso (a), si ha soltanto distruzione di liquidità in lire (colonna 2); nel caso (b) si ha, in aggiunta, un'equivalente creazione di liquidità in valuta (colonna 6); per cui nei rispetti della liquidità bancaria il comportamento che si conclude in (b) è neutrale.

L'effetto descritto sotto (b) è analogo a quello che si ha quando una banca riduce il suo debito in conto anticipazioni presso la Banca d'Italia: l'incasso di lire da parte della Banca d'Italia distrugge liquidità (colonna 4), ma l'allargamento conseguente nel margine disponibile nel conto di anticipazione ne crea altrettanta (colonna 8).

retto al mercato dei capitali.

Di conseguenza, le operazioni in (B) e (C) agirono in senso aggravante del ricorso all'istituto di emissione. Indicazioni particolareggiate al riguardo si traggono dalle analisi trimestrali compiute nella Relazione e nel bollettino della Banca d'Italia: una conferma globale si trae dai seguenti dati di consistenza delle tre maggiori voci del debito pubblico (in miliardi di lire):

	settembre 1962	marzo 1964	variazione
Buoni del Tesoro ordinari	2.012	1.867	— 145
Debito verso la Cassa depositi e prestiti .	1.372	1.247	— 125
Titoli del debito patrimoniale	2.247	2.128	— 119

5. Questo comportamento del Tesoro rientra nella direttiva più larga delle autorità monetarie di sostenere la domanda (e quindi i corsi) dei titoli a media e lunga scadenza, sia limitando la domanda dello stato sul mercato dei capitali, sia convogliando a questo una più ampia quota dei fondi raccolti dalle banche e dalle casse di risparmio postali.

Ove si tenga presente che, nello stesso lasso di tempo, al ridursi dell'autofinanziamento delle imprese, si è venuto elevando il rapporto degli immobilizzi ai fondi a lunga (patrimoniali e da indebitamento), e si è venuto quindi istituendo, marginalmente, il loro finanziamento con fondi a breve, si ha nozione del mutamento intervenuto nella struttura degli attivi bancari verso operazioni a più alto rendimento e più lento giro.

Circa le sue implicazioni, si offrono qui di seguito alcuni spunti alla riflessione del lettore.

Nella misura in cui gli attivi bancari siano costituiti da finanziamenti di capitale d'esercizio, il mercato non solo offre alla singola banca diversi meccanismi di adeguamento degli impieghi al variare del volume e della struttura della raccolta, ma appresta allo stesso sistema bancario preso nel suo insieme notevoli possibilità di aggiustamento nel volume del credito alle variazioni della sua base, che procedono dall'azione delle autorità monetarie.

Quando la situazione media di liquidità del sistema bancario si tende, si hanno spostamenti della clientela verso le zone dove la

tensione è minore: ad esempio, nel nostro assetto bancario, dalle banche maggiori verso le minori e verso le casse di risparmio. Si hanno anche, in prima istanza, sostituzioni nel credito dei fornitori al credito bancario, ed il ricorso derivato al credito bancario di quei fornitori che godano di una capacità di credito non prima utilizzata. Il potenziale di credito viene quindi realizzato sia dal lato dei datori che dei prenditori di fondi.

A questo stadio, anche attraverso il gioco dei tassi d'interesse viene attivato il ricorso al credito dell'estero: da parte delle banche, mediante l'indebitamento a breve; da parte degli operatori di commercio estero, mediante le variazioni nei termini di pagamento (che verranno abbreviati all'esportazione ed allungati all'importazione). Inoltre, fra le imprese di produzione hanno un peso crescente quelle facenti parte di gruppi internazionali, o ad essi collegate, specie in alcuni settori (ad es. il petrolifero): ebbene, al variare delle situazioni comparative dei mercati monetari nazionali si hanno, nella gestione di tesoreria di queste imprese, spostamenti nel collocamento delle disponibilità e nel ricorso al credito tendenti ad alleviare quelle tensioni (fuorchè quando intervengano attese di modificazioni dei tassi di cambio).

L'insieme di questi aggiustamenti comporta in ultimo qualche riduzione nelle disponibilità finanziarie, da autofinanziamento e da credito, per investimenti fissi e quindi nel volume di questi; ad esempio, da parte dei fornitori chiamati a facilitare col credito la clientela. La riduzione risulterà dalle sollecitazioni della convenienza economica applicate all'intera rete dei rapporti di credito.

Nella misura in cui le banche di un paese finanziano investimenti fissi, le possibilità di sostituzione nelle fonti del credito si impoveriscono. Non sarà possibile ricadere per questa parte sul credito dei fornitori che provvedono le imprese affidate di beni i quali esauriscono la loro utilità in un solo ciclo produttivo e che, entro la misura di tali forniture, sono inclini ad accettare il rischio di sostenere la clientela col proprio credito. Cade la possibilità di usare le banche commerciali estere come fonte alternativa di credito da parte degli operatori di commercio estero; si riduce anche, in funzione della meno liquida struttura degli attivi, la *creditworthiness* delle banche nazionali sul mercato internazionale.

Similmente, quando le banche in luogo dei crediti d'esercizio sviluppano gli investimenti di mercato dei capitali, la zona degli adattamenti del volume degli impieghi a quello della provvista (e quindi della liquidità) si incentra nel mercato finanziario, con incidenze più specifiche sulla disponibilità di fondi per i nuovi investimenti, sui tassi a lunga e quindi sulla valutazione dell'intera consistenza delle attività finanziarie in essere nell'economia.

In definitiva, non sembra azzardato concludere che l'esistenza di un ampio settore di banche commerciali, le quali acquisendo fondi a breve li impiegano in credito d'esercizio, soprattutto quando esse operino in relazione con sistemi bancari esteri analogamente costituiti, assicura che il processo di aggiustamento si applichi ad una più vasta superficie di rapporti, ed abbia effetti diffusi e meglio distribuiti nel tempo; ossia che, valutato con riferimento agli obiettivi della stabilità e dello sviluppo, esso segua percorsi più razionali.

6. Nella figura, è stato rappresentato l'andamento di alcuni fenomeni dall'inizio del 1962 all'estate del 1965.

Tutte le serie rappresentate sono in termini monetari, ad eccezione del PNL che è a prezzi costanti. La serie sul « ricorso delle banche alla Banca d'Italia e all'UIC » e sul « fabbisogno di cassa del Tesoro » rappresentano i flussi di 12 mesi, riferiti al mese finale. I dati sul « saldo merci e servizi della bilancia dei pagamenti » si riferiscono al trimestre e sono depurati della stagionalità.

Il quadro che essa fornisce, nelle sue tre sezioni, del periodo trattato ai due punti precedenti (ottobre 1962 - marzo 1964) è all'incirca il seguente.

Il saggio di sviluppo del prodotto nazionale, in termini reali, è declinato per tutto il 1962, stabilizzandosi all'inizio del 1963. Quello dei depositi, dopo aver raggiunto il 20 per cento circa nella seconda metà del 1962, ha preso a discendere, in specie dal marzo 1963, dimezzandosi in un anno. L'accelerazione nello sviluppo della circolazione è durata più a lungo, fino alla metà del 1963, quando il tasso annuo del 20 per cento è stato superato. Si è quindi rinnovato in questa fase lo spostamento dal deposito al biglietto già constatato sia negli anni di guerra, sia nella ripresa inflazionistica del 1946-47. Nell'esperienza più recente, esso ha riflesso specialmente l'acquisizione ai

IL CICLO 1962-65

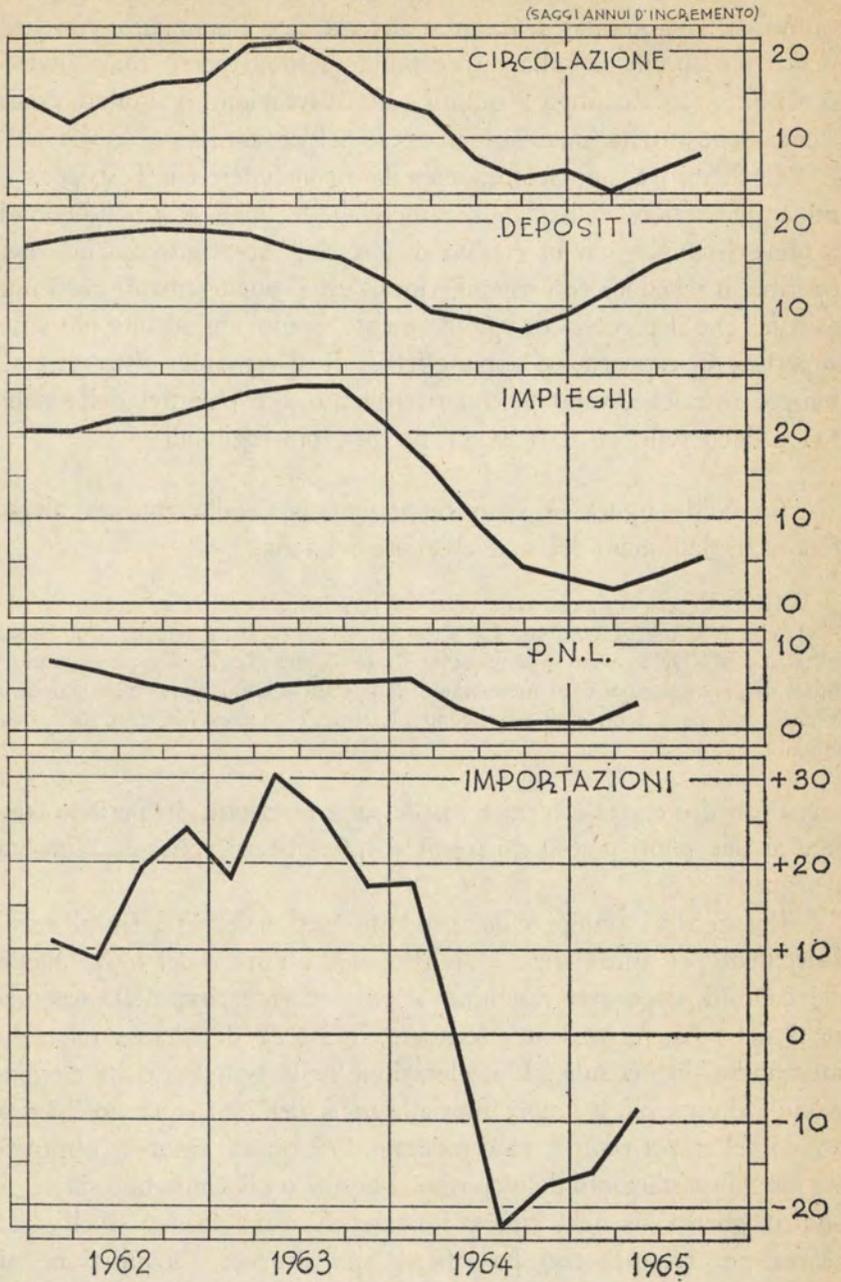


FIG. 1 b

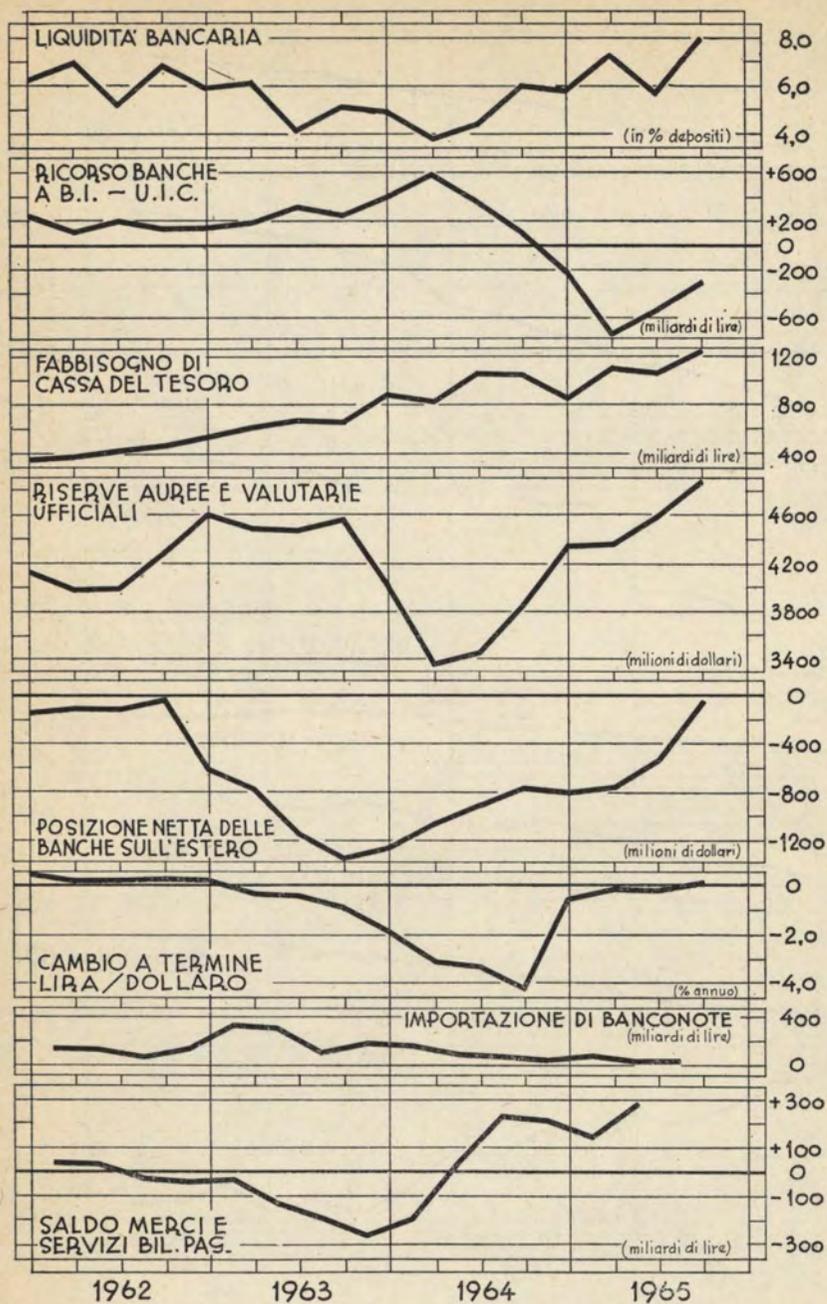
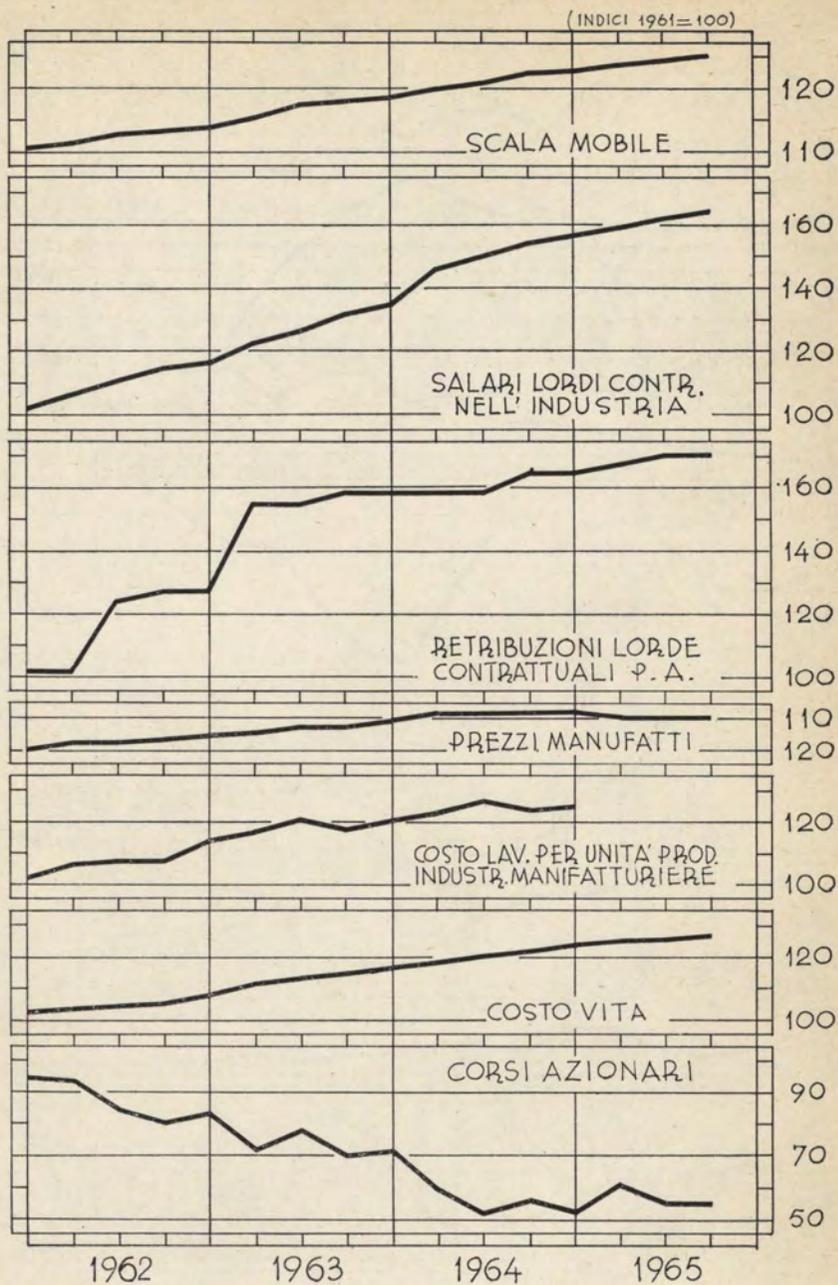


FIG. 1 c



lavoratori dipendenti di quote crescenti del reddito nazionale. L'espansione nel volume degli impieghi bancari ha toccato vette anche più alte: il 25 per cento verso la metà del 1963; ed è durata sino all'autunno (fig. 1a).

Le varie poste che concorrono, con i depositi, a formare il passivo bancario, e con gli impieghi a formare l'attivo, hanno consentito lo sviluppo differenziale di questo rispetto a quello: in particolare, le poste liquide, che si sono andate progressivamente contraendo, nonostante la già descritta ampia creazione di liquidità, assicurata dalle facilitazioni della Banca d'Italia, dal disavanzo del Tesoro e dal ricorso all'indebitamento estero (fig. 1b).

L'espansione del credito ha finanziato specialmente la componente nominale dello sviluppo del reddito, esaltata dagli aumenti retributivi: che nel settore privato si sono fusi in rapida successione a formare una linea continua, mentre nella pubblica amministrazione si sono presentati in blocchi massicci. La riduzione dei margini di profitto — testimoniata dal confronto tra l'andamento rapidamente ascendente della curva dei costi unitari e quello più contenuto della curva dei prezzi dei manufatti, premuti dalla concorrenza estera — contribuì a far cadere progressivamente i corsi dei titoli azionari (fig. 1c).

Nelle tavole 2 e 3, si è cercato di dare espressione numerica al peggioramento dell'equilibrio monetario del 1962-64 rispetto a quello precedente (e successivo).

La tavola 2, seguendo uno schema usato dall'OCSE, mostra che l'eccedenza della domanda monetaria globale sull'offerta reale, da molti anni moderata (ed in un anno, il 1959, negativa) si è quintuplicata tra il 1961 ed il 1962, ed è ancora raddoppiata nel 1963, elevandosi in tale anno ad oltre il 10 per cento del prodotto nazionale. Mentre nel 1962 tale eccedenza venne quasi totalmente assorbita dall'aumento dei prezzi, nello stadio ulteriore del processo inflazionistico toccato nel 1963 trovò sfogo per un quarto nell'importazione netta di merci e servizi.

La tavola 3 mostra che la componente spuria dello sviluppo del reddito, nulla nel 1959, e pari a fra un quarto ed un quinto appena della componente reale negli anni 1960 e 1961, si è avvicinata alla grandezza di questa nel 1962, superandola largamente nel 1963, ed

ANDAMENTO DELLA DOMANDA MONETARIA E DELL'OFFERTA REALE, 1954-1964

(miliardi di lire)

	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
1) P.N.L. - Anno precedente	11.308	12.027	13.163	14.190	15.266	16.318	17.477	19.078	21.083	23.754	27.067
2) Domanda globale (consumi + investimenti)	12.272	13.396	14.440	15.453	16.189	17.173	19.072	20.972	23.805	27.715	29.397
3) Differenza (2 - 1)	964	1.369	1.277	1.263	923	855	1.595	1.894	2.722	3.961	2.330
4) Aumento P.N.L. ai prezzi dell'anno precedente	538	833	566	917	644	1.322	1.271	1.646	1.408	1.204	807
5) Eccedenza della domanda globale monetaria sull'offerta reale (3 - 4) . . .	426	536	711	346	279	- 467	324	248	1.314	2.757	1.523
5-a) Aumento dei prezzi	181	303	461	159	408	- 163	330	359	1.263	2.109	1.728
5-b) Importazioni nette (merci e servizi)	245	233	250	187	- 129	- 304	- 6	- 111	51	648	- 205

ANDAMENTO DELLA MASSA MONETARIA E DEL REDDITO, 1958-1965
(incrementi e rapporti percentuali)

Anni	Incremento nella media dell'anno			Incremento PNL		Incremento produzione industriale	Rapporto al PNL (a prezzi correnti)			
	Impieghi bancari	Depositi	Circolazione	In termini reali	Componente inflazion.		degli imp. banc.		della circolazione	
							medio	incrementale (2)	medio	incrementale (2)
1958 . .	6,3	13,9	7,0	4,2	2,6	3,9	31,0	28,7	11,3	11,5
1959 . .	9,5	17,1	9,2	8,1	- 0,9	11,5	31,7	41,6	11,6	14,7
1960 . .	17,4	15,1	8,5	7,3	1,8	14,4	34,1	60,3	11,5	10,7
1961 . .	20,6	15,7	10,6	8,6	1,7	9,5	37,2	66,8	11,5	11,6
1962 . .	19,2	18,4	14,3	6,7	5,6	9,5	39,4	56,4	11,7	13,0
1963 . .	24,2	16,3	18,5	5,1	8,4	8,2	42,9	68,5	12,1	15,5
1964 . .	9,9	9,0	8,4	3,0	6,2	0,7	43,2	45,5	12,0	10,8
1965 (1)	3,8	14,2	6,9	3,0	4,4	4,0	41,7	21,9	12,0	11,0

(1) Stima.

(2) Calcolato tra gli incrementi in valore assoluto.

ancor più nel 1964, per la forte caduta della componente reale in quest'anno.

7. Sotto il profilo del volume della domanda, e correlativamente sotto quello dell'equilibrio esterno (ma non ancora sotto l'altro dei costi di lavoro) la risoluzione delle tensioni in atto si produsse nel semestre a cavallo tra il 1963 ed il 1964, che segnò la transizione all'assetto prevalso nel seguito del 1964 e nel 1965.

Nel settembre 1963, l'istituto di emissione invitò le banche a non aumentare ulteriormente l'indebitamento estero. La loro liquidità, già a quell'epoca molto tesa, subì dunque nei sei mesi seguenti il pieno effetto riduttivo del persistente, grave disavanzo nella bilancia dei pagamenti. Esse cominciarono a stringere i freni degli impieghi (il cui tasso annuo di aumento prese a cadere dal settembre) ed aumentarono ulteriormente, fino al marzo 1964, il ricorso all'istituto di emissione, che toccò in quel torno di tempo il massimo di questo dopoguerra: infatti, il credito per sconto ordinario, anticipazioni e prorogati pagamenti si stabilì, al marzo 1964, in 982 miliardi, essendosi costituito per 3/5 circa (576 miliardi) nel corso dell'ultima annata.

La natura di questo intervento dell'istituto di emissione e quella della situazione in cui si produsse presentano notevoli analogie col quadro del settembre 1947. Allora, il processo di erosione della liquidità bancaria eccedente si era quasi compiuto: quella residua venne bloccata dall'introduzione delle riserve obbligatorie: nel 1963, in una situazione analoga della liquidità, ne venne bloccata la creazione addizionale dovuta all'indebitamento estero. Ed anche allora l'istituto di emissione allargò la propria assistenza al sistema bancario dopo l'intervento.

Con riferimento al 1947, si è argomentato in altri studi compresi in questo volume che l'intervento accelerò la fine di un processo destinato, anche in assenza di esso, a spegnersi più tardi per difetto di liquidità, e si è chiarito che l'intervento fu principalmente motivato dal timore che tale decorso venisse turbato da una crisi valutaria.

La congiuntura di fine 1963 non è dissimile: il processo inflatorio perde vigore, ma può complicarsi di una crisi valutaria.

In effetti, l'atteggiamento di sfiducia nella lira e la connessa esportazione di capitale si acuirono nel primo trimestre del 1964, e soprattutto nel marzo, quando già la bilancia dei pagamenti si avvicina

nava al pareggio nelle partite correnti. In quel mese, l'Italia sollecitò ed ottenne prontamente, dagli organi internazionali e dagli Stati Uniti, linee di credito per circa 1 miliardo di dollari. Insieme con la tensione interna della liquidità e con gli altri fattori di spegnimento del *boom* ciò valse a limitare la fuga dalla lira. Lo sconto a termine nel cambio della lira col dollaro si ridusse nell'aprile-maggio; si allargò poi nuovamente nel giugno per la crisi di governo e per il rinnovo delle operazioni di vendita a termine che venivano a scadenza, da parte degli speculatori riluttanti a chiudere in perdita le loro posizioni: ciò che si piegarono a fare nell'autunno (fig. 1b, curva del cambio a termine).

Il semestre di transizione è dunque segnato da un intervento iniziale che chiude una delle fonti di alimentazione della liquidità, e da un intervento finale inteso a procurare mezzi di pagamento sull'estero, che poi non vengono usati perchè il ritorno della fiducia, favorito da tale azione, cumula i suoi effetti a quelli del ripristino, che già si è venuto realizzando, nell'equilibrio delle partite correnti.

Con riguardo alle forze che, dall'interno dello stesso sistema economico, operarono nella direzione di tale ripristino, il confronto tra il 1946-47 ed il 1962-63 sembra doversi stabilire nei termini seguenti.

Si è già accennato che nel 1946-47 l'equilibrio tra costi e prezzi era mantenuto grazie all'aumento dei prezzi interni, e l'equilibrio tra questi ultimi ed i prezzi internazionali era rinnovato di tempo in tempo, seppure non compiutamente, dal deprezzamento del cambio. In queste condizioni, il processo non alterava i risultati di esercizio delle imprese in misura preclusiva della sua continuazione; esso era governato piuttosto dal volume della liquidità disponibile nel sistema o somministrata dall'alto.

Nell'esperienza del 1962-63, invece, le aziende finanziano col ricorso al credito l'accrescersi dei costi d'esercizio, soprattutto di lavoro (oltre che per tributi e interessi passivi), ma una parte del reddito così creato, invece di ritornare ad esse in un flusso circolare, si dirige alle importazioni nette; la parte che rifluisce alle imprese non copre i costi dell'esercizio industriale. L'importazione netta stimola l'attività all'estero e la deprime all'interno, perchè, in assenza di margini e di

prospettive di profitto, le imprese riducono gli investimenti. Il settore di produzione dei beni di investimento entra in crisi. Nelle parole della Relazione della Banca d'Italia per il 1964 (pag. 487):

« La contrazione dell'attività di 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 provenienti da essi; in tal modo ha comunicato al settore dei beni di consumo, in specie 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 ».

Si deve quindi ritenere che, anche quando non intervenga ad accelerarne la fine il difetto di liquidità interna e di mezzi di pagamento sull'estero, un'espansione viziata dall'inflazione dei costi tende ad esaurirsi perchè dirotta verso l'estero il flusso dei redditi.

Questa conclusione verrà in seguito riconsiderata alla luce dell'esperienza del successivo periodo aprile 1964-settembre 1965.

8. Per una prima ricognizione dei caratteri di quest'ultimo periodo conviene tornare alla figura.

Il saggio annuo di incremento dei depositi, in declino dalla prima metà del 1963, ha continuato a cadere fino a toccare un minimo del 7 per cento nel terzo trimestre del 1964; la successiva ripresa lo ha risollevato oltre il 15 per cento alla data più recente (settembre 1965).

Il tasso di sviluppo della circolazione, che iniziò a cadere più tardi (verso la metà del 1963) e da valori più elevati, era ricondotto nel settembre 1964 al 5 per cento, ossia sotto il saggio di sviluppo minimo toccato dai depositi; la ripresa successiva è stata invece più lenta. Nel corso di questa si viene dunque correggendo il marcato spostamento dai depositi alla circolazione della fase inflazionistica.

La variabilità ciclica degli impieghi bancari si è confermata maggiore di quella della provvista anche nella fase di bassa congiuntura: il loro saggio di espansione annua è venuto cadendo dal livello altissimo (25 per cento) toccato nel terzo trimestre del 1963, fin quasi ad annullarsi nel primo trimestre del 1965; anche la ripresa successiva procede stentata. Il punto di svolta superiore degli impieghi (terzo trimestre 1963) coincide con quello nel valore delle importazioni; il

punto di svolta inferiore (marzo 1965) con quello del prodotto nazionale in termini reali (fig. 1a).

Lo spazio ricavato dal minor sviluppo degli impieghi, rispetto alla provvista, è stato occupato dagli investimenti in titoli e dalla sostituzione della liquidità bancaria, alla cui generazione concorre ora di nuovo, ed in misura prevalente, l'avanzo esterno (fig. 1b).

Per la misura dei vari fattori di variazione della liquidità occorre tornare alla tavola 1.

La liquidità creata nel periodo dalle operazioni della Banca d'Italia col Tesoro (719 miliardi) è stata poco superiore a quella applicata dalle banche alla riduzione del loro indebitamento verso la Banca d'Italia. La creazione di liquidità iscritta alla col. 5 risulta dunque quasi per intero dall'acquisizione di valuta alle riserve ufficiali, equivalente a 936 miliardi di lire e nascente da un avanzo di 1.572 miliardi, destinato per 636 a migliorare la posizione netta delle banche italiane verso l'estero.

Secondo quanto si è osservato alla nota (4), nella misura in cui applicano liquidità alla riduzione del debito sui conti di anticipazioni, le banche allargano il margine disponibile su tali conti, che qui viene trattato come un elemento della loro liquidità alla col. 8.

Il miglioramento della loro posizione netta verso l'estero ha assunto la forma di aumento delle attività (da 776 miliardi nel marzo 1964 a 1.312 nel settembre 1965) piuttosto che quella di riduzione delle passività (da 1.436 miliardi a 1.336 fra le stesse date). Poichè le attività in valuta vengono trattate (alla col. 6) come una componente della liquidità, nella misura in cui il miglioramento della posizione delle banche verso l'estero ha assunto tale forma, esso non ha inciso sulla liquidità bancaria.

Quando le banche siano vincolate dalle direttive dell'istituto di emissione a mantenere certi rapporti minimi fra le attività e le passività verso l'estero, le prime cessano di essere trattabili *in toto* come una componente della liquidità, perchè assumono in parte il carattere di riserva obbligatoria. In una presentazione che avesse tenuto conto di tale vincolo, accanto agli altri due fattori di assorbimento (circolazione e riserve obbligatorie) si sarebbe dovuto iscriverne un terzo, pari all'importo di attività sull'estero vincolate dalla direttiva.

Poichè una direttiva del genere è in atto attualmente (le banche essendo state nuovamente invitate a pareggiare la posizione sull'estero), il dato di

862 miliardi iscritto alla col. 9 supera l'importo della liquidità potenziale effettivamente disponibile costituitasi nel periodo.

La liquidità attuale e potenziale formatasi nel periodo viene registrata dalla tavola in 1.834 miliardi (risultando minore ma pur sempre imponente — circa 1.500 miliardi — quando si tengano in conto le avvertenze ora espresse nel testo). Essa è stata assorbita solo per una metà dall'espansione intervenuta nelle riserve obbligatorie e nella circolazione: per quest'ultima, il saggio d'incremento è ridisceso verso i livelli del 1960-61.

9. Al punto 7 si è sottolineato che il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti (ossia l'importazione netta di merci e servizi) assottiglia il flusso di spesa che si dirige alle imprese nazionali e tende a deprimerne i livelli di attività.

Tuttavia, questi possono sostenersi se quel flusso di spesa viene ingrossato da una o da entrambe le altre possibili fonti: il disavanzo di liquidità del settore privato (uso di liquidità precostituite, ricorso al credito bancario) e quello del settore pubblico (finanziamento del disavanzo di bilancio con mezzi monetari). In queste ipotesi, la persistenza del disavanzo estero non è incompatibile con quella di normali margini di profitto nel sistema delle imprese e quindi di livelli di attività elevati, fin quando le riserve valutarie ed il credito dell'estero sovverranno.

L'esperienza del 1964-65 indica che vale anche la reciproca: in una situazione di persistente ascesa dei costi di lavoro (fig. 1c) il flusso netto di spesa proveniente dall'estero (avanzo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti) non genera necessariamente margini di profitto atti a rianimare l'attività interna. Qui si propongono due linee di argomentazione intese a chiarire la constatata coesistenza, da quasi due anni, dell'avanzo esterno con la depressione dei profitti d'impresa.

a) In una situazione di normale redditività delle imprese, e di equilibrio dei conti con l'estero, alle imprese che producono beni di consumo si dirige anche un flusso di spesa tratto da redditi generati in quelle che producono beni di investimento, e che le imprese dei beni di consumo destinano al rinnovo degli impianti. Nelle congiun-

ture di profitti subnormali e bassi investimenti, questo flusso si assottiglia. Una parte delle capacità produttive di entrambi i settori (dei beni di consumo e dei beni di investimento) si rende disponibile per servire l'esportazione, ed il sistema economico nel suo insieme può realizzare un'esportazione netta. L'acquisizione di valuta traduce allora l'esistenza di quote di ammortamento non reinvestite e trova contropartita nella liquidità delle imprese (disponibilità di conto corrente).

b) Una parte dei redditi generati nell'attività produttiva viene risparmiata dalle famiglie: quando essa è convogliata all'investimento dagli intermediari finanziari rifluisce alle imprese. Quando l'investimento difetta, la domanda estera si surroga a quella interna mancante. L'acquisizione di valuta trova allora contropartita nei depositi a risparmio del settore delle famiglie.

Alla lunga, la formazione di disponibilità monetarie, in contropartita dell'acquisizione di valuta, eserciterà, in entrambi i casi distinti, un'influenza depressiva sui tassi d'interesse, sollecitando per questa via l'investimento. Ma la lentezza con cui il processo si svolge e produce i suoi effetti è ancora accresciuta da fattori istituzionali.

10. Nell'insieme del quinquennio sotto esame, l'economia italiana ha proceduto per forti accelerazioni e decelerazioni negli andamenti produttivi, e per oscillazioni assai ampie nelle grandezze più sensibili al clima congiunturale, quali il volume del credito e degli investimenti, la liquidità bancaria, la bilancia dei pagamenti.

Ad esprimere sinteticamente questo allontanamento dall'ordinato sviluppo degli anni cinquanta giova la tavola 4. Nel confronto degli ultimi cinque anni (1961-65) con gli otto precedenti (1953-60) si osservano: un declino ed una maggiore variabilità dei saggi dello sviluppo produttivo; un accrescimento più rapido delle remunerazioni in moneta; uno sviluppo a tasso immutato, ma una variabilità assai cresciuta dei depositi e degli impieghi bancari; uno sviluppo più celere e disuguale della circolazione dei biglietti.

Dalla seconda parte della tavola, si rilevano l'accresciuta importanza e variabilità dell'indebitamento delle banche verso la Banca d'Italia e la contrazione della liquidità bancaria. La maggiore varia-

bilità di questa nel primo periodo è da ricondurre principalmente all'ampio avanzo della bilancia dei pagamenti nel 1958-59 ed alla connessa formazione di liquidità.

TAV. 4

ANDAMENTO E VARIABILITÀ DI ALCUNE SERIE
NEL 1953-60 E NEL 1961-65

Serie	100 × valore medio		Coefficiente di variabilità	
	1953-60	1961-65	1953-60	1961-65
<i>Saggio annuo d'incremento:</i>				
PNL a prezzi costanti	6,2	5,2	0,23	0,42
Produzione industriale	8,7	6,3	0,35	0,55
PNL a prezzi correnti	7,9	10,7	0,14	0,22
Reddito da lavoro dipendente . .	8,7	13,9	0,17	0,40
Reddito pubblici dipendenti . . .	9,3	14,7	0,19	0,34
Guadagno medio orario operai dell'industria	4,4	12,1	0,33	0,33
Impieghi bancari	15,0	15,4	0,34	0,49
Depositi bancari	15,3	14,7	0,14	0,22
Circolazione	7,2	11,7	0,15	0,36
<i>Rapporti:</i>				
Investimenti lordi: PNL	22,2	23,8	0,06	0,10
Reddito da lavoro dipendente: reddito nazionale	54,4	60,5	0,02	0,06
Reddito da lavoro dipendente nell'industria: valore aggiunto . . .	49,7	54,5	0,01	0,06
Impieghi: depositi	74,4	75,4	0,04	0,04
Indebitamento delle banche verso la Banca d'Italia: depositi	4,5	5,1	0,17	0,28
Liquidità: depositi	10,1	6,2	0,20	0,15

Un carattere positivo dell'ultimo quinquennio è l'altezza del rapporto degli investimenti al reddito; essa è peraltro riconducibile ai primi tre anni.

La componente inflazionistica presente negli sviluppi descritti si è allargata dal 1962 alla prima metà del 1964; è stata poi nuovamente ristretta, a prezzo di una sensibile riduzione nei livelli di utilizzazione delle capacità produttive.

Una politica economica la quale assuma ad obiettivo prioritario di ricomporre un equilibrio non inflazionistico intorno a livelli di occupazione più elevati dovrà, riteniamo, promuovere l'accumulazione nei vari centri di produzione e di spesa: atteggiandosi in tutti i modi appropriati a tal fine nei confronti di quelli privati (imprese, famiglie) e con la severità amministrativa in quelli pubblici: lo Stato, gli enti locali, le aziende pubbliche. Occorrerà trarre le debite conseguenze dal riconoscimento che alcuni fattori i quali hanno sostenuto lo sviluppo negli anni cinquanta (illustrati in due degli studi compresi nel volume) operano ora con minor forza.

Fornito di questa minor spinta iniziale, lo sviluppo procede condizionato da numerosi vincoli. Taluni (l'economia aperta, il cambio fisso) sono atti a favorirlo, purchè non entrino in conflitto con altri: ci riferiamo soprattutto, alla luce delle analisi compiute nel volume, al costo del lavoro ed a quello della pubblica amministrazione. Dalla figura 1 c si rileva come la flessione congiunturale del 1964 non abbia fermato l'inasprimento di questi costi.

Altri vincoli rispondono ad esigenze politiche, le quali talvolta si colorano di demagogia od ignorano l'interdipendenza dei fenomeni economici. Tali sono alcune delle esigenze che vengono fatte valere in ordine alla distribuzione del reddito; all'assetto produttivo: diffusione dell'impresa pubblica, dimensioni dell'impresa privata; ai prezzi: fitti delle abitazioni, tariffe dei servizi pubblici, tassi d'interesse facilitati; alla stabilità dell'impiego: nel settore pubblico, in singoli rami produttivi o centri abitati, nella singola impresa.