

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

PAOLO BAFFI

NUOVI STUDI SULLA MONETA



MILANO - DOTT. A. GIUFFRÈ EDITORE - 1973

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

PAOLO BAFFI

NUOVI STUDI SULLA MONETA



MILANO - DOTT. A. GIUFFRÈ EDITORE - 1973

TUTTE LE COPIE DEVONO ESSERE TIMBRATE DALLA S.I.A.E.

TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

(1973) Tipografia MORI - 21100 VARESE - VIA F. GUICCIARDINI 66

PRESENTAZIONE

Il titolo assegnato a quest'opera vuole sottolineare la continuità degli interessi dell'autore e la successione nei tempi di pubblicazione rispetto ai saggi contenuti nel volume di «Studi sulla moneta» apparso nella stessa collana qualche anno fa. Come allora, sono trattati temi internazionali, interni e di analisi che l'evoluzione monetaria è venuta proponendo, od imponendo, alla mia attenzione di dirigente dell'istituto di emissione.

Questi nuovi studi appartengono agli anni dal 1966 al 1971, salvo l'ultimo che è fresco d'inchiostro e che rappresenta un ritorno mentale ad epoca non remota nella quale la rivalutazione della moneta in termini di merci poteva ancora darsi.

In appendice presento la rievocazione scritta in morte di Giorgio Mortara, che ebbe una parte importante nel riassetto e nello sviluppo delle ricerche economiche presso la Banca d'Italia.

*Rispetto ai testi originali, sono stati aggiunti commenti alla fine di alcuni saggi e note a piè di pagina: gli uni e le altre distinti da due asterischi (**).*

INDICE

	<i>Pag.</i>
<i>Presentazione</i>	v
L'inflazione in Europa	1
L'inflazione nell'Europa occidentale e le monete di riserva	21
La liquidità internazionale e la riforma del meccanismo di aggiustamento (Commento a Scitovsky)	49
Il movimento dei salari e della bilancia dei pagamenti nella recente esperienza italiana e internazionale	59
Metodi e programmi di azione monetaria in Italia: uno sguardo a due decenni	79
La rivalutazione del 1926-27, gli interventi sul mercato e l'opinione pubblica	101
<i>Appendice: Giorgio Mortara e la Banca d'Italia</i>	123

L'INFLAZIONE IN EUROPA (*)

1. *Ambito della ricerca.* — Nel trattare di problemi europei, ci si imbatte immediatamente nell'iniziale difficoltà di definire la stessa Europa: quando con essa si abbraccia anche l'Unione Sovietica e la Turchia, l'area comprende non meno di 28 stati sovrani, senza contare altri 6 minuscoli paesi, con territorio non più grande di una città. Dei 28 paesi maggiori, 9 hanno una pianificazione centralizzata, 6 sono membri della Comunità economica europea, 2 (Grecia e Turchia) sono associati a quest'ultima, 7 fanno parte dell'Associazione europea di libero scambio; i rimanenti 4 sono la Spagna, la Finlandia, l'Irlanda e l'Islanda.

La Relazione economica delle Nazioni Unite per l'Europa tratta di questo eterogeneo insieme nel modo seguente. In appositi capitoli si parla dell'Europa orientale e dell'Unione Sovietica, cioè delle economie a pianificazione centralizzata; in quelli concernenti l'Europa occidentale, speciali note riguardano la Jugoslavia e separate sezioni sono dedicate ai paesi meridionali, cioè all'area mediterranea, nella quale però non è inclusa l'Italia; grazie al nostro sviluppo economico, ci viene assegnato lo *status* di nordici.

Tralasciando l'Est e il Sud, non ci resta che l'Europa centrale e nord-occidentale, un'area piuttosto piccola che comprende i paesi sviluppati ad economia di mercato. Tre buoni motivi mi inducono a limitarmi a questi ultimi. La prima e decisiva ragione è la mia scarsa conoscenza di quanto accade nei vari paesi dell'Europa orientale e meridionale; la seconda, è il tempo a disposizione; la terza, è la diversità dei tre tipi di processo inflazionistico di cui, altrimenti,

(*) Relazione letta ad una giornata di studio sull'inflazione (New York, Waldorf Astoria, 22 settembre 1966) promossa dalla casa Model, Roland & Co., Inc., che ha pubblicato il testo inglese. La versione italiana è apparsa su *Bancaria*, n. 9, settembre 1966.

dovrei trattare. Le economie pianificate non sembrano soffrire dell'inflazione dei redditi in misura simile alla nostra, ma piuttosto di sfasamenti tra la scheda di offerta e quella di domanda, che si manifestano in deficienze di beni richiesti da una parte e accumulazione di scorte di beni invendibili dall'altra. Nell'area mediterranea condizioni estreme di domanda eccessiva hanno prevalso a volte in alcuni paesi, specialmente in Turchia e in Jugoslavia. Le economie sviluppate dell'Europa occidentale sono invece afflitte dall'inflazione strisciante.

Mi limiterò a quest'ultima, avendo riguardo all'esperienza della Comunità economica europea, che per i nostri fini comprende 5 paesi, essendo il Belgio e il Lussemburgo dal punto di vista monetario un'unica entità, e a quella dei 6 paesi appartenenti all'Associazione europea di libero scambio, avendo di quest'ultima tralasciato il settimo, cioè il Portogallo. Nel complesso, le mie affermazioni saranno basate su quanto conosco degli avvenimenti monetari in questi 11 paesi.

Darò qualche indicazione sulla misura dell'inflazione, e la farò seguire da una sommaria discussione delle origini di questa. Dalla misurazione e discussione del fenomeno deriverò, nella parte conclusiva, alcune osservazioni circa problemi attuali di politica economica.

2. *Il tasso d'inflazione.* — Per una misura dell'inflazione, tre distinti casi sono da considerare: quello piuttosto irrealistico di una economia di mercato chiusa verso il mondo esterno, nella quale, quindi, l'eccesso di domanda si traduce interamente in aumento dei prezzi; quello di una economia controllata, nella quale l'aumento dei prezzi può essere impedito ma l'inflazione è soltanto repressa; quello, infine, di una economia aperta, nella quale l'eccesso di domanda può essere assorbito in qualche misura da importazioni nette, le quali trasmettono la tensione inflazionistica ai paesi esportatori netti.

Da esaminare in questa sede è soltanto l'ultimo caso, nel quale un eccesso di domanda interna rispetto alle risorse non necessariamente genera un aumento dei prezzi e, viceversa, prezzi in aumento non necessariamente implicano una tensione della domanda interna.

In un ambiente internazionale caratterizzato da prezzi stabili, l'eccesso di domanda in un paese può defluire quasi integralmente sotto forma di importazioni addizionali, invece di manifestarsi in aumenti di prezzi; d'altra parte, questi ultimi possono essere dovuti interamente alla domanda estera. Questi casi estremi non sono più tanto lontani dalla realtà dell'Europa occidentale: i dazi doganali sono attualmente molto bassi e tra breve si annulleranno del tutto all'interno della Comunità economica europea; inoltre, i paesi europei altamente sviluppati hanno raggiunto, rispetto agli Stati Uniti, un elevato grado di integrazione economica con il resto dell'Europa e del mondo. Nel 1964 le esportazioni di beni e servizi da parte degli Stati Uniti rappresentavano il 6 per cento del prodotto nazionale lordo. Per i nostri 11 paesi dell'Europa occidentale, il rapporto è stato del 22 per cento, contro il 13 nel 1938. Esso ha raggiunto punte massime del 31 per cento in Svizzera, del 38 nel Belgio-Lussemburgo, del 44 in Norvegia e quasi del 50 per cento in Olanda. In altre parole, per diversi paesi il totale delle importazioni e delle esportazioni sta raggiungendo l'ordine di grandezza del rispettivo prodotto nazionale.

In tali condizioni, l'eccesso di domanda di un paese tende a propagarsi per mezzo delle importazioni nette alle economie con le quali il paese mantiene rapporti commerciali. Conseguentemente, per misurare le tensioni inflazionistiche, è essenziale considerare congiuntamente l'andamento dei prezzi e quello delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Nel far ciò, prenderò in considerazione un dodicennio, usando come anno base il 1953, quando gli effetti secondari della guerra coreana si erano in gran parte esauriti, e tratterò separatamente, quando sarà opportuno, dell'ultimo quinquennio durante il quale l'inflazione strisciante ha ripreso il suo corso con rinnovato vigore, dopo una pausa nel 1959-1960. Rivolgerò l'attenzione dapprima ai prezzi, quindi all'andamento della bilancia dei pagamenti.

I prezzi ingrosso sono determinati soprattutto da fattori esterni, mentre le condizioni interne hanno un maggior peso sui prezzi al consumo. Tuttavia, anche questi ultimi mostrano per l'Europa occidentale, nel periodo esaminato, una sorprendente uniformità di andamento, sia nel corso degli anni sia tra i diversi paesi. Poichè il

nostro gruppo include paesi la cui importanza economica è molto diversa, nel calcolare le medie di gruppo si sono usati come pesi i rispettivi prodotti nazionali del 1958. Inoltre, sono stati distinti due sottogruppi in base alla vicinanza geografica, ai rapporti commerciali, alle politiche monetarie e soprattutto all'andamento della bilancia dei pagamenti; da una parte i continentali, cioè i paesi del MEC, la Svizzera e l'Austria, con una bilancia dei pagamenti piuttosto forte; dall'altra il Regno Unito e i tre paesi scandinavi, tutti e quattro membri dell'EFTA, più vulnerabili sotto l'aspetto esterno. I risultati sono i seguenti: nel sottogruppo continentale i prezzi al consumo sono aumentati ad un tasso annuo che è stato del 2,5 per cento tra il 1954 e il 1958, si è abbassato leggermente al 2,3 nel 1959-1960 ed elevato al 3,6 per cento nel 1961-65. Per il sottogruppo anglo-scandinavo, l'andamento è stato simile: dal 3,1 il tasso è sceso all'1,0 e quindi è risalito al 3,7. Complessivamente, per l'intero dodicennio, esso è stato del 3,0 per cento l'anno in ambedue i raggruppamenti. Risultati non molto diversi si ottengono utilizzando i deflatori del prodotto nazionale; sia per i continentali sia per gli anglo-scandinavi, il tasso annuale di aumento si è commisurato nuovamente al 3,0 per cento tra il 1954 e il 1960 ed è salito al 4,3 per cento per i primi e al 3,3 per i secondi durante il successivo quinquennio. Lasciando da parte i dati della Francia per il 1958, che riflettono l'aggiustamento seguito alla svalutazione, l'intervallo in cui sono comprese le 131 variazioni annuali è il seguente: per i prezzi al consumo da — 0,7 (Svizzera nel 1959) a 8,1 (Danimarca nel 1962); per il deflatore del prodotto nazionale da — 0,5 (Italia nel 1959) a 8,7 (Italia nel 1963); il coefficiente di variazione per ambedue i gruppi di dati è di 0,5.

Sia detto per inciso, l'aumento dei prezzi durante il dodicennio è stato doppio rispetto a quello degli Stati Uniti.

È superfluo ripetere che, per valutare le pressioni inflazionistiche, gli andamenti dei prezzi debbono essere considerati congiuntamente ai risultati della bilancia dei pagamenti. Quando si tenga conto di questi ultimi, i paesi del MEC, l'Austria e la Svizzera sembrano aver fatto meglio del Regno Unito e della Scandinavia. Nel dodicennio, le loro esportazioni nette di beni e servizi sono state pari in media allo 0,7 per cento del prodotto nazionale. Se queste

risorse fossero state utilizzate all'interno, *ceteris paribus*, l'aumento medio dei prezzi sarebbe stato del 2,3 per cento l'anno, contro il 3 per cento degli anglo-scandinavi, la cui bilancia dei pagamenti ha avuto un saldo nullo. Per il quinquennio 1961-65, tuttavia, la pressione inflazionistica, misurata nella maniera anzidetta, dà all'incirca gli stessi risultati per ambedue i sottogruppi, cioè 3,8 e 3,7 per cento.

Prima di abbandonare i confronti di prezzo vorrei menzionare che, escludendo l'effetto di rivalutazione in Germania e in Olanda, il rapporto tra i prezzi all'esportazione e quelli interni nel periodo considerato ha avuto una tendenza decrescente, molto più forte nei paesi del MEC che nel Regno Unito. In qualche misura la flessione nei paesi del MEC può riflettere un effetto di mercato comune, le imprese di esportazione avendo sviluppato produzioni di massa a costi decrescenti per soddisfare le esigenze di un mercato di nuova formazione e in celere espansione.

La misura nella quale l'eccesso di domanda si riversa all'estero sotto forma di importazioni nette può essere stabilita confrontando la parte del flusso totale dell'eccesso di domanda che è assorbita da aumenti di prezzo con quella che si traduce nel peggioramento del saldo verso l'estero. Un deterioramento di quest'ultimo pari all'1 per cento del prodotto nazionale assorbirà un eccesso di domanda pari a quello assorbito da un aumento dell'1 per cento nel livello generale dei prezzi. Dato lo stato di diffusa inflazione, bisognerà riferirsi agli effetti di bilancia dei pagamenti come scostamenti dalla « norma » inflazionistica, che per il nostro gruppo di paesi e per il periodo considerato è stata, come si è visto, del 3 per cento.

Il quadro è, talora, offuscato dalla presenza di fattori particolari. Nel caso di piccoli paesi, specializzati in uno o in pochi prodotti per l'esportazione, e perciò soggetti ad ampie fluttuazioni nelle ragioni di scambio, la bilancia dei pagamenti tenderà a riflettere lo stato del mercato per quei prodotti. Inoltre, in un paese che abbia svalutato la propria moneta, l'eccesso di domanda può essere assorbito integralmente per qualche tempo dai prezzi in aumento, nel processo di aggiustamento all'insù che segue la svalutazione; tale è stata l'esperienza della Francia nel 1958. Infine, l'importanza relativa dei due effetti dipenderà dall'ampiezza e dall'intensità del commercio estero di ogni singolo paese. Quando il paese che in-

flazionaria è molto piccolo rispetto agli altri con i quali ha rapporti commerciali e la sua integrazione nel mercato mondiale è molto alta, l'effetto di bilancia dei pagamenti sarà particolarmente importante; i paesi del Benelux e la Danimarca sono in questa posizione. Allorchè il paese in cui si espande la domanda è molto grande e il suo commercio estero modesto, l'effetto principale sarà quello di prezzo.

Tuttavia, si può sicuramente arguire dalle cifre che, quando in un paese la domanda monetaria cresce ad un tasso che differisce sostanzialmente dal saggio medio delle economie con le quali esso ha rapporti commerciali, l'eccesso o la carenza di domanda si riflette nella maggior parte dei casi in variazioni sia nella bilancia dei pagamenti sia nei prezzi. L'effetto di bilancia dei pagamenti per una data variazione della domanda monetaria totale sarà tanto maggiore quanto più ampia è la sua componente inflazionistica, cioè sarà maggiore per variazioni dovute ad aumenti di prezzo (che di per se stessi esprimono la resistenza dell'economia a produrre di più, ed assorbono una parte dell'eccesso di domanda) che per un'uguale variazione dovuta all'espansione nel volume del prodotto nazionale.

Gli effetti di bilancia dei pagamenti dovuti ai differenziali nazionali nell'eccesso di domanda sono stati notevoli non soltanto in periodi di alta congiuntura dovuta agli investimenti e di esplosione salariale (Italia del 1962-63, Germania del 1965, Regno Unito e Olanda del 1964) ma anche nelle successive fasi di riaggiustamento. È stata questa l'esperienza italiana particolarmente del 1965 ed è ora quella tedesca e britannica.

L'importanza dell'effetto di prezzo mostra che vi è una certa autonomia, anche se limitata, dei prezzi nel breve periodo: per ogni paese, grande o piccolo. In generale, il prodotto nazionale è costituito, per quota considerevole, di servizi tra cui quelli dell'abitazione, di certe derrate alimentari e di altre componenti che non influenzano direttamente i prezzi all'esportazione. Ma i prezzi dei beni e servizi scambiati all'interno del paese pesano nelle negoziazioni salariali e possono anche dar inizio alla spirale prezzi-salari attraverso i meccanismi di scala mobile; in questo successivo passaggio, essi prendono figura di costi per l'industria. La disciplina della bilancia dei pagamenti finirà col farsi sentire, ed ogni paese

che abbia superato il tasso d'inflazione dei paesi con i quali intrattiene rapporti commerciali dovrà adeguare il proprio all'altrui ritmo. E, infatti, per il dodicennio gli 11 paesi considerati si addensano intorno al tasso medio del 3 per cento.

Potreste farmi osservare che vi sto offrendo indicazioni molto sommarie su cose addirittura ovvie: lo faccio perchè mi preme che serbiare in mente un fatto rilevante per le implicazioni di politica economica, ossia che anche in un'area commerciale fortemente integrata sul piano internazionale, quando un paese allarga la domanda monetaria più degli altri, la differenza viene assorbita, nel breve periodo e in misura considerevole, da un aumento nel livello dei prezzi interni. Conseguentemente, questi ultimi si muovono con onde moderate intorno al tasso medio di aumento dei prezzi per l'intera area.

Dagli andamenti osservati dei prezzi e della bilancia dei pagamenti inferisco che durante gli anni cinquanta e la prima metà degli anni sessanta i paesi dell'Europa occidentale sono andati convergendo verso una comune via di inflazione, lungo la quale marciano ora in ranghi serrati a passo sostenuto. A spingerli innanzi sembra essere per tutti un medesimo insieme di forze economico-sociali, e l'ordine nei ranghi viene mantenuto dai vincoli esterni degli scambi internazionali liberi e dei tassi di cambio fissi.

3. *L'origine dell'inflazione.* — Queste considerazioni mi portano alla seconda parte, ossia al problema dell'origine dell'inflazione. Il dibattito principale è naturalmente quello tra le teorie dell'inflazione da domanda dell'inflazione da costi.

Nell'eccellente rapporto sul problema dei prezzi crescenti, presentato nel 1961 all'OECE da sei eminenti economisti, gli autori hanno potuto definire per ogni paese — sulla base delle vedute loro espresse dalle autorità monetarie dei vari paesi nonché delle proprie valutazioni — i periodi di domanda eccessiva, ossia di tensione delle risorse fisiche, o di scarsità di mano d'opera, o le due cose insieme. Essi hanno trovato periodi di domanda eccessiva in tutti i paesi sviluppati dell'Europa occidentale, ad eccezione dell'Italia, la quale però ha avuto anch'essa un periodo siffatto in epoca successiva. Ma essi hanno anche assegnato un ruolo inflazionistico au-

tonomo agli aumenti salariali dovuti al potere dell'organizzazione sindacale.

Studi empirici, compiuti soprattutto in Inghilterra, sembrano provare in maniera conclusiva che i salari, mentre reagiscono prontamente agli aumenti nel costo della vita e nella domanda di lavoro, hanno una tendenza intrinseca ad aumentare di un tanto all'anno anche in assenza di un eccesso di domanda e con un costo della vita stabile. La conseguente tensione inflazionistica può essere o può non essere assorbita dall'accrescersi della produttività. Nell'Europa occidentale è stata interamente assorbita, durante gli anni cinquanta, solo in quei periodi e paesi (quali l'Italia e la Germania) nei quali per ragioni particolari il miglioramento della produttività è stato molto rapido. Di regola, l'assorbimento è stato parziale, ed ha lasciato un residuo inflazionistico che è alla base del constatato generale aumento dei prezzi nella misura annuale del 3 per cento. Si deve notare a questo riguardo che l'eccedenza dell'aumento dei salari su quello della produttività non è stata maggiore nel Regno Unito che altrove. Il problema di quel paese nel campo dei rapporti di lavoro sembra risiedere in una struttura sindacale arcaica e in pratiche di lavoro che rattengono l'aumento della produttività. La spinta verso una maggiore produttività potrà dunque occupare per il prossimo avvenire, nella politica del lavoro del Regno Unito, un posto altrettanto importante quanto il contenimento salariale.

La pura inflazione da salari è caratterizzata da uno spostamento nella ripartizione del reddito verso il lavoro dipendente; dalla riduzione negli investimenti, causata dalla contrazione dei margini di profitto; dalla tendenza delle tariffe salariali ad accrescersi più dei salari di fatto e dalla caduta dei livelli di occupazione. Queste caratteristiche si ritrovano tutte nell'esperienza italiana del 1964. Ma le economie moderne sono generalmente mantenute ad un regime di domanda così elevato che il più delle volte il fattore domanda ed il fattore costo concorrono a tener vivo il processo inflazionistico.

Quale che sia l'origine dell'inflazione, il processo potrà svilupparsi solo a patto che la massa monetaria venga allargata, grosso modo in proporzione con l'elevarsi dei livelli di prezzo e di reddito reale.

Come ben sapete, la creazione di moneta da parte della banca centrale può risultare dall'espansione dei crediti (e altre attività) sull'interno, o di quelli sull'estero, o degli uni e degli altri congiuntamente. In un ambiente inflazionistico, la creazione di moneta risultante dall'espansione dei crediti sull'interno incontrerà più resistenza, da parte della banca centrale, di quella risultante dall'espansione delle attività sull'estero (oro e valute estere). All'espansione derivante dalla componente estera la banca centrale consente facilmente. In effetti, le regole del tallone aureo volevano che nel caso di un afflusso di oro anche la creazione interna di credito venisse allargata, così da accelerare il processo riequilibratore. In questo caso, i nostri antenati erano, si direbbe, non meno espansionisti di noi. Ma la regola da essi stabilita riguardava il *gold standard*, non il *gold exchange standard*, e per di più non venne mai seguita.

Nei riguardi delle fonti della massa monetaria, l'esperienza degli anni e dei paesi sotto rassegna ci presenta una varietà di situazioni, le quali riflettono linee di politica monetaria diverse da paese a paese e nel tempo. Questa diversità può essere resa con evidenza considerando il modo in cui le autorità, nel governo della massa monetaria, hanno reagito alle influenze, in senso di espansione o di contrazione, emananti dalla bilancia dei pagamenti. Di fronte alla influenza espansiva dell'avanzo esterno, si possono distinguere tre linee di condotta.

La linea più austera è quella che venne seguita dalla Germania e dall'Olanda negli ultimi anni precedenti la rivalutazione del 1961. In quegli anni, la bilancia dei pagamenti di entrambi i paesi segnò avanzi importanti, il cui effetto creativo di liquidità venne largamente compensato dagli avanzi di cassa del settore pubblico. La politica fu dunque di evitare di importare inflazione: la rivalutazione del marco tedesco e del fiorino intervenuta nel 1961 fu perfettamente coerente con tale politica.

Una seconda linea, un po' meno esigente, fu quella adottata dall'Olanda dopo la rivalutazione, e seguita coerentemente, fino dal ripristino della convertibilità nel 1958, da parte di alcuni paesi minori, fra cui l'Austria, la Norvegia e la Svizzera. Questi paesi non hanno neutralizzato l'effetto creativo di liquidità dell'avanzo esterno, ma non hanno consentito una sostanziale creazione aggiuntiva

di liquidità interna. La Svizzera e la Norvegia avevano specialmente ragione di seguire una tale politica, per essere il loro avanzo esterno dovuto ad importazione di capitale.

La terza, e anche meno severa linea, è quella seguita, in ispecie dalla Germania dopo la rivalutazione, e costantemente dalla Francia e dall'Italia, consistente nel rafforzare l'effetto espansivo dell'avanzo esterno mediante la creazione interna di credito.

Le tre linee fin qui ricordate si riferiscono al caso di un avanzo esterno. Ma la linea di condotta più espansiva è quella seguita dai paesi in disavanzo, quando compensano mediante la creazione interna di liquidità l'effetto restrittivo del disavanzo esterno.

Quando si faccia il bilancio della influenza esercitata da queste quattro diverse linee di condotta, si constata che il clima monetario ha specialmente risentito delle politiche più espansive, che sono quelle adottate dai maggiori paesi. I due paesi con moneta di riserva hanno scelto di compensare, in tutto o in parte, gli effetti restrittivi dei loro disavanzi esterni. I tre maggiori paesi continentali dell'Europa occidentale hanno scelto, almeno dal 1961, di rafforzare la creazione di liquidità di origine esterna mediante l'espansione del credito all'interno. L'influenza restrittiva delle politiche più austere è stata soltanto alla stregua dei piccoli paesi che le hanno praticate.

L'espansione del prodotto nazionale nel nostro gruppo di paesi durante i 12 anni in discussione è stata vicina al 5 per cento annuo a prezzi costanti e all'8 per cento a prezzi correnti; l'espansione della domanda monetaria ha dunque superato del 60 per cento circa il flusso addizionale di risorse reali. Sorprende che il vento dell'inflazione abbia soffiato così forte in alcuni paesi da rendere insufficiente questo spazio di deriva inflazionistica e da farli incagliare in crisi di bilancia dei pagamenti.

Il verificarsi di queste deve probabilmente ascriversi a tre fattori. Il primo è l'elasticità con cui, in un'area compatta ed altamente integrata, le importazioni e le esportazioni di un paese rispondono all'eccesso di domanda interna. Ho trattato brevemente questo punto quando ho considerato le proporzioni in cui l'eccesso di domanda interna tende a distribuirsi tra i prezzi interni e la bilancia esterna. Il secondo è costituito dalle esplosioni salariali, causate da una forte

domanda interna od estera di mano d'opera in un gruppo di economie mantenute su livelli di piena occupazione o di sovroccupazione. Il terzo risiede nei movimenti perversi di capitale, e nei mutamenti dei termini di pagamento, dovuti all'attesa di cambiamenti nelle parità di cambio.

In Francia e in Germania, i guadagni per occupato, nel quinquennio 1961-65, sono aumentati in ragione del 9 per cento annuo, di fronte ad un aumento del prodotto nazionale per occupato uguale in termini reali al 4 per cento.

Durante il triennio 1962-64, i redditi *pro capite* da lavoro sono aumentati nell'economia italiana del 56 per cento. Durante il biennio 1964-65, essi sono aumentati in Olanda del 27 per cento. Questi sono chiari esempi di esplosione salariale, che hanno recato seco, in Italia durante il 1963, in Olanda durante il 1964, un peggioramento nel saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti pari al 2 per cento circa del prodotto nazionale.

Il raggiungimento, durante la prima metà degli anni sessanta, di condizioni di pieno impiego ha influenzato la relazione tra i movimenti salariali e quelli della produttività in senso destabilizzatore. Durante gli anni cinquanta, il tasso di progressione dei salari fu piuttosto uniforme. Di conseguenza, la sua eccedenza rispetto a quello della produttività si accresceva, di regola, nelle fasi di rallentamento della produttività associato a rallentamenti produttivi. Negli anni sessanta, questa relazione si è trovata spesso rovesciata, perchè negli anni di maggiore sviluppo produttivo l'accentuarsi della scarsità di mano d'opera ha accelerato la corsa dei salari. In queste nuove condizioni, è avvenuto talvolta, paradossalmente, che i problemi dell'inflazione salariale e dell'equilibrio esterno si acutizzassero durante le fasi di rapido aumento della produzione e della produttività.

4. *Il processo di aggiustamento.* — Posso ora volgermi dalla descrizione dei passati avvenimenti e politiche alla discussione sommaria di alcune alternative e suggerimenti che a noi si propongono. Cercherò di rispondere a due quesiti, ossia 1) se, in economie aperte e con tassi di cambio fissi, il processo di aggiustamento cui un paese deve sottostare per correggere un disavanzo esterno sia troppo severo

in termini di livelli di reddito e di occupazione, e 2) se gli strumenti di politica economica necessari perchè esso si realizzi siano sufficienti e vengano adoperati nelle proporzioni adatte. La risposta ai due quesiti mi porterà ad esprimere una valutazione del fondamento di tre esigenze che vengono oggi prospettate — per l'accrescimento della liquidità internazionale, per un migliore coordinamento fra le politiche nazionali di stabilizzazione, e per l'attuazione di una politica dei redditi.

Nelle condizioni osservate nei paesi e durante il periodo sotto rassegna (ossia, dato quel tasso medio di inflazione, e fermi quei vincoli istituzionali) ogni paese può permettersi, o piuttosto è costretto ad accettare una inflazione dei prezzi pari al 3 per cento, e può espandere la domanda in misura un po' maggiore, senza che questo espliciti una incidenza disastrosa sulle riserve valutarie. Nel gruppo formato dai paesi del Mercato comune, più l'Austria e la Svizzera, le riserve valutarie alla fine del 1965 erano uguali all'8,6 per cento del prodotto nazionale dell'anno. Mediamente, un paese di questo gruppo il quale segua, diciamo, una linea di espansione della domanda monetaria in ragione del 10 per cento annuo, sarà protetto contro gli effetti negativi sulla bilancia dei pagamenti: in una misura aggirantesi fra il 3 ed il 5 per cento, dalla espansione nel volume della produzione, e per un altro 3 per cento dall'inflazione all'estero. Una quota compresa fra la metà e i quattro quinti del residuo 2-4 per cento sarà assorbita nel breve periodo dall'aumento relativo dei prezzi interni. Il peggioramento nella bilancia dei pagamenti sarà compreso grosso modo fra lo 0,5 e il 2 per cento del prodotto nazionale: in un anno, questo comporterà nel peggiore dei casi la perdita di poco più di un quinto delle riserve valutarie. Il paese ha dunque a disposizione molto tempo per rimettersi in linea. Nel gruppo anglo-scandinavo, nel quale la consistenza media delle riserve valutarie alla stessa data era pari al 3,8 per cento del prodotto nazionale, la perdita di riserve in un anno potrebbe arrivare alla metà della loro consistenza. Siamo quindi in presenza di una situazione di maggiore pericolo, sulla quale possono facilmente innestarsi avversi movimenti di capitale. Ma contro questi le autorità monetarie non sono impotenti. Nel mio paese, la crisi del 1963 causò un largo deflusso di fondi non bancari, il quale tuttavia fu

più che compensato dal ricorso delle banche italiane al mercato monetario internazionale, che fruttò 1.200 milioni di dollari in 12 mesi. Se le autorità sono ben decise a mantenere la parità di cambio, esse possono con una appropriata azione sul mercato dei cambi ridurre il costo della copertura a termine in modo da mantenere il pieno gioco del tasso d'interesse nell'attrarre fondi. Inoltre, secondo gli accordi monetari in atto, un paese bisognoso può contare su un'ampia assistenza a breve termine dalle banche centrali e da altre fonti.

La tendenza ascendente dei prezzi all'estero renderà anche meno penoso il contenimento della domanda da parte del paese in difficoltà. Il paese dovrà abbassare temporaneamente il suo tasso d'inflazione al di sotto di quello medio per raddrizzare la situazione esterna, ma non avrà bisogno di arrivare ad una deflazione dei prezzi e dei salari in termini assoluti. Ancora, nel caso in cui il disavanzo esterno sia insorto in conseguenza di un *boom* (e il caso è frequente) di regola il paese si troverà ad avere portato i salari di fatto oltre le tariffe. In questo caso, l'aggiustamento verso il basso dei guadagni avverrà principalmente riportando i salari pagati di fatto in linea con quelli contrattuali, e mediante la riduzione delle ore lavorate, senza che i salari debbano inflettersi verso il basso o che debba crearsi una larga disoccupazione.

Nei miei cenni sommari sulla fase di aggiustamento non ho introdotto finora il movimento internazionale dei fattori di produzione. Ma l'Europa occidentale, e in misura minore il mondo occidentale, stanno avviandosi alla situazione di un mercato nel quale il capitale d'investimento, il lavoro e l'impresa si muovono obbedendo alle sollecitazioni della convenienza economica. Voi conoscete bene la gara dei saggi d'interesse, che prende gli aspetti di una vera lotta tendente a spostare i fondi a breve e a lungo termine da paese a paese, e da continente a continente.

Ma siete forse meno al corrente della notevole mobilità che la mano d'opera manifesta nell'ambito europeo. L'emigrazione avviene principalmente dall'area mediterranea, non ancora pienamente sviluppata, verso i mercati dell'Europa centrale e settentrionale ove essa vale ad alleviare la scarsità di mano d'opera. Ma di maggiore interesse per la nostra analisi sono i movimenti all'interno di questa

area sviluppata. Il richiamo di salari più elevati ha promosso l'emigrazione dall'Olanda verso i paesi vicini, e questa ha contribuito in qualche misura all'esplosione salariale in Olanda, che può considerarsi parte del processo di convergenza dei livelli salariali nazionali verso un salario europeo in via di definirsi. L'emigrazione di mano d'opera italiana verso l'Europa centrale e settentrionale è un tratto antico del mercato europeo del lavoro, ma il *boom* del 1961-63 provocò anche in Italia una tensione nel mercato della mano d'opera che rattenne l'emigrazione. Allo svilupparsi dell'inflazione salariale, la domanda di lavoro in Italia declinò e l'emigrazione verso il resto dell'Europa riprese massiccia. Nell'edilizia e negli appalti di lavori pubblici, le imprese italiane svilupparono l'attività all'estero, spesso usando mano d'opera ora nuovamente disponibile per impiegarsi lontano da casa.

Da questi ed altri simili esempi, si può inferire che nei paesi dell'Europa occidentale il processo di adattamento, da parte delle imprese e della mano d'opera, ai cambiamenti nel volume della domanda interna, assume oggi le forme tipiche degli scambi interregionali piuttosto che di quelli internazionali. Nello svolgersi di tale processo, il reddito nazionale, quando la nazione sia definita dai cittadini piuttosto che dal territorio, può sostenersi su livelli sostanzialmente superiori a quelli della domanda interna in virtù di due fattori, o se volete di due gradi di libertà: costituiti dal flusso di reddito proveniente dalla vendita all'estero di beni e servizi prodotti all'interno e da quello derivante dall'applicazione all'estero degli stessi fattori nazionali di produzione — la mano d'opera, il capitale e l'impresa.

Concludo che le riserve valutarie esistenti sono generalmente sufficienti a finanziare il disavanzo esterno lungo il lasso di tempo necessario affinché il processo di aggiustamento si compia, e che questo segue strade meno penose, in termini di reddito e di occupazione, di quanto spesso si supponga. E mi volgo al secondo quesito.

Mentre la politica monetaria porta, con limitato successo, il peso maggiore del controllo dell'inflazione, l'opinione si va spostando in Europa, come negli Stati Uniti, verso un maggiore ricorso alla politica di bilancio ed a quella dei redditi. Questo spostamento è stato incoraggiato dalla ripetuta esperienza di situazioni infla-

zionistiche nelle quali la spinta dei costi è stata importante, la perdita di reddito, cui si va incontro quando la politica monetaria è chiamata a combattere l'inflazione dei costi, essendo certamente maggiore che quando l'inflazione sia principalmente dovuta a un disavanzo di bilancio, a un'ondata di investimenti o ad un avanzo esterno. Tuttavia, i governi elettivi sono comprensibilmente lenti nell'adeguare le politiche seguite a questo orientamento di idee. Avviene così che la politica monetaria venga mantenuta *pro tempore* nel suo ruolo dominante, pur non essendole riconosciuta alcuna superiore virtù.

La sua riattivazione, dopo che venne riscoperta intorno alla metà del secolo, è proceduta in Europa in due direzioni.

Da un lato, si sono accresciute la varietà e la finezza degli strumenti usati per controllare il volume del credito, e la loro conoscenza ed applicazione si sono diffuse al di fuori dei paesi che li hanno per primi introdotti. L'esperienza di situazioni in cui la base del credito non poteva essere efficacemente controllata con le operazioni di impiego della banca centrale ha diffuso il ricorso alle riserve obbligatorie variabili e l'imposizione di *plafonds* sul volume dei crediti bancari. Gli effetti esercitati sulla liquidità dai movimenti internazionali di fondi a breve sono stati controllati mediante l'applicazione di coefficienti specifici di riserva obbligatoria. Attraverso le istruzioni alle banche, la definizione amministrativa delle poste considerate liquide e in altri modi il flusso del credito è stato in qualche misura orientato a servire una molteplicità di obiettivi di politica economica.

Dall'altro lato, il tasso d'interesse è stato reintegrato nella sua funzione regolatrice in quei paesi (in particolare il Regno Unito, i tre paesi scandinavi e l'Olanda) che nei primi anni post-bellici avevano adottato la politica del denaro a buon mercato. Questo ripristino si manifesta nel graduale innalzamento dei tassi d'interesse dei cinque paesi citati verso i livelli del gruppo formato da Germania, Francia, Belgio, Italia e Svizzera (1). Il saggio ufficiale di sconto nella media del primo gruppo è aumentato dal 2,5 per cento nel

(1) Dal primo gruppo resta esclusa, come sempre in questo testo, la Finlandia; dal secondo gruppo resta esclusa, in questo confronto dei tassi d'interesse, l'Austria, per difetto di dati.

1948 al 5,4 per cento nel giugno 1966. Nel secondo gruppo, l'aumento corrispondente è stato soltanto dal 3,7 al 4,0 per cento. Nel 1948, il rendimento medio dei titoli di Stato a lunga era assai più basso nel primo gruppo che nel secondo (3,2 contro 5,1 per cento); nel 1966 era salito al di sopra (6,3 contro 5,8 per cento).

L'espansione nelle dimensioni dei mercati dei capitali del secondo gruppo (sia in termini assoluti, sia in rapporto al resto d'Europa e al Nord America) ha costituito un fattore importante di tale convergenza nei livelli medi dei saggi d'interesse. Particolarmente ragguardevole è stata l'espansione del mercato italiano, peraltro consentita in parte dai collocamenti presso banche. Sembra lontano il tempo in cui noi del continente europeo eravamo biasimati per la ristrettezza e l'inefficienza dei nostri mercati finanziari. Ora la domanda di fondi e la spinta al rialzo dei saggi provengono in parte dalla sponda inglese della Manica e dalla sponda americana dell'Atlantico. L'aumento dei tassi li ha anzi portati su livelli che scontano, si direbbe, l'attesa dell'inflazione strisciante, perchè sembra poco realistico attendersi che la produttività marginale del capitale abbia a raggiungere, in termini reali, altezze dell'8-10 per cento per tutti i fondi che vengono correntemente prestati a tassi talmente alti.

Questa osservazione ovvia di per sè suggerisce l'opportunità di uno spostamento verso un uso più attivo della politica fiscale. E in effetti, è diffusa nell'Europa occidentale la tendenza a delegare al governo poteri che gli consentano di variare la tassazione e la spesa ai fini della stabilizzazione economica.

Poichè il credito bancario finanzia l'investimento più che il consumo, ogni riduzione del flusso di spesa causata dalla restrizione quantitativa del credito comporta una riduzione specifica, indesiderabile, nella domanda di investimento. Sotto questo profilo, sembrerebbe appropriato usare la politica monetaria specialmente per promuovere l'espansione, e la fiscale per contenerla. È un peccato che sia così, perchè i politici hanno bisogno di popolarità più dei banchieri centrali. Se la politica fiscale fosse specialmente adatta per promuovere l'espansione, e la monetaria per frenarla, penso che avremmo un governo della domanda quasi perfetto.

Circa l'applicazione della politica fiscale alla restrizione della domanda di consumo in presenza di disavanzi esterni, e/o di inflazione dei costi, desidero sottolineare una recente esperienza italiana. Dopo che l'inflazione salariale si era sviluppata nel 1963-64, una parte dei contributi per le assicurazioni sociali dovuti dalle imprese fu presa in carico dal bilancio dello Stato. Il nuovo onere di bilancio fu finanziato solo in piccola parte con l'aumento della tassazione indiretta, nella parte maggiore con l'indebitamento; ma si potrebbe immaginare una diversa possibilità, ossia che l'eccedenza di potere d'acquisto venisse assorbita interamente dalla tassazione ed usata per ripristinare i margini di profitto.

5. *Alcuni problemi attuali.* — Le considerazioni fin qui svolte possono aiutarci a valutare alcune esigenze che vengono prospettate ai fini di promuovere la stabilità monetaria e l'equilibrio esterno, in associazione con gli altri obiettivi maggiori del pieno impiego e dello sviluppo.

L'esigenza di un accrescimento immediato della liquidità internazionale non è convalidata dall'andamento dei prezzi, che è inflazionistico, o da difficoltà incontrate nel mantenere il pieno impiego delle attrezzature produttive e della mano d'opera, l'abbassamento nei livelli di attività essendosi avuto solo nelle fasi di aggiustamento seguite ad eccessi inflazionistici. Essa non è nemmeno convalidata da una insufficienza delle riserve e delle possibilità di credito rispetto ai mezzi occorrenti affinché l'aggiustamento venga distribuito su un tempo abbastanza lungo, evitando serie difficoltà e cadute di reddito. I problemi che risultano per uno od alcuni paesi dal peso del debito estero contratto in passato, dal mutare nello *status* della loro moneta, dalla disintegrazione dei sistemi di preferenza imperiale e dal procedere dell'integrazione in aree esterne ad essi devono essere affrontati con mezzi specifici e lungo linee appropriate ai singoli problemi.

L'esigenza di una migliore coordinazione internazionale delle politiche di stabilizzazione risulta convalidata fino a un certo punto. I tassi di cambio fissi e il libero movimento internazionale delle merci, del capitale finanziario, della mano d'opera e dell'impresa di per se stessi esercitano una forte azione disciplinatrice, alla

quale non dobbiamo sottrarci: nè con l'adozione di larghi controlli nè con quella di cambi fluttuanti. Tuttavia, la disciplina viene mantenuta su una strada che ha un gradiente inflazionistico del 3 per cento annuo, il quale risulta dall'azione di forze economiche e sociali presenti in tutti i paesi, ma risulta anche dalla propagazione di tensioni inflazionistiche generate al di fuori di paesi che diversamente avrebbero forse saputo tenere quelle forze sotto controllo. La battaglia contro le forze dell'inflazione deve essere combattuta con le politiche nazionali, ma il clima internazionale di opinione, le raccomandazioni degli organi internazionali, l'osservanza di regole di condotta appropriate nella gestione delle riserve valutarie e così via varranno a stimolare il ritorno a corrette politiche antinflazionistiche da parte dei paesi che se ne siano allontanati.

L'esigenza di una politica dei redditi meno rudimentale di quelle ora in atto viene proposta nell'Europa occidentale da molti elementi delle *élites* — economisti, politici, dirigenti sindacali moderati e imprenditori — i quali ritengono che essa varrebbe a conciliare l'obiettivo della piena occupazione con quello della stabilità monetaria. Sono d'accordo che la politica dei redditi può contribuire in qualche misura ad innalzare la soglia oltre la quale il flusso di domanda necessario a mantenere una elevata occupazione farà innalzare i salari. Ma essa sarà di scarso aiuto fintantochè sia mantenuta la situazione di eccessiva domanda di mano d'opera, in atto in vari paesi europei. In alcuni di essi, il numero dei posti disponibili è multiplo di quello dei disoccupati.

Il dibattito sulla politica dei redditi migliora e diffonde la conoscenza del modo di operare delle economie nazionali — del modo in cui il flusso di reddito si proporziona all'applicazione dei fattori, il potere d'acquisto dei salari alla produttività, lo sviluppo all'investimento e l'investimento al risparmio. Gli incrementi passati ed attesi del reddito nazionale vengono tenuti in maggiore conto nelle negoziazioni collettive dei salari e degli stipendi, più specialmente in quelle del settore pubblico, dove le indicazioni desumibili dal mercato dei beni e servizi prodotti sono vaghe e il vincolo costituito dai risultati del conto d'esercizio è inesistente o si applica con minor rigore. La responsabilità che incombe sui gruppi organizzati, in lot-

ta fra di loro per accrescere la rispettiva quota del prodotto sociale, nel generare inflazione, viene più largamente riconosciuta. Questi sono altrettanti apprezzabili sottoprodotti dell'impostazione dei negoziati salariali in termini di politica dei redditi.

In conclusione, pare a me che esistano due opposti campi di forze, l'uno che opera sugli andamenti monetari nel senso della stabilità, l'altro nel senso dell'inflazione.

Da un lato, la strumentazione della politica monetaria e fiscale viene accrescendosi, e gli insegnamenti tratti dal suo impiego consentono un governo più intelligente e sensibile della domanda monetaria. I dati macro-economici vengono introdotti nei negoziati salariali, e l'interesse generale nelle stipulazioni cui questi mettono capo viene affermato in modi vari ed energici.

Dal lato opposto, è possibile che sia in atto una tendenza ad accettare l'inflazione strisciante come parte del *modus operandi* del nostro sistema economico, e a conformarsi ad essa, se non anche a profittarne, nei processi di determinazione dei redditi e in quelli di finanziamento della produzione. Dobbiamo seguire con vigile attenzione il diffondersi delle clausole di riferimento al valore della moneta (scala mobile), l'innalzarsi dei tassi d'interesse a livelli altissimi, l'uso del credito bancario nel finanziamento degli investimenti fissi, il ricorso alle obbligazioni convertibili, i piani di aumento della liquidità internazionale. Dobbiamo anche combattere, in alcuni paesi almeno, gli impulsi inflazionistici che promanano dal settore pubblico — attraverso l'espansione relativa della spesa corrente, l'indebitamento sfrenato degli enti pubblici, le perdite di esercizio delle imprese pubbliche; come somma di tutto, attraverso il contributo nullo o negativo del settore pubblico all'aumento dell'efficienza e alla formazione del risparmio nazionale.

Io non sono in grado di prevedere quale dei due campi di forze prevarrà negli anni venturi.

L'INFLAZIONE NELL'EUROPA OCCIDENTALE E LE MONETE DI RISERVA (*)

1. Il 21 settembre 1931 seguì, dalla tribuna degli ospiti, la discussione della Camera dei Comuni sulla sospensione del regime aureo. La svalutazione era stata imposta alla Gran Bretagna dagli effetti combinati del ritiro di depositi intrattenuti a Londra e del congelamento dei prestiti bancari alla Germania. Alla Camera, gli oratori dell'opposizione laburista attaccavano i due paesi massimi detentori di oro, Francia e Stati Uniti, e accusavano la Banca d'Inghilterra e la City di cattiva gestione della moneta e del credito. Nei loro interventi veniva configurata l'esistenza di un conflitto fondamentale tra il perseguimento dell'interesse nazionale e la funzione della City quale centro bancario mondiale. Alla sospensione del regime aureo venne associata la presentazione di un disegno di legge inteso a realizzare economie di bilancio. Gli oratori laburisti consideravano che la svalutazione e questo Economy Bill rappresentassero insieme il disperato tentativo della classe dirigente di salvare il capitalismo dal collasso, infliggendo nuove privazioni ai lavoratori.

Ricordo anche che nella stampa e altrove trovava espressione l'avviso che, liberandosi del pesante onere della difesa della sterlina, la Gran Bretagna avrebbe realizzato, nelle parole di un deputato al parlamento, una ripresa « elettrica ». Di fatto, l'evoluzione economica degli anni seguenti si venne a trovare sotto l'impero di fattori di ordine politico prima che monetario, i quali condussero a un nuovo confronto armato che addossò alla Gran Bretagna l'one-

(*) Testo letto e discusso a Chatham House, Londra, nel febbraio 1968. L'originale è stato pubblicato, sotto il titolo « Western European Inflation and the Reserve Currencies » nella *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 84 del marzo 1968; la versione italiana in *Moneta e credito*, n. 81 dello stesso mese.

re ben più reale di un vasto debito estero non consolidato. La difesa della sterlina nella condizione post-bellica così creata non ha potuto evitare due ritirate di ampiezza contenuta, almeno rispetto alle precipitose cadute subite già durante la guerra dalle monete continentali, che ora si andavano riprendendo.

2. Il mio compito odierno è di cercare di definire l'importanza e la natura dei legami reciproci fra la politica monetaria della Gran Bretagna e quella dell'altro e maggiore paese con moneta di riserva, gli Stati Uniti, da un lato, e le politiche seguite sul continente europeo dall'altro. Per continente intendo principalmente i paesi della Comunità economica europea, salvo riferimenti occasionali ad alcuni altri paesi importanti negli affari monetari, più specialmente la Svizzera e la Svezia. L'analisi sarà inoltre limitata agli anni successivi alla convertibilità, con inizio dal 1959 e termine, generalmente, nel 1966. La ragione principale per arrestarsi al 1966 è che la mia rassegna sarà in gran parte basata sopra un'informazione statistica non ancora disponibile per il 1967. I dati che trarrò da quell'informazione non verrebbero modificati in misura sostanziale dall'inclusione del 1967: il dramma monetario sviluppatosi nel suo ultimo trimestre ed in atto si viene iscrivendo ora nell'andamento delle serie.

Non sono in grado di formulare e presentare una descrizione accurata delle molte opinioni espresse circa la natura degli impulsi monetari che emanano dai paesi con moneta di riserva e più specialmente dagli Stati Uniti, o che a tali paesi sono trasmessi. Secondo le mie conoscenze, tenderei a distinguere due linee estreme di pensiero, così remote l'una dall'altra da lasciare in mezzo un campo di opinione molto esteso.

Ad un estremo, si trova una scuola secondo la quale i paesi con moneta di riserva hanno esportato inflazione. All'altro, si asserisce che essi hanno importato, se non proprio la deflazione, almeno certi impulsi deflazionistici dai paesi con monete non di riserva, e principalmente da quelli del continente europeo. I dati potrebbero indicare che, in effetti, entrambi i gruppi di paesi abbiano emanato uno stesso genere di impulsi, e che la differenza tra l'uno e l'altro gruppo sia stata soltanto di grado.

3. L'opinione che trova più facile accoglienza sul continente è, naturalmente, quella secondo cui l'inflazione sarebbe stata propagata dai paesi con monete di riserva. Nel piccolo mondo degli istituti di emissione al quale appartengo, questa tesi è stata elaborata principalmente dal dr. Holtrop, già governatore della Banca d'Olanda e presidente della Banca dei regolamenti internazionali. Mi riferisco in particolare alla magistrale analisi contenuta nella rassegna generale con cui si apre la relazione della Banca d'Olanda per il 1965. Nelle parole del dr. Holtrop « la politica monetaria diviene inefficace se la limitazione della spesa interna conduce a un avanzo nella bilancia dei pagamenti »; in questo caso « l'offerta di liquidità interna viene di fatto assunta dai paesi stranieri ». Con riguardo alla evoluzione monetaria nei paesi della Comunità economica europea durante i tre anni 1963-65, egli osserva che per la Comunità presa nel suo insieme « si sono avute chiaramente inflazione monetaria e inflazione salariale e dei prezzi, non accompagnate da un disavanzo dei pagamenti con l'estero ». « L'assenza di un deficit esterno manifesta l'operare di influenze continuate di tipo inflazionistico generate dagli scambi con gli altri paesi ». Egli osserva che la creazione di liquidità interna nei due paesi con moneta di riserva avveniva « a un passo eccedente il saggio di sviluppo del prodotto nazionale. In entrambi i paesi, a questo processo si associava il persistente disavanzo della bilancia dei pagamenti, attraverso il quale le conseguenze monetarie dell'eccessiva creazione di liquidità venivano in parte esportate verso altri paesi ».

4. All'altro estremo, si argomenta che il funzionamento attuale del sistema monetario internazionale avrebbe costretto i paesi con moneta di riserva a frenare indebitamente l'espansione o li avrebbe sospinti al disavanzo. Darò alcune illustrazioni di queste linee di ragionamento.

Nelle conclusioni del rapporto preparato da Walter Salant, Emile Despres e altri sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti nel 1968 (pubblicato dalla *Brookings Institution* nel 1963) si sostiene che, nel vigente sistema di tassi di cambio fissi, e al livello esistente di riserve valutarie, le considerazioni inerenti alla bilancia dei pagamenti hanno condotto all'adozione da parte degli Stati Uniti di po-

litiche indesiderabili, creando costrizioni più severe della semplice esigenza di bilanciare nel lungo periodo gli usi interni per consumi e investimenti (con la possibile aggiunta delle esportazioni strutturali di capitale) con le risorse generate a livelli elevati di attività.

« Considerazioni attinenti alla bilancia dei pagamenti hanno avuto una parte importante nel mancato conseguimento dell'obiettivo di massima produzione e occupazione fissato nell'Employment Act. La politica finanziaria di tipo espansivo necessaria per ricondurre l'occupazione a livelli elevati è stata dilazionata e resa più difficile da timori che l'espansione facesse peggiorare la bilancia dei pagamenti. L'abbassamento dei tassi d'interesse in misura atta a promuovere livelli elevati di investimenti interni e di sviluppo è stato inibito dalle apprensioni circa l'esportazione di capitali ».

E ancora:

« Il grave pericolo di un sistema di tassi di cambio fissi applicato con l'attuale e prevedibile livello di riserve valutarie è che esso non permette di finanziare i disavanzi abbastanza a lungo per dare tempo al prodursi degli aggiustamenti necessari. Le misure deflazionistiche, mezzo classico per migliorare la bilancia dei pagamenti, deprimono l'occupazione e il reddito reale — effetti che non sono politicamente accettabili e nemmeno economicamente desiderabili in un paese industriale moderno. Negli Stati Uniti, larghe riduzioni assolute nel reddito reale causano appena piccole diminuzioni nelle importazioni, compensate in parte da riduzioni delle esportazioni, cosicchè per indurre miglioramenti relativamente piccoli nella bilancia dei pagamenti netta sono necessarie riduzioni molto sostanziose nella produzione totale e nel reddito. Inoltre, tassi d'interesse più elevati, mentre scoraggiano gli investimenti all'interno, possono non esplicare efficacia nell'attrarre capitali ad una moneta debole quando sono disponibili monete forti ».

Nel suo volume su « L'Europa e il dollaro », Kindleberger propone la tesi che il disavanzo nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti non è dissimile dallo squilibrio che si constata contrapponendo la scadenza media delle passività di una banca a quella delle sue attività, che è di regola più lunga. Collocato in questa prospettiva, il disavanzo degli Stati Uniti risulta uguale soltanto alla perdita di oro, giacchè l'accumulazione di disponibilità in dollari da parte dell'estero sarebbe soltanto un fenomeno di intermediazione finanziaria.

Questa tesi è stata anche presentata ai lettori dell'*Economist* nel febbraio del 1966 da Kindleberger, Despres e Walter Salant insieme. Kindleberger argomenta che la generalità del pubblico nei paesi continentali dell'Europa occidentale, e specialmente in Germania, ha una propensione elevata a detenere attività in forma liquida, principalmente in quella di depositi con le banche commerciali e le casse di risparmio. Ciò genera una tendenza delle banche a restare liquide nei riguardi del proprio istituto di emissione e di questo a restare liquido nei riguardi del resto del mondo. Al tempo stesso, atteggiamenti siffatti spingono all'insù i tassi d'interesse a lungo termine. Di conseguenza, essendo libero il movimento dei capitali, l'equilibrio tra l'Europa occidentale e gli Stati Uniti si raggiunge mediante l'indebitamento a breve degli Stati Uniti verso l'Europa, cui si contrappone l'acquisizione da parte loro di attività finanziarie a lunga e di investimenti diretti in Europa.

L'opinione che il modo di operare dell'odierno sistema monetario internazionale sia tale da spingere i paesi con moneta di riserva a un disavanzo di liquidità è stata espressa vigorosamente dal Consigliere economico della Banca dei regolamenti internazionali, Milton Gilbert. Parlando a Washington recentemente, egli ha sostenuto che l'offerta inadeguata di nuovo oro monetario spinge al disavanzo il venditore residuale di oro, ossia gli Stati Uniti. Nelle sue parole:

«La situazione degli Stati Uniti deve essere inquadrata in quella del sistema internazionale preso nel suo insieme. Nel 1966 e nel 1967 il flusso di oro nelle complessive riserve monetarie è stato negativo; la domanda privata sul mercato ha assorbito più dell'intera offerta di oro di nuova produzione. Un incremento negativo delle riserve auree significa che uno o alcuni paesi debbono cadere in disavanzo».

«Poichè il dollaro è la moneta di riserva e di intervento del sistema, il bisogno di disavanzi lordi piuttosto sostanziali che il sistema manifesta viene inevitabilmente addossato agli Stati Uniti».

«Il fattore sottostante allo squilibrio dei pagamenti esteri degli Stati Uniti e alla contrazione della loro riserva aurea durante la maggior parte dei diciassette anni passati si ritrova nella scarsità di nuovo oro monetario».

«Gli Stati Uniti sono il paese residuale del sistema: l'acquirente e il venditore residuale di oro e il luogo residuale del disavanzo del sistema».

Secondo Gilbert, anche il Regno Unito soffre in modo simile della tensione nella liquidità internazionale. Oltre l'effetto sugli Stati Uniti, la tensione si esercita:

« sopra ogni moneta che si trovi in situazione alquanto sfavorevole nella struttura dei tassi di cambio. Il Regno Unito è stato, in parte, vittima di questa situazione. La condizione del sistema richiede vittime sacrificali. E continuerà a richiederle fino al giorno in cui si sia trovata una base sana per un ragionevole sviluppo delle riserve ».

5. Chi cerchi di formarsi una propria meditata opinione incontra molti ostacoli.

La valutazione quantitativa di alcuni dei fattori in gioco è resa difficile dall'insufficienza dell'informazione statistica. È questo ad esempio il caso nei riguardi della distribuzione della proprietà di attività finanziarie.

A livelli più elevati del processo interpretativo, esiste la difficoltà di distinguere causa da effetto nel gioco di molti fattori, effetti simili potendo derivare da diverse cause o ordini di cause. Per dare un esempio, dalla coesistenza in un paese di uno stato di inflazione strisciante e di un avanzo di bilancia dei pagamenti si può essere tratti ad inferire che il paese abbia importato l'inflazione. In effetti, può essere che nel paese operassero fattori puramente interni, quali i movimenti salariali, di per sé atti a generare pressioni inflazionistiche. Secondo quanto afferma il dr. Holtrop nella rassegna già citata, i concetti di inflazione dei redditi, inflazione della domanda e inflazione monetaria sono tutti appropriati, ma le relazioni dalle quali essi sono derivati « stabiliscono un rapporto non fra cause ed effetti, ma fra certi fenomeni e i relativi presupposti ».

Un aspetto comune a quasi tutti gli anni ed i paesi sotto rassegna è stato l'eccesso di domanda, ossia una situazione nella quale la domanda monetaria complessiva non è stata interamente coperta dal flusso dei beni di nuova produzione, valutato a prezzi costanti e generato ad alti livelli di occupazione. L'eccesso di domanda si manifesta nell'aumento dei prezzi e/o nel disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

In un gruppo di paesi altamente integrato sotto il profilo degli scambi, ed entro il quale vengano mantenuti tassi di cambio fissi,

può avvenire che la domanda monetaria complessiva sia uguale al flusso delle risorse reali per il gruppo preso nel suo insieme, ma non per ogni singolo paese: l'eccesso di domanda in alcuni paesi essendo compensato da difetto di domanda in altri. Date queste condizioni, in alcuni paesi insorgerebbe un disavanzo esterno, compensato da avanzi equivalenti in altri; i prezzi rimarrebbero stabili.

Ovvero, la domanda monetaria complessiva del gruppo può essere eccessiva. Quando l'eccesso di domanda, misurato in termini di prodotto nazionale, fosse uguale in tutti i paesi, i prezzi salirebbero ovunque col medesimo ritmo e non si produrrebbero squilibri esterni in alcun paese.

Od ancora, l'eccesso di domanda può essere diverso da paese a paese. In questo caso, l'aumento generale dei prezzi sarà accompagnato da squilibri esterni, attraverso i quali la pressione sui prezzi, generata con forza disuguale nei singoli mercati nazionali, verrà a distribuirsi uniformemente sull'intera area, facendo convergere i movimenti nazionali dei prezzi verso una tendenza comune.

6. Mi propongo di affrontare il problema enunciato al punto 2 esaminando i fatti della situazione, alla luce delle distinzioni ora proposte.

Un eccesso di domanda si è avuto certamente nel Regno Unito, dove per i nove anni dal 1959 al 1967 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti è ammontato complessivamente a circa 850 milioni di sterline (0,3 per cento del prodotto nazionale lordo) e il deflatore implicito del prodotto nazionale in termini di prezzi è aumentato di circa un terzo. Per quanto peso si voglia assegnare all'insufficiente utilizzazione delle capacità produttive avutasi nelle fasi restrittive della politica di *stop-go*, esso non può essere tale da rovesciare questa conclusione, più specialmente per gli ultimi quattro anni, nei quali il disavanzo esterno è stato concentrato.

Gli Stati Uniti presentano un quadro assai diverso. L'aumento dei prezzi è stato appena superiore alla metà di quello avutosi nel Regno Unito (17 contro 31 per cento) e le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno segnato, per i nove anni, un avanzo di quasi 40 miliardi di dollari, pari allo 0,7 per cento del prodotto nazionale. Tuttavia, la situazione americana è peggiorata dal 1964:

i prezzi sono aumentati più rapidamente e l'avanzo esterno si è contratto.

Da questi dati si trae immediatamente la conclusione che il Regno Unito può essere ritenuto responsabile di avere esportato inflazione in due modi: assorbendo risorse dal resto del mondo per l'importo del disavanzo corrente (che, tuttavia, fu causato in misura considerevole dalle spese militari all'estero) ed espandendo nel resto del mondo la base del credito mediante il finanziamento monetario del disavanzo, nelle forme dell'indebitamento presso il Fondo monetario internazionale e presso le banche centrali estere, o mediante la cessione di oro. Al contrario, gli Stati Uniti hanno generato due effetti opposti: attraverso l'avanzo corrente hanno fornito risorse al resto del mondo, riducendo di altrettanto i possibili scarti inflazionistici colà in essere; ma, attraverso il disavanzo globale nascente dalle transazioni governative e dai flussi di capitale, essi hanno allargato la base monetaria nei paesi eccedentari.

Poichè il disavanzo corrente britannico è stato pari a una piccola frazione soltanto dell'avanzo americano, i due paesi con moneta di riserva, presi insieme, sono stati fornitori netti di risorse reali al resto del mondo; per questa via, essi hanno contribuito a moderare le pressioni inflazionistiche in atto nelle economie dei paesi con cui hanno intrattenuto scambi, in misura uguale all'effetto di assorbimento di potere d'acquisto esercitato dalle risorse nette fornite. Tuttavia, attraverso il disavanzo complessivo delle loro bilance dei pagamenti, essi hanno esercitato un effetto espansivo sulle riserve auree e valutarie e quindi sulla liquidità del resto del mondo. Per quanto in termini assoluti il disavanzo globale dei due paesi presi insieme sia stato minore del loro avanzo corrente, l'influenza espansiva può essere stata quella dominante, avendo agito con la maggiore intensità dovuta al moltiplicatore dei depositi.

Al fine di chiarire questo punto, darò brevemente conto della evoluzione della liquidità nei paesi eccedentari e cercherò di stabilire se ed in quale misura essi abbiano procurato di compensare l'effetto espansivo dei pagamenti esteri.

7. Poichè i paesi eccedentari non possono venire trattati come un'entità singola, prima di usare medie è prudente considerare i

dati nazionali. Questi indicano che l'espansione della liquidità fu senza eccezione assai maggiore di quella avutasi nei prodotti nazionali a prezzi costanti. In effetti, durante gli otto anni dal 1959 al 1966, la massa di moneta e quasi-moneta si è accresciuta nel Belgio-Lussemburgo a un tasso annuale vicino all'8 per cento, mentre il prodotto nazionale a prezzi costanti cresceva annualmente del 4,5 per cento. Per l'Olanda, i dati corrispondenti sono 9,2 e 5,3; per la Francia, 13,2 e 5,2; per la Germania, 12,5 e 5,3; per l'Italia, 14,4 e 5,5. Questi dati nazionali presentano una dispersione moderata rispetto alle medie ponderate per il gruppo delle cinque aree monetarie, pari a 12,8 e 5,3.

Non diversa è la situazione riscontrabile negli altri paesi del continente. Ad esempio, nella Svizzera il tasso di espansione della liquidità è stato del 10,3 per cento e quello del prodotto nazionale del 5,3; nella Svezia si sono avuti tassi del 7,5 e 4,6 rispettivamente.

Lo sviluppo dei prodotti nazionali è stato ottenuto con una utilizzazione piena o quasi piena delle capacità produttive in tutti i paesi menzionati, fuorchè nei brevi periodi di restrizione seguiti alle fasi di *boom* degli investimenti o di esplosione salariale.

Così essendo, si può asserire con sicurezza che l'espansione della produzione non è stata assoggettata a limitazioni serie dal lato dell'offerta di liquidità (1).

8. Il quesito successivo nello studio delle relazioni tra andamenti monetari nazionali concerne la parte avuta dalle componenti interne e da quella estera nel generare un'offerta di liquidità talmente ampia.

La fonte più conveniente per l'esame è costituita dal bollettino statistico del Fondo monetario internazionale, il quale per ogni paese offre l'analisi dell'attivo dell'istituto di emissione, e un quadro delle attività e delle passività del sistema bancario.

Per i paesi continentali dell'Europa occidentale, si resta colpiti dall'importanza che l'acquisizione di oro e valute ha avuto durante

(1) Quest'ultima è stata mantenuta più strettamente in linea col flusso delle risorse reali nei due paesi con moneta di riserva: infatti, i saggi di espansione sono stati del 3,5 per cento per entrambe le serie nel Regno Unito, del 6,0 e del 4,8 per cento negli Stati Uniti.

gli anni recenti nell'espansione delle attività degli istituti di emissione, le quali formano la base monetaria. Nei paesi minori (Belgio, Olanda, Svizzera e Svezia) praticamente l'intera espansione della base monetaria dopo l'introduzione della convertibilità è stata dovuta alla componente estera.

I crediti dell'istituto di emissione verso lo Stato non hanno variato molto in Belgio e Svezia; in Olanda e Svizzera sono d'importo trascurabile. Gli analoghi crediti verso il settore privato (principalmente rappresentato dalle banche commerciali) sono poco importanti nei quattro paesi indicati.

Nei paesi maggiori (Francia, Germania e Italia) l'espansione della componente estera è stata accompagnata da quella di una delle componenti interne o di entrambe (crediti allo Stato e crediti al settore privato). La Banca di Francia ha allargato i crediti allo Stato; la Bundesbank e la Banca d'Italia anche quelli al settore privato.

Questa sommaria rassegna palesa che i paesi maggiori, lungi dal compensare l'effetto espansivo della componente estera, vi hanno sovrapposto l'aumento dei crediti dell'istituto di emissione verso l'interno, mentre i paesi minori hanno accettato l'espansione della base monetaria che veniva generata dall'avanzo esterno senza in modo significativo accrescerla o diminuirla con altre operazioni. In effetti, in due di questi paesi le banche centrali non potevano diminuire le attività sull'interno perchè non ne avevano. Da ciò non si deve concludere che gli istituti di emissione siano rimasti interamente passivi: ad esempio, essi hanno applicato di tempo in tempo limiti quantitativi al volume del credito delle banche commerciali verso i residenti, mantenendolo al disotto di quello che avrebbe potuto essere creato sulla base della liquidità bancaria esistente e favorendo quindi il riflusso di parte di questa liquidità verso il mercato internazionale.

Ad una politica restrittiva fondata sull'uso delle riserve bancarie obbligatorie e di strumenti similari si opponeva in parecchi paesi il difetto di poteri derivanti dalla legge o di precedenti esperienze.

9. I fattori sinora menzionati, ossia la struttura dell'attivo delle banche centrali e le limitazioni istituzionali all'applicazione di

politiche restrittive, non avrebbero in realtà impedito l'adozione di una linea più severa se nel giudizio delle autorità monetarie la situazione l'avesse richiesta. Il processo con cui lo strumentario disponibile per la banca centrale è stato arricchito negli anni recenti avrebbe potuto venire anticipato nel tempo. L'accettazione degli effetti espansivi dell'avanzo sull'estero deve spiegarsi con ragioni più fondamentali.

Lo sviluppo economico richiede che la banca centrale appresti il volume di liquidità atto a sostenerlo. La convertibilità e l'espansione del commercio estero associata allo sviluppo richiedono che le attività sull'estero vengano accresciute in relazione alla liquidità interna (una parte della quale può in qualsiasi momento voltarsi in domanda di valuta estera) e ad altri parametri appropriati tra cui la libertà delle transazioni con l'estero.

Affinchè le due esigenze siano soddisfatte, una parte della liquidità aggiuntiva dovrà essere generata dalla componente estera, ossia dall'acquisizione di riserve valutarie, secondo una linea tendenziale di accrescimento, sulla quale la politica monetaria mirerà a mantenersi.

Gli scostamenti da questa linea, lasciati operare, determinerebbero uguali scostamenti nell'offerta complessiva di liquidità; per normalizzare lo sviluppo di quest'ultima, la banca centrale di regola compenserà l'effetto della componente estera facendo variare in senso opposto il flusso di liquidità derivante dal movimento delle attività sull'interno.

I paesi continentali si sono lasciati guidare da questi criteri nell'adottare due linee di azione distinte, una per il lungo e l'altra per il breve termine. La situazione in atto altrove (punto 10) consentì loro di conseguire l'espansione tendenziale delle attività sull'estero pur in presenza di una forte crescita della domanda monetaria interna. Nel breve periodo, essi applicarono (con alcune eccezioni) la politica di stabilizzare il flusso della liquidità compensando le oscillazioni dovute alla componente estera: secondo quanto risulta con nettezza dall'analisi di correlazione (2). Questa propo-

(2) Si veda al riguardo, nel volume di *Studi sulla moneta* citato nella presentazione, il saggio su « La componente esterna della liquidità e le regole della condotta monetaria ».

sizione generale rappresenta soltanto una prima approssimazione alla descrizione delle politiche che furono in effetti seguite e alle quali ritornerò tra poco.

10. I due paesi con monete di riserva hanno mantenuto durante l'ultimo ventennio una condotta più arrischiata, nel senso di praticare la politica di compensazione oltre i limiti di tempo del breve termine. Nel caso degli Stati Uniti, il persistente drenaggio esercitato sulla liquidità interna dall'avversa bilancia dei pagamenti è stato ridotto dal flusso di ritorno dei dollari depositati presso le banche commerciali americane. Per il resto, è stato compensato con varie azioni delle autorità monetarie, principalmente con le operazioni di mercato aperto e con ripetute riduzioni nelle riserve bancarie obbligatorie.

In aggiunta alla neutralizzazione della perdita di liquidità dovuta allo stato dei pagamenti con l'estero, i due paesi hanno creato liquidità aggiuntiva per finanziare l'espansione interna (cfr. nota al punto 7).

La lunghezza del lasso di tempo per cui essi hanno potuto seguire questo pericoloso corso è stata dovuta in parte a fattori estranei all'atteggiamento delle autorità nei paesi eccedentari, quali la vastità delle riserve auree degli Stati Uniti, il largo e ripetuto uso delle risorse del Fondo monetario da parte della Gran Bretagna, la posizione del dollaro e della sterlina come monete di regolazione degli scambi, che in un mondo in espansione tende ad aumentare i saldi in dollari e in sterline di possesso non ufficiale.

11. Un esame più ravvicinato del comportamento delle autorità dei paesi eccedentari rivela che le loro motivazioni sono venute presumibilmente cambiando al procedere del tempo, e che il periodo di nove anni deve sotto tale aspetto dividersi almeno in due sottoperiodi di lunghezza disuguale, il primo dei quali abbraccia all'incirca il triennio seguito alla convertibilità, ossia il 1959-1961.

Nei paesi con bilancia dei pagamenti attiva è esistito, durante la maggior parte degli anni sotto rassegna, un conflitto tra l'obiettivo della stabilità dei prezzi e l'equilibrio della bilancia dei paga-

menti. Se si fossero applicate esclusivamente all'obiettivo di mantenere i prezzi stabili, contenendo la domanda interna nella misura necessaria, le autorità monetarie avrebbero determinato un'espansione non desiderata dell'avanzo sull'estero. Se invece avessero allargato la domanda monetaria nella misura necessaria ad assorbire interamente l'avanzo sull'estero, esse avrebbero spinto ulteriormente all'insù i prezzi. Le rivalutazioni attuate dalla Germania e dall'Olanda nel marzo 1961 sono state naturalmente timidi tentativi di trovare una via d'uscita dal dilemma, o per lo meno di ridurre l'importanza, in difetto di ricorso ai tassi di cambio fluttuanti, che, per quanto trovino molto favore presso gli economisti accademici, ripugnano sia agli accordi di Bretton Woods sia al Trattato di Roma.

Nell'insieme, le autorità monetarie hanno accettato il vincolo dei tassi di cambio fissi che originava il dilemma, ed hanno proceduto entro il sistema esistente a scegliere un corso di azione che rifletteva la scala di priorità tra i vari obiettivi. Sono convinto che, nell'attuale clima di opinione, lo sviluppo è accettato dalle banche centrali come l'obiettivo supremo, e che le altre finalità di politica economica vengono in gran parte ordinate allo sviluppo. Mi riferisco in particolare alla stabilità dei prezzi, con eccezione forse per uno o due paesi in cui la sensibilità all'inflazione è più acuta. La sufficienza delle riserve valutarie è misurata con lo stesso metro, poichè il possesso di riserve viene ritenuto adeguato quando è tale da consentire che il processo di aggiustamento riconduca i pagamenti esteri all'equilibrio senza sottoporre l'economia ad una recessione. Il livello ottimo di riserve per un paese sarà naturalmente influenzato, come lo è per una banca o per un'impresa di produzione, dal movimento atteso dei prezzi, dal rendimento e dalla spendibilità, e, almeno nel caso dei paesi maggiori detentori di riserve, sarà anche influenzato dal desiderio di far funzionare il sistema monetario internazionale così come esso è (o da quello di cambiarlo).

Le situazioni e gli andamenti effettivi si distaccano in modo più netto da certe norme che da altre, in congiunture sempre nuove alle quali le risposte delle autorità monetarie vengono costantemente adattate. È con rispetto a questi mutamenti che ho suggerito prima la divisione degli anni sotto rassegna in due sottoperiodi.

12. Negli anni 1959-1960 il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti fu molto ampio, il peggioramento datando dal 1958, anno nel quale apparve d'improvviso un disavanzo massiccio. Il Regno Unito ebbe un largo disavanzo in entrambi gli anni. Nel mondo occidentale, il 1959 fu un anno di ripresa incipiente dalla recessione del 1958. Nell'Europa continentale, la ripresa avvenne in un clima di stabilità dei prezzi, che andò lentamente peggiorando nel corso degli anni 1960 e 1961. Un modo semplificato di valutare la parte avuta in questo peggioramento da impulsi inflazionistici provenienti dall'estero consiste nel confrontare l'aumento dei prezzi con l'avanzo delle partite correnti.

Per i paesi della Comunità economica europea presi nel loro insieme, i prezzi salirono nel 1959 del 2,5 per cento; l'avanzo corrente fu anch'esso uguale al 2,5 per cento della somma dei prodotti nazionali. Se alla domanda generata internamente non si fosse aggiunta la domanda estera, e a parità di altre condizioni, i prezzi nell'area della Comunità si sarebbero mantenuti stabili; perciò l'aumento si può ascrivere interamente alla domanda estera. Questo, tuttavia, merita di essere posto in una luce migliore per la parte che ebbe nel guidare, o accelerare, la ripresa.

Nel 1960, l'aumento dei prezzi nei sei paesi presi insieme (che formano cinque aree monetarie) fu del 2,7 per cento e l'avanzo corrente del 2,1. Per tre quarti l'eccesso di domanda monetaria palese dal l'aumento dei prezzi fu dunque di origine estera.

Nel 1961, il rialzo dei prezzi toccò il 3,6 per cento e l'avanzo corrente scese all'1,5. Le due opposte variazioni indicano che la domanda interna si andava innalzando, in parte per la liquidità generata dal persistente avanzo estero: l'effetto espansivo della domanda estera si veniva spostando dall'assorbimento di nuove risorse reali alla creazione cumulativa di liquidità.

Nella media triennale, l'avanzo corrente dei paesi CEE fu del 2,0 per cento del prodotto nazionale e l'aumento dei prezzi del 2,9.

Al fine di valutare l'influenza dell'avanzo corrente sull'offerta di liquidità, e quello della liquidità addizionale sull'espansione del prodotto nazionale a prezzi correnti, occorre introdurre i relativi moltiplicatori, ossia il rapporto dell'offerta di moneta alle attività della banca centrale e il rapporto del prodotto nazionale all'offerta

di moneta: più brevemente, il prodotto dei due rapporti, ossia il quoziente del prodotto nazionale alle attività della banca centrale. Usando i dati del 1965 per dieci paesi dell'Europa occidentale (le cinque aree monetarie della CEE, tre paesi scandinavi, la Svizzera e l'Austria) il rapporto del prodotto nazionale alle attività della banca centrale risulta compreso fra un minimo di 4 in Svizzera e un massimo di 9 in Germania e Svezia, con una media semplice di 7.

Ove questo moltiplicatore venga applicato all'avanzo sull'estero, appare che un avanzo uguale al 2 per cento del prodotto nazionale è atto, in assenza di un'azione compensativa della banca centrale, a finanziare un'espansione del 14 per cento nel prodotto nazionale, che forzatamente sarà in larga parte inflazionistica (eccetto forse in Giappone). Un avanzo pari allo 0,7 per cento circa di tale prodotto è sufficiente, come fonte di liquidità, a finanziare uno sviluppo in termini reali adeguato ai saggi propri delle nostre economie, che si trovano nella zona del 4-5 per cento.

Per la Germania e per l'Olanda, l'avanzo corrente dei tre anni — espresso, ripeto, in termini di prodotto nazionale — fu maggiore dell'aumento dei prezzi. Una relazione siffatta implica che il flusso della domanda monetaria interna fu mantenuto leggermente al disotto di quello dei beni e servizi di nuova produzione. Non sono in grado di dire se ciò risultò dallo sforzo delle autorità dei due paesi di compensare gli impulsi inflazionistici provenienti dall'estero o se si trattò di risultato non intenzionale. Certo, la stabilità dei prezzi deve avere occupato un posto assai elevato tra gli obiettivi di politica economica in quei due paesi, se la loro reazione successiva fu quella di rivalutare.

13. Nel 1962, l'ascesa dei prezzi si fece ancora più celere sul continente; negli anni successivi, almeno fino al 1966, essa si mantenne sensibile e diffusa, essendo dovunque superiore al 3,5 per cento nella media annuale. Per il gruppo di dieci paesi citato poco fa, la media fu del 4,2 per cento, contro il 2,8 nel triennio precedente. L'esperienza dei paesi CEE non fu migliore di quella degli altri.

Ma l'aumento non è stato uniforme nel tempo e i mutamenti nel suo ritmo non sono stati simultanei fra paese e paese. Queste differenze sembrano indicare che il movimento dei prezzi sia stato

in larga misura governato da variazioni di origine interna nel volume della domanda. Conosciamo tutti il fenomeno del surriscaldamento, nel quale un'espansione della domanda d'investimento o della spesa pubblica conduce ad un'esplosione salariale, la quale viene seguita da un aggiustamento verso il basso. Esperienze memorabili furono quelle dell'Italia nel 1963-64, dell'Olanda e della Germania nel 1964-66.

L'ipotesi di una prevalenza di fattori interni è confortata dai cambiamenti intervenuti nel saldo degli scambi con l'estero e nella distribuzione del reddito nazionale nei paesi eccedentari.

L'avanzo corrente dei paesi CEE nella media annua del quinquennio 1962-66 cadde allo 0,7 per cento della somma dei prodotti nazionali. In alcuni casi il peggioramento rispetto al triennio precedente fu molto pronunciato: in Olanda, ad esempio, l'aumento annuo dei prezzi si approssimò al 6 per cento e l'avanzo corrente si ridusse a quasi nulla. In Svezia e Svizzera la bilancia corrente divenne negativa.

Una frazione soltanto dell'ulteriore miglioramento nella situazione valutaria dei paesi occidentali è imputabile all'avanzo corrente residuo in questo periodo. In parte maggiore, il miglioramento fu dovuto all'afflusso di capitale a lungo termine dagli Stati Uniti. In ultima analisi, l'afflusso di capitali non fornì ai paesi che ne beneficiarono risorse reali addizionali, se si escludono le nuove tecnologie e le capacità imprenditoriali associate con esso. Per il resto, esso condusse soltanto all'acquisizione di attività a breve termine sugli Stati Uniti, contro l'acquisizione da parte americana di attività finanziarie a lungo termine, e/o del controllo su parte dell'apparato produttivo dei paesi europei.

I richiamati movimenti nei prezzi e nel saldo dei conti con l'estero ebbero luogo in presenza di una soddisfacente espansione produttiva, associata ad elevati livelli di occupazione e a forti guadagni di produttività. Presi nel loro insieme, gli sviluppi del periodo indicano che il volume di domanda interna fu sufficiente ad assorbire l'offerta addizionale, determinando uno spostamento negli usi del prodotto nazionale verso il consumo e l'investimento, e ad accelerare la corsa dei prezzi.

Se il processo inflazionistico fosse stato dominato principalmente dalla domanda estera, esso avrebbe probabilmente indotto un allargamento dei margini di profitto. Ma nessun mutamento del genere nella distribuzione del reddito si desume dalle contabilità nazionali dei paesi dell'Europa occidentale; sembra anzi vero il contrario: l'aumento dei prezzi risultando più celere in concomitanza con gli spostamenti di reddito a favore del lavoro dipendente e con peggioramenti nel saldo delle partite correnti. Vari paesi dell'Europa occidentale fecero di tempo in tempo esperienza di questa condizione di spinta salariale.

14. Se è vero che la spinta espansiva e il suo eccesso inflazionistico provennero da fattori interni è anche vero che, sul piano internazionale, un diffuso stato di inflazione strisciante e il disavanzo americano costituirono in vario senso condizioni sollecitatrici. Quando in una qualsiasi economia nazionale si generano forze che daranno inizio al *boom*, una forte posizione monetaria esterna può indurre le autorità a non opporsi all'espansione degli investimenti e alle concessioni salariali. E, nella fase di aggiustamento che fa seguito al *boom*, il paese deve soltanto rallentare il passo dell'inflazione, senza arrivare ad una deflazione in assoluto, ed è aiutato dalla forte domanda estera a spostare risorse verso l'esportazione.

La continuazione del disavanzo verso l'estero nei paesi con moneta di riserva, in presenza di uno stato d'inflazione strisciante nel resto del mondo, era di per se stessa sufficiente ad intrattenere tale stato. I paesi con moneta di riserva non si attendevano, nè desideravano, che l'Europa occidentale sbarrasse le porte all'inflazione con una politica monetaria più restrittiva e più larghi avanzi esterni, o con la rivalutazione monetaria, linee di azione tutte assai sgradite agli stessi paesi eccedentari. Le autorità dei paesi con moneta di riserva avevano perciò la certezza pratica che la persistenza di un disavanzo, in conto corrente o in conto capitale, avrebbe reso inevitabile un certo grado d'inflazione nei paesi eccedentari.

In tale senso, i disavanzi hanno rappresentato una condizione *sufficiente* d'inflazione nell'Europa occidentale: conclusione che non arriva da sola ad assegnare ai paesi con moneta di riserva una netta

responsabilità del fenomeno, poichè quei disavanzi non ne hanno costituito una condizione *necessaria*.

Ancora una volta: il miglioramento continuo nella consistenza delle riserve dei paesi dell'Europa occidentale costituì una condizione la quale favorì l'adozione delle opzioni espansive ogniquale volta altri criteri di politica economica suggerivano un'alternativa tra l'espansione e la restrizione. Ma i fattori interni i quali, anche in assenza di un avanzo corrente, mantennero l'inflazione in un paese come l'Inghilterra non erano assenti sul continente e di tempo in tempo vennero alla ribalta come protagonisti.

Se questa conclusione è corretta, lo sperato ripristino dell'equilibrio esterno da parte dei paesi con moneta di riserva, mentre gioverà ad una migliore definizione delle responsabilità, non varrà di per se stesso a rallentare sostanzialmente il passo dell'inflazione nell'Europa occidentale.

15. La conclusione ora enunciata non significa accettazione di quelle raggiunte da Kindleberger e da Gilbert.

La posizione degli Stati Uniti, di creditore a lungo termine e debitore a breve, è stata mantenuta grazie all'adozione da parte delle autorità monetarie americane di una linea di condotta intesa a consentire l'aumento dei tassi a breve termine e contenere invece quelli a lunga. Questa politica ha avuto qualche successo, ma ha affidato una parte essenziale all'offerta di liquidità attraverso massicci acquisti di titoli governativi da parte del Sistema della riserva federale.

Dal 1959 al 1967, il pubblico ha accresciuto il suo possesso di moneta e di depositi a vista e a termine presso le banche commerciali da 206 a 365 miliardi di dollari. Il debito pubblico si è accresciuto nello stesso periodo di 62 miliardi di dollari (da 283 a 345) dei quali 10 miliardi soltanto acquistati dalle persone, 29 acquistati da banche commerciali e da altri istituti e i residui 23 dalla Riserva federale. Il portafoglio di questa ora comprende un importo notevole di titoli a medio termine. L'intera espansione di 159 miliardi nell'offerta monetaria è stata fondata su tali acquisti, oltrechè su riduzioni nell'obbligo della riserva bancaria, mentre la scorta aurea è diminuita di 8 miliardi. Eppure, la scadenza media

dei titoli di debito pubblico, che era scesa da circa nove anni nel 1949 a cinque nel 1958, si è abbreviata ulteriormente a quattro anni; il saggio medio di rendimento delle migliori obbligazioni industriali (Aaa) è aumentato dal 3,80 al 5,50 per cento; quello dei titoli governativi da tre a cinque anni dal 2,90 al 5,10 (5,70 in dicembre). In questi ultimi tempi, gli Stati Uniti sono diventati prenditori di fondi esteri nell'intero arco delle scadenze. Quando le azioni di politica economica, sia nell'ordine monetario sia in quello amministrativo, acquistano influenza dominante sul flusso dei fondi con l'estero, come è avvenuto su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma soprattutto su quella occidentale, e producono cambiamenti tanto importanti nel volume e nella direzione dei vari flussi, occorre scavare davvero molto a fondo per scoprire le sottostanti propensioni.

Circa la tesi di Gilbert, secondo cui il sistema monetario internazionale funzionerebbe in modo tale da cavare oro e dollari dai paesi con monete di riserva, i criteri di verifica sembrano da ricercare nell'avanzo delle partite correnti, e nel contenimento della domanda monetaria interna posto in atto per produrlo. Ma si è visto prima che dal 1962 gli avanzi correnti dell'Europa occidentale sono stati piccoli, i livelli di occupazione elevati e l'aumento dei prezzi sostenuto. In altri termini, non è provato che la politica dei paesi dell'Europa occidentale sia stata orientata in misura significativa all'ottenimento di avanzi sull'estero, perchè questi sono insorti senza il sacrificio di altri obiettivi prefissati.

La reazione dei paesi eccedentari alla desiderata nuova situazione in cui gli Stati Uniti non creeranno ulteriormente riserve offrirà — insieme con la verifica della conclusione del paragrafo precedente — l'evidenza della scala di priorità degli obiettivi. Se l'analisi qui proposta è corretta, i paesi del Continente continueranno probabilmente ad optare per l'espansione anche in presenza di disavanzi esterni.

16. Questa conclusione è riferita ad un orizzonte temporale di qualche anno. Per il lungo periodo, le opinioni relative al problema dell'espansione della liquidità internazionale sono divise fra chi favorisce un'impostazione meccanicistica in termini di prezzo

dell'oro e chi vorrebbe far perno sulla creazione di riserve attraverso il Fondo monetario internazionale. L'esperienza dell'ultimo decennio sembra indicare che le maggiori potenzialità di finanziamento dei disavanzi esterni risiedono altrove: nel mercato monetario internazionale.

Il saldo delle partite correnti è collegato al movimento delle riserve ufficiali attraverso le poste del flusso netto di capitali a lungo termine e di fondi a breve termine. Nella misura in cui i due flussi siano di natura equilibrante, essi varranno a moderare l'effetto dei saldi correnti sulle riserve ufficiali.

Da un'estesa ed elaborata documentazione statistica gentilmente apprestata per questa occasione da amici ricercatori, sembrano potersi trarre le seguenti conclusioni. I flussi di capitale a lungo termine tra paesi sviluppati hanno accresciuto il bisogno di finanziamento dalle riserve ufficiali, poichè i paesi eccedentari dell'Europa occidentale sono stati importatori netti di capitale a lungo termine. I flussi di fondi a breve termine agiscono in senso squilibrante quando sono sollecitati dall'attesa di mutamenti nelle parità di cambio: disgraziatamente, il Regno Unito ha avuto ripetuta esperienza di ciò. Ma, in contrasto con i flussi a lungo termine, per la maggior parte dei paesi e del periodo sotto rassegna, essi hanno agito in senso equilibrante, anche perchè le banche centrali hanno sollecitato flussi appropriati, variando l'offerta di valuta estera al mercato e con un'azione regolatrice più generale. Un graduale affinamento delle loro tecniche operative ha assicurato via via risultati migliori. Il volume dei flussi a breve termine è andato crescendo nel tempo in relazione alle dimensioni dei saldi delle partite correnti, e negli anni più recenti l'insieme di tali flussi ha assunto un carattere più equilibrante che in passato.

Il primo esempio delle grandi possibilità del mercato monetario internazionale fu probabilmente quello fornito dal finanziamento del disavanzo dell'Italia nel 1963, quando le banche italiane si indebitarono all'estero per oltre un miliardo di dollari. Nel biennio 1966-67 le banche americane si sono analogamente indebitate per quasi tre miliardi di dollari. Altri esempi di disavanzi finanziati in larga parte attraverso il mercato sono quelli della Germania e dell'Olanda negli anni 1964 e 1965. L'Italia nel biennio 1965-66 e la

Germania nel 1967 hanno restituito al mercato parte della valuta estera proveniente dagli avanzi correnti. Anche nel caso del Giappone, l'effetto dell'alternarsi di avanzi e disavanzi correnti sul movimento delle riserve ufficiali è stato grandemente ridotto dai flussi di fondi a breve termine.

17. Il mercato monetario internazionale va così acquistando il carattere di un mercato di valuta-riserva, nel senso più largo che i flussi di fondi assumono in parte la funzione propria delle riserve ufficiali e in quello più stretto che il mercato viene alimentato in vario modo da valuta tratta dalle riserve ufficiali: attraverso le operazioni della banca centrale con le banche commerciali di ciascun paese, attraverso i depositi che le banche centrali intrattengono presso la BRI e attraverso impieghi diretti delle banche centrali stesse sul mercato internazionale.

Il mercato internazionale di valuta-riserva procede ad un proprio apprezzamento collettivo del credito meritato da singole banche e paesi, e viene incontro ai loro bisogni con flessibilità maggiore di quella ottenibile in istituti come il Fondo monetario, nei quali l'accesso al credito è collegato in maniera piuttosto rigida alle quote dei paesi richiedenti. Conseguentemente, il mercato riduce in modo più efficace per i singoli paesi il bisogno di riserve proprie. Inoltre, il volume dei fondi che si dirigono al mercato è correlato a quello degli sbilanci che sorgono negli scambi internazionali, in un meccanismo automatico di mutuo adeguamento tra fondi e usi.

18. Un quesito che si affaccia alla mente riguarda la possibilità di ulteriore sviluppo del mercato nell'ipotesi di cessazione del disavanzo esterno degli Stati Uniti.

Squilibri nei pagamenti esteri continueranno a verificarsi all'infuori degli Stati Uniti; essi verranno finanziati con le riserve esistenti o, supponiamo, mediante indebitamento a breve termine sulla piazza di New York. I paesi eccedentari saranno in grado di restituire al mercato la valuta estera di nuova acquisizione; il mercato la userà in parte per finanziare nuovi sbilanci, in parte per accrescere la propria liquidità, che, supponiamo, prenderà la forma di depositi presso banche di New York. In ultima analisi, il mercato

potrà svilupparsi nella stessa misura in cui insorgeranno sbilanci al di fuori degli Stati Uniti, in una relazione reciproca fra tali sbilanci, l'uso dei fondi da parte del mercato e le fonti del finanziamento, che ricorda quella esistente tra la domanda di prestiti bancari, il volume del credito e i depositi.

L'analogia col modo di operare di un sistema bancario va oltre, nel senso che gli intermediari finanziari presenti sul mercato monetario internazionale devono mantenere un volume di liquidità correlato al volume di depositi che ricevono. Quando la liquidità scarseggiasse essi si asterebbero dal concedere crediti addizionali, e il conseguente movimento al rialzo dei tassi d'interesse spingerebbe le banche dei paesi deficitari ad indebitarsi marginalmente a New York. L'afflusso al mercato di fondi provenienti da New York verrebbe di regola utilizzato per costituire su quella medesima piazza depositi intesi a ricondurre la liquidità sui livelli normali.

Nelle ipotesi fatte, il sistema svilupperebbe la sua liquidità in dollari attraverso crediti a breve di banche americane che troverebbero contropartita in equivalenti depositi a breve presso di esse. Nelle presentazioni della bilancia dei pagamenti usate all'infuori degli Stati Uniti, i due flussi sono trattati allo stesso modo e si compensano.

19. Andando un po' oltre, non è forse del tutto irrealistico immaginare fin d'ora una politica di cambi esteri la quale consentisse agli intermediari finanziari operanti sul mercato internazionale di rinunciare all'accumulazione di liquidità in dollari configurata qui sopra.

La variazione dello 0,75 per cento che è ora consentita nei due sensi rispetto alla parità di cambio non serve ad alcuno scopo economico di rilievo. I paesi della CEE hanno già praticamente rinunciato a modificare le stesse parità di cambio fra le loro monete, per non turbare il funzionamento del sistema di regolazione dei prezzi agricoli vigente nella Comunità.

Forse non è lontano il giorno in cui, attraverso accordi internazionali, o la definizione di nuove regole di condotta, i cambiamenti nelle parità verranno ad essere esclusi in un'area più larga, e

in cui le banche centrali adotteranno la pratica di acquistare e vendere le valute estere alla pari. In tali condizioni, le grandi banche che operano al tempo stesso in un mercato nazionale e sul mercato internazionale potranno gestire la propria tesoreria avendo riguardo ad un solo rapporto di liquidità, quello esistente tra il totale delle disponibilità liquide e il totale degli impegni, indipendentemente dalle monete in cui disponibilità e impegni fossero espressi.

20. È possibile che la situazione ora tratteggiata rifletta le mie preferenze intellettuali piuttosto che le forme reali di un futuro ragionevolmente vicino. Ma le recenti tendenze del mercato internazionale del denaro e dei capitali, sopra brevemente descritte, offrono vera promessa di una nuova e migliore via alla soluzione del problema dei pagamenti internazionali che sarebbe colpevole ignorare.

I tassi di cambio fluttuanti vengono spesso proposti quale mezzo radicale di ridurre o eliminare gli sbilanci nei pagamenti con l'estero. Ma la flessibilità dei tassi di cambio comporta una rigidità in senso più fondamentale, perchè eliminando il volano dell'espansione e contrazione delle riserve valutarie essa impone ad un paese di equilibrare le risorse con gli usi nel breve termine, oltre che nel lungo. L'impostazione alternativa, atta ad accrescere la flessibilità in questo senso basilare, ed operante nella direzione di una maggiore integrazione economica, consiste nell'adozione di una politica che promuova i flussi compensativi di fondi. In questa prospettiva, ho sottolineato il merito di un sistema di quasi assoluta rigidità dei tassi di cambio.

Anche se la politica dei cambi non si verrà configurando secondo tale auspicio, con tutta probabilità potremo beneficiare di un ulteriore sviluppo del mercato monetario e finanziario internazionale, che alla City di Londra assegnerebbe una parte comparabile, in dignità ed importanza, alla sua funzione antica di centro mondiale di riserva.

** Le argomentazioni svolte in questo saggio e nel precedente hanno formato oggetto di esame critico nella parte III dello studio di SAMUEL I. KATZ « External Surpluses, Capital Flows, and

Credit Policy in the European Economic Community, 1958 to 1967 » pubblicato col n. 22 nei *Princeton Studies in International Finance*, e in versione italiana nei nn. 1 e 2 (gennaio e febbraio) di *Banca-ria*, 1970.

Si riproducono qui di seguito i passi salienti nella trattazione del Katz:

« Tra il 1958 e il 1967 le banche centrali dei paesi della Comunità economica europea hanno agito in senso contrario alle raccomandazioni di un corpo influente di teorici dell'economia in quanto hanno scelto, in un sistema di tassi di cambio fissi e di mobilità del capitale, di indirizzare la politica monetaria prevalentemente al mantenimento dell'equilibrio interno. Esse si sono principalmente preoccupate delle loro responsabilità interne ed hanno usato i propri poteri e talenti a questo fine. Da un punto di vista storico, ne è risultato un sostanziale arricchimento nell'arte del banchiere centrale.

Ma, nel giudizio di Baffi, il peso della stabilizzazione interna è stato sostenuto dalla politica del credito con soltanto "limitato successo", misurando questo sull'aumento dei prezzi interni, sugli sviluppi nel mercato del lavoro e sulla fluttuazione nella bilancia dei pagamenti dei paesi della Comunità economica europea. Baffi è stato attento a sottolineare che il "clima monetario" del Mercato comune è stato governato dalle politiche più espansive dei tre maggiori paesi continentali dell'Europa occidentale, che hanno scelto, almeno successivamente alle rivalutazioni tedesca e olandese nel 1961, "di rafforzare l'effetto espansivo dell'avanzo esterno mediante la creazione interna di credito". Questa creazione di credito non fu, come Lutz e altri hanno immaginato che fosse, la conseguenza involontaria di limitazioni tecniche alla efficacia dell'azione della banca centrale, ma fu una scelta volontaria di politica. E ciò perchè considerazioni tecniche come "la struttura dell'attivo delle banche centrali e le limitazioni istituzionali all'applicazione di politiche restrittive non avrebbero in realtà impedito l'adozione di una linea più severa, se nel giudizio delle autorità monetarie la situazione l'avesse richiesta". Baffi manifesta la convinzione che l'insieme dei nuovi strumenti di politica disponibili nelle banche centrali sarebbe stato semplicemente "anticipato nel tempo".

Egli divide i paesi del Mercato comune in tre gruppi:

(a) paesi che hanno compensato la liquidità esterna: la Germania e l'Olanda, dal 1958 al 1961, hanno raggiunto la neutralizzazione in larga parte attraverso l'avanzo di cassa del settore pubblico;

(b) paesi che hanno evitato la creazione secondaria di liquidità interna: l'Olanda dopo il 1961 non ha più tentato di compensare l'effetto primario degli avanzi esterni;

(c) paesi che hanno permesso la creazione interna di credito: la Francia, l'Italia, la Germania dopo il 1961, hanno accettato la creazione secondaria di credito che ha rafforzato gli effetti degli avanzi di bilancia dei pagamenti sulle loro economie.

Ma le variazioni nell'efficacia della politica del credito lungo il ciclo di bilancia dei pagamenti di ciascun paese possono costituire una impostazione dell'analisi più produttiva dei confronti fra paesi. Non solo questi paesi sono "aperti" agli sviluppi esterni ma i loro avanzi di bilancia dei pagamenti, specialmente tra il 1958 e il 1961, sono stati molto grandi. Dal 1959 al 1961 gli avanzi di parte corrente di questi cinque paesi presi in gruppo sono assommati al 2 per cento del PNL; frazione che riferita al prodotto nazionale degli Stati Uniti darebbe un avanzo di 16 miliardi di dollari.

Il giudizio di Baffi che le politiche del credito avrebbero potuto essere più vincolanti, se le banche centrali avessero così deciso, lascia pensare che le azioni monetarie europee non furono il risultato inevitabile di fattori monetari esterni che sfuggivano al controllo delle banche centrali, ma furono invece in larga parte determinate da decisioni di politica. Se le autorità monetarie erano ragionevolmente convinte che una maggiore severità non fosse necessaria, nonostante i loro acquisti di valuta estera, è plausibile la deduzione che le fonti di turbamento all'equilibrio economico interno dei paesi della Comunità economica europea non provenivano direttamente da una espansione indesiderata delle grandezze monetarie di base.

Ma anche se l'avanzo esterno globale può non avere dato origine a liquidità interna non desiderata in questi paesi, sussiste sempre una potente fonte di espansione economica interna di origine esterna. I cambiamenti nell'avanzo corrente più gli investimenti netti diretti dell'estero influiscono direttamente sulla produzione di beni e servizi. In un periodo di piena occupazione, di rapido sviluppo e di attese imprenditoriali orientate all'ottimismo, l'avanzo di conto corrente e l'importazione di capitale della Comunità economica europea hanno accelerato l'espansione del reddito nazionale ed hanno anche contribuito a mettere in moto la spirale dei salari come risultato dell'eccessiva domanda sui mercati europei del lavoro: processo, questo, che resta largamente fuori del campo di efficacia diretta dei provvedimenti monetari.

La misura degli effetti di questo avanzo sul processo di espansione del reddito richiederebbe la disponibilità, che non esiste, di modelli delle cinque economie della Comunità».

Nell'assenza di un modello europeo, il Katz trae le seguenti conclusioni ipotetiche dall'applicazione del modello Federal Reserve - M.I.T. dell'economia americana:

«Senza in alcun modo implicare che i ritardi temporali e i cambiamenti settoriali nei paesi della Comunità economica europea siano comparabili a quelli derivati da una simulazione dell'economia americana, è evidente che i ritardi temporali esistono anche in quelle economie. Se così è, la subitanea espansione dell'avanzo della Comunità per beni, servizi e trasferimenti privati da una media di 630 milioni di dollari nei due anni 1956 e 1957 a una di 2,5 miliardi nei quattro anni dal 1958 al 1961 avrà continuato a costituire un fattore interno di espansione di queste economie, anche dopo la riduzione dell'avanzo di parte corrente intervenuta nel 1962.

Gli avanzi del 1958-1961, essendo intervenuti in un periodo di occupazione "troppo piena", hanno anche avviato un processo secondario di inflazione salari-prezzi in questi paesi: la pressione eccessiva sul mercato del lavoro produsse una "esplosione" salariale in Italia nel 1962-63 e in Olanda nel 1963-64, e spirali meno esplosive ma continue di salari-prezzi negli altri tre paesi. Il momento di forza di questa spirale è illustrato dall'esperienza dell'Italia, dove i salari hanno continuato ad avanzare per quasi un anno dopo la flessione della produzione industriale nella seconda metà del 1963. I lunghi periodi di validità dei contratti di lavoro, le sessioni periodiche di negoziazione, il tempo necessario affinché gli aggiustamenti intersettoriali nel livello salariale si producano contribuiscono a spiegare perchè i salari possono continuare ad avanzare anche dopo che l'iniziale stimolo della domanda sia cessato. A causa di questo processo protratto, non è mai facile fermare *di colpo* la spirale senza un'azione drastica quale un congelamento dei livelli salariali.

...La particolare efficacia della politica del credito in un periodo di disavanzo esterno e di inflazione interna deve essere considerata come prevedibile risultato di una situazione nella quale le banche centrali europee non si sono trovate in una posizione di conflitto tra la politica esterna e quella interna. Una volta cessato questo conflitto, esse poterono orientare gli strumenti di politica del credito al contenimento della domanda interna. Queste azioni sul credito, insieme con gli altri elementi

dello sforzo compiuto dalle autorità di governo per la stabilizzazione, consentirono un rapido aggiustamento dei disavanzi esterni in quei paesi tra il 1958 e il 1966, come mostrano le esperienze della Germania (1965-66), dell'Italia (1963-64), della Francia (1963 e 1966), dell'Olanda (1964) e del Belgio (1963-64). La rapida correzione dei disavanzi nei pagamenti dei singoli paesi contribuì anche alla forza della complessiva posizione internazionale della Comunità. Per questa presa nel suo insieme, il saldo delle partite correnti procedette oscillando da un largo avanzo nella seconda metà del 1961 a un avanzo equivalente tre anni dopo (tardo 1964) e nuovamente nella seconda metà del 1967. Effettivi disavanzi delle partite correnti si registrarono solo nella prima metà del 1963 e del 1964 e nel primo trimestre del 1966. La rapidità con cui il saldo delle partite correnti poté essere rovesciato in ognuno dei paesi della Comunità deve avere contribuito alla persuasione di Baffi circa la capacità delle banche centrali europee di dare efficacia alla politica del credito.

...Dopo il 1961 gli avanzi commerciali della Comunità si restrinsero e il passo dell'inflazione interna si accelerò. Questi movimenti divergenti hanno condotto alcuni osservatori a minimizzare le influenze esterne sull'inflazione europea tra il 1960 e il 1966. Ad esempio, la Banca dei regolamenti internazionali ha concluso che "poichè le esportazioni dell'Europa verso altre aree hanno cessato di crescere dopo il 1960, l'inflazione, creatasi nel 1962-63, non può essere attribuita all'influenza diretta esercitata dall'avanzo globale delle partite correnti".

Baffi conclude similmente che il movimento dei prezzi fu "in larga misura governato da variazioni di origine interna nel volume della domanda". Per misurare l'impatto degli impulsi esterni, egli istituisce confronti annuali tra il saggio di aumento dei prezzi e l'avanzo corrente (espresso in rapporto al PNL). La sua insistenza sull'origine interna dell'inflazione è basata, di nuovo, sulla coincidenza fra la riduzione nell'avanzo esterno di parte corrente e la tendenza dei prezzi all'aumento. Egli procede a descrivere un processo familiare di surriscaldamento "nel quale un'espansione della domanda d'investimento o della spesa governativa conduce ad un'esplosione salariale, la quale viene seguita da un aggiustamento verso il basso. Esperienze memorabili furono quelle dell'Italia nel 1963-64, dell'Olanda e della Germania nel 1964-66".

Ma questa insistenza sull'origine interna degli impulsi inflazionistici sembra sottostimare seriamente gli effetti *differiti* degli avanzi di parte corrente dell'Europa in almeno tre aspetti. In primo luogo, questa analisi, che è basata sul movimento del commercio estero e dei prezzi

da un anno all'altro, trascura i ritardi temporali con i quali gli impulsi esterni esercitano i loro effetti entro le economie europee. Chiaramente, due distinti sentieri temporali di reazione vennero seguiti:

(a) dalla spinta della domanda esterna al culmine della domanda d'investimento e poi di quella di consumo generate dalle esportazioni aggiuntive;

(b) dal surriscaldamento del mercato del lavoro, provocato dall'eccesso di domanda, alla successiva cresta dell'onda salariale.

Attendarsi che gli effetti interni dell'uno e dell'altro di questi cicli si compiano entro l'anno nel quale la spinta all'esportazione si verifica sembra poco realistico.

In secondo luogo, l'integrazione tra i paesi della Comunità economica europea ha accresciuto la misura in cui la domanda eccedente deborda da paese a paese. I tentativi di raggiungere l'equilibrio interno potrebbero essere disturbati, non soltanto da uno slancio delle vendite all'infuori della Comunità, ma da una domanda aggiuntiva d'importazione o di mano d'opera proveniente dai paesi membri. L'espansione delle esportazioni tedesche nel 1963-64 può essere attribuita alla domanda "eccedente" italiana e francese, così come l'"esplosione" salariale occorsa in Olanda nel tardo 1963 fu accelerata dalla domanda di mano d'opera olandese, specialmente dalla Germania.

...Infine, il conflitto tra gli obiettivi interni e quelli internazionali, che si acutizzò all'accrescersi della mobilità del capitale, costrinse le banche centrali europee a compromessi nella formulazione della politica monetaria. Limitare le influenze dei fattori esterni ai movimenti effettivi di beni e di capitale è una concezione troppo letterale; si deve tener conto anche della misura in cui le banche centrali orientarono la regolazione interna del credito al fine di evitare l'afflusso di capitali esteri ».

LA LIQUIDITÀ INTERNAZIONALE E LA RIFORMA DEL MECCANISMO DI AGGIUSTAMENTO

(Commento a Scitovsky) (*)

1. Il 1968 è stato caratterizzato da un grande impegno e da notevoli risultati nel campo della cooperazione monetaria internazionale. Si è provveduto ad erigere un sistema di difese che dovrebbe contribuire molto a tenere sotto controllo gli sviluppi futuri e che nei prossimi mesi potrebbe venire esteso sino ad abbracciare il problema dei saldi in sterline. In una sola annata ricca di eventi, seguita alla svalutazione della lira sterlina, possiamo far rientrare l'ulteriore completamento della rete di accordi di prestito reciproco a breve scadenza (*swaps*) fra la Federal Reserve Bank di New York e le altre banche centrali per circa dieci miliardi di dollari, l'arresto della fuga di oro monetario verso il mercato libero, l'accordo sulla creazione dei Diritti Speciali di Prelievo, due importanti esperienze di pronto soccorso da parte delle banche centrali a favore del Regno Unito e della Francia, e l'attuazione, già abbastanza avanzata, di un dispositivo di sicurezza per i saldi in sterline.

Alcuni di questi accordi e di queste operazioni hanno natura di interventi anticrisi; in una società di molte nazioni i principi di incendio sono inevitabili e un corpo di pompieri è necessario. Essi

(*) Commento alla relazione di Tibor Scitovsky «International Liquidity and the reform of the Adjustment Mechanism». Relazione e commento sono stati presentati al Terzo congresso dell'Associazione economica internazionale (Montreal, settembre 1968) e si trovano pubblicati nel volume di *Proceedings* dal titolo «International Economic Relations» (Macmillan, 1969). La presente versione segue, con qualche variante, quella contenuta nella edizione italiana degli Atti pubblicata dall'Istituto di economia internazionale di Genova sotto il titolo «Il futuro degli scambi internazionali» prima nella rivista *Economia internazionale* (vol. XXIII, n. 2-3) poi in volume.

non denotano tuttavia un'insufficienza nella formazione di liquidità internazionale di base. Inoltre, quando i mezzi di finanziamento degli squilibri esterni, che si sono accresciuti in modo apparentemente frammentario, vengono classificati sotto l'aspetto dell'automaticità, della durata e dei partecipanti, si scopre che formano un edificio ben costruito che probabilmente resisterà.

I suggerimenti contenuti nella relazione del professor Scitovsky dovrebbero essere valutati sulla base di questo insieme di sviluppi recenti, che forniscono una cornice più solida, sebbene non rigida, alla condotta degli affari monetari internazionali.

Se male non mi appongo, l'insegnamento che il professor Scitovsky cerca di inculcarci è che le politiche perseguite dalle autorità di governo e dalle banche centrali dei paesi eccedentari non hanno permesso che l'espansione interna delle loro economie si svolgesse al tasso che sarebbe stato necessario per scaricare i paesi deficitari di una parte dell'onere dell'aggiustamento tale da rendere loro accettabile l'onere residuo. Poichè ciò che alcuni paesi considerano accettabile non può ovviamente essere, in un mondo di uguali, il criterio dominante per stabilire ciò che altri paesi debbono fare, una valutazione delle responsabilità passate e future richiede la considerazione di molti altri fatti importanti.

In questa prospettiva, per il decennio successivo al ripristino della convertibilità si trova che:

a) Nei paesi occidentali l'inflazione ha seguito il suo corso ad un tasso lievemente in aumento, compreso tra il 3 e il 4 per cento annuo in termini di deflatori del prodotto nazionale. L'inflazione fu scelta da Lindahl come argomento della Conferenza dell'Associazione economica internazionale del 1959, perchè, come ci avverte il professor Austin Robinson, a suo giudizio essa «non rappresentava un semplice problema accademico, ma era un esempio di condotta amministrativa deliberatamente trascurata che produceva un danno immenso alle possibilità del mondo di compiere un ordinato progresso. Si trattava di un fenomeno che doveva essere padroneggiato e sradicato» (1).

(1) D.C. HAGUE (editor), *Inflation: proceedings of a conference held by the International Economic Association* (Macmillan, 1962) p. XII.

b) Le autorità monetarie dei due principali paesi deficitari, il Regno Unito e gli Stati Uniti, hanno stabilmente perseguito una politica tendente a reintegrare, mediante la creazione di credito interno, la liquidità assorbita dal disavanzo nei confronti dell'estero. Nel caso degli Stati Uniti, questa politica si risolse, nel periodo 1958-64, in un'espansione media annua del 7 per cento del volume degli investimenti e dei prestiti delle banche commerciali. Tale tasso salì al 9 per cento nei tre anni successivi, dal 1965 al 1967, mentre la bilancia dei pagamenti correnti si deteriorava.

c) I paesi eccedentari si sono astenuti dall'assorbire anche in parte la liquidità creata dall'avanzo nei confronti dell'estero (anche se è vero che, per periodi ridotti, alcuni di essi hanno stabilito limiti massimi all'espansione creditizia allo scopo di contenere la creazione potenziale di credito). Almeno tre di essi (Germania, Italia e Olanda) hanno attraversato periodi di notevole disavanzo, ma sono riusciti con relativa facilità a ristabilire le loro posizioni nei confronti dell'estero.

d) Gli Stati Uniti non sono stati costretti a sopportare un disavanzo effettivo dei pagamenti correnti; i loro problemi sono dovuti al fatto che l'inadeguatezza del loro avanzo corrente non consente di finanziare un cospicuo volume di esportazioni di capitale e di spesa statale decisa in maniera autonoma e motivata da considerazioni di carattere politico.

e) Nel paese che ha avuto un disavanzo effettivo dei pagamenti correnti, vale a dire nel Regno Unito, lungo gran parte del periodo in esame è prevalsa una situazione di pieno impiego o di eccesso di domanda di lavoro. Dal 1958 al 1964, l'eccedenza del numero dei disoccupati rispetto ai posti disponibili si è mantenuta pressochè costantemente al di sotto dell'1 per cento delle forze di lavoro; nel corso dei due anni successivi, si è avuta un'eccedenza delle offerte di impiego (i posti vacanti erano superiori alla disoccupazione). Lo stesso paese è stato di gran lunga il principale beneficiario dei finanziamenti del Fondo monetario internazionale.

f) Il Giappone ha raggiunto il più alto tasso di sviluppo del mondo nonostante la limitatezza delle sue riserve.

La lettura di questi fatti che io propongo è che essi non indicano l'esistenza di una penuria generalizzata di riserve all'interno

del sistema, nè una larga applicazione di politiche restrittive da parte dei paesi eccedentari: due condizioni queste che avrebbero reso eccessivamente pesante l'onere dell'aggiustamento che incombe sui paesi in disavanzo. Sembra che i problemi siano stati invece di carattere molto più specifico: l'esportazione dei capitali americani, la spesa statale degli Stati Uniti all'estero, e, nel caso della Gran Bretagna, i saldi in sterline, le spinte provocate dai costi, nonchè, anche qui, la spesa governativa all'estero.

2. Per sollecitare maggiormente i paesi eccedentari all'espansione, il professor Scitovsky ripresenta la proposta di Keynes di imporre un interesse a carico dei detentori di saldi in « Bancor ». Dal momento che il suggerimento non si applicava alla detenzione delle singole divise estere, l'onere avrebbe potuto essere facilmente evitato. Qualora fosse stato invece esteso anche a queste, una maggior quantità di saldi in divise estere sarebbe stata trasferita dalla banca centrale alle banche commerciali e dal mercato monetario a strumenti del mercato dei capitali di facile smobilizzo. Il tessuto dei saggi di interesse sul mercato internazionale dei fondi a breve è troppo compatto perchè una singolarità come un tasso d'interesse negativo possa trovarvi posto.

È ben vero che il livello dei tassi d'interesse è oggi così alto che la « perdita » inerente alla detenzione di riserve ingenti è piccola e la pressione a espandere che si applica ai paesi eccedentari è di conseguenza ridotta.

Il professor Scitovsky sostiene anche che, allo scopo di giungere a una più equa ripartizione dell'onere dell'aggiustamento tra paesi eccedentari e paesi deficitari, è necessario un aumento sostanziale della liquidità internazionale. Un'espansione di questo tipo si sta in effetti verificando — sebbene per vie diverse da quelle da lui proposte. Una volta ammesso tale principio, in questa sede si può forse limitare la discussione ai mezzi specifici suggeriti da Scitovsky per metterlo in pratica.

Concordo con la sua analisi del funzionamento del sistema a moneta di riserva. Aggiungerei, tuttavia, che con la creazione della rete di *swaps* con centro a New York sta prendendo forma un sistema alquanto diverso. Gli *swaps* sono bilaterali, ma il meccanismo

cui danno luogo è sostanzialmente multilaterale, perchè il paese che li accentra può prendere a prestito da alcune delle sue controparti (ad es. i paesi della Comunità economica europea) e nel contempo prestare ad altre (ad es. il Regno Unito e il Canada). Il sistema ha funzionato effettivamente in questo modo, e ciò è una ragione sufficiente per continuare a mantenerlo imperniato sopra un solo paese. Per gli Stati Uniti esso comporta una sorta di tallone multivalutario alla rovescia: gli Stati Uniti *prendono a prestito* diverse monete e prestano la loro. Inoltre, esso esenta tutti i partecipanti dal rischio di cambio inerente ai crediti in valuta estera (e fornisce una remora alla svalutazione).

Apprezzo anche l'impostazione generale di Scitovsky, circa l'opportunità di impartire alcuni effetti direzionali alla creazione delle nuove riserve. L'idea dovrebbe essere tenuta presente in occasione della prima revisione dei nuovi mezzi di pagamento del Fondo, che, allo stato attuale dei fatti, non consentono in alcun modo di orientare il potere d'acquisto addizionale verso i produttori potenziali di beni d'investimento, a vantaggio dei paesi in via di sviluppo.

3. Mentre concordo con l'impostazione generale di Scitovsky, mi sembra però di scorgere il pericolo di una distribuzione inefficiente delle risorse (con dannosi effetti collaterali sull'etica commerciale) in uno degli aspetti del suo piano, e cioè nella destinazione delle riserve di nuova formazione all'acquisto di beni di investimento *dai paesi in disavanzo*. Dal momento che le riserve di cui entrerebbero così in possesso sarebbero spese liberamente, i paesi deficitari si assicurerebbero una ragione di scambio internazionale eccessivamente favorevole. Le condizioni della concorrenza tra i diversi paesi fornitori di beni d'investimento ne risulterebbero in tal modo distorte. Per un italiano tutto ciò è poco piacevole, dal momento che il riuscire a competere con successo con le grandi potenze nell'acquisizione di importanti contratti internazionali o nell'esportazione di macchine di tecnologia avanzata è uno dei pochi campi dai quali i paesi minori possono ancora trarre qualche motivo d'orgoglio. Anche tra gli importatori dei beni d'investimento nei paesi in via di sviluppo, d'altronde, si verificherebbero distorsioni, dato che in alcuni casi i loro acquisti verrebbero sottratti, mediante interventi

di carattere amministrativo, ai fornitori che praticano le migliori condizioni di prezzo. Queste indesiderabili conseguenze potrebbero essere evitate se i Diritti Speciali di Prelievo fossero messi a disposizione del Fondo, o di altri appropriati intermediari, per scontare i crediti concessi agli esportatori di tali beni dalle banche commerciali e dalle istituzioni specializzate dei paesi di esportazione (indipendentemente dalla situazione delle loro bilance dei pagamenti).

Una prima stesura del progetto relativo ai nuovi mezzi di pagamento del Fondo contemplava la possibilità di effettuare operazioni diverse da quelle normali. Sembra che gli esperti avessero in mente un'emissione separata di DSP allo scopo di finanziare una possibile riduzione dei saldi in sterline. Ma la disposizione avrebbe potuto ugualmente consentire una speciale assegnazione di DSP ai paesi in via di sviluppo. Tale proposta fu decisamente e, direi, irragionevolmente combattuta da due paesi del continente europeo, e in seguito a ciò venne lasciata cadere.

Nondimeno, nell'attuale struttura dei DSP si ritrovano due aspetti che sembrano in qualche misura atti a richiamare il consenso del professor Scitovsky:

1) Data la distribuzione delle quote nel Fondo, i due paesi a moneta di riserva e con maggiori disavanzi riceveranno una parte molto larga di Diritti Speciali di Prelievo: circa il 25 per cento andrà agli Stati Uniti e il 12 per cento al Regno Unito, mentre la loro partecipazione alle importazioni totali dei membri del Fondo nel 1967 ammontava soltanto, rispettivamente, al 14 e al 9 per cento.

2) I paesi in via di sviluppo riceveranno appena un quinto delle assegnazioni complessive. È però probabile che spendano il 70 per cento consentito di quanto ricevono, senza che venga loro richiesto di ricostituirlo.

4. Sulla questione dei tassi di cambio, che è venuta alla ribalta nella seduta di ieri mattina e nelle tavole rotonde del pomeriggio, mi si consenta di accennare molto brevemente alle due ragioni principali che inducono a considerare con preoccupazione le proposte in favore di una maggiore frequenza delle modificazioni di parità o, alternativamente, dell'adozione dei cambi fluttuanti. Se una o l'altra politica verrà adottata, il passo dell'inflazione diverrà pro-

tabilmente più rapido, perchè i paesi più deboli, anzichè al riequilibrio interno, preferiranno ricorrere alla svalutazione con frequenza maggiore di quella odierna, e quelli più solidi saranno indotti dalle pressioni degli esportatori a contenere l'apprezzamento relativo delle loro monete. Inoltre, la marcia verso l'unione economica dell'Europa occidentale verrà rallentata, poichè la promozione del coordinamento delle politiche economiche si giova meno delle deliberazioni di esperti e ministri che della capacità di costrizione dei cambi fissi. I movimenti dei capitali in regime di cambi fissi, ci si dice, limitano talvolta l'efficacia della politica monetaria. Ma tali movimenti costituiscono solo uno dei molteplici fattori che fanno variare la liquidità interna, e i loro effetti indesiderati possono essere compensati, tranne in casi del tutto eccezionali, da interventi appropriati sulle altre fonti di creazione di base monetaria.

** Per connessione di argomento, si dà qui di seguito la replica del professor Scitovsky ai commenti alla sua relazione, traendola dal citato volume di *Proceedings* (pp. 268-69) (2):

« Il professor Scitovsky afferma di ritenere che il disaccordo è minore di quanto abbiano preteso gli intervenuti. Nella sua relazione, egli ha semplicemente voluto esaminare, a mo' di esercizio intellettuale, cosa si può fare per l'economia del mondo accrescendo soltanto le riserve, e nient'altro. Quindi, non ha alcun motivo di divergenza coi professori Sohmen e Lindbeck, che hanno proposto dei metodi migliori.

In merito ad alcune considerazioni contenute nella sua relazione, sostiene di non aver avuto l'intenzione di attribuire la responsabilità della situazione attuale a qualche particolare individuo o paese. Qualche responsabilità forse esiste, se non in termini di comportamento, per il fatto di non aver voluto negoziare degli accordi internazionali — specie da parte dei paesi eccedentari. Nel 1944 gli Stati Uniti erano virtualmente il solo paese in avanzo, e la loro politica a Bretton Woods e più tardi fu proprio quella tipica dei paesi eccedentari. Ora hanno capito che una condizione di questo tipo può venir meno improvvisamente. Gli accordi di Bretton Woods contemplavano la clausola della divisa scarsa, che è tuttavia rimasta lettera morta in seguito alle pressioni politiche dei paesi creditori.

(2) Pp. 349-350 della citata edizione italiana.

Il professor Scitovsky afferma di dissentire soprattutto dal dottor Baffi, il quale ha osservato che le proprie idee sono influenzate dal fatto di essere funzionario di una banca centrale. A suo giudizio, tali idee sono ancor più influenzate dal fatto che il dr. Baffi è un banchiere centrale italiano. L'esperienza italiana di qualche anno fa in materia di eliminazione di un disavanzo della bilancia dei pagamenti costituisce un primato mondiale per il modo celere e apparentemente poco gravoso con cui il problema è stato affrontato e risolto. Egli si augura che il dr. Baffi voglia svelare il segreto di tale successo, ma teme che le idee di questo circa ciò che ci si può attendere dagli altri paesi siano indebitamente influenzate da quella esperienza unica. Il dr. Baffi sembra pensare che il ripristino dell'equilibrio sia più agevole e meno penoso di quanto in effetti è risultato essere in altri paesi.

Il professor Scitovsky afferma di voler correggere l'equivoco che egli abbia auspicato una politica di espansione da parte dei paesi eccedentari. Egli ha soltanto detto che in regime di *gold standard* nei paesi creditori solevano manifestarsi spinte espansive che inducevano a ristabilire l'equilibrio dei pagamenti; e che dovremmo tenere presente questa esperienza. Col che intende dire che i paesi eccedentari dovrebbero provvedere al ripristino dell'equilibrio, od essere obbligati a farlo; ma questo non significa necessariamente che l'aggiustamento debba avvenire mediante una politica di espansione. Ci sono molti altri modi per ottenere lo stesso risultato: le modificazioni di parità, la temporanea liberalizzazione delle importazioni, e così via. In molti casi, tali misure sollevano meno obiezioni che non una politica di espansione.

Il dr. Baffi ha naturalmente criticato la proposta di far gravare sui paesi eccedentari questa pressione, sostenendo che in un mondo di uguali è intollerabile imporre ad altri ciò che viene considerato corretto da parte di alcuni paesi. Il professor Scitovsky è d'accordo sul principio, ma argomenta che questo deve essere osservato simmetricamente. Il dr. Baffi ha sottolineato l'importanza del problema inflazionistico, citando in termini di approvazione la sintesi fatta dal professor Robinson del pensiero di Lindahl in proposito. Seguendo il criterio del dr. Baffi, non bisognerebbe neppure tentare di imporre ai paesi deficitari politiche troppo restrittive. Stabilità dei prezzi, sviluppo e occupazione rappresentano obiettivi alternativi, il cui equilibrio vicendevole costituisce ancora un dilemma per tutti i paesi del mondo. Dobbiamo perciò accettare il fatto che i diversi paesi desiderino risolvere il problema nella loro maniera specifica, con i loro propri metodi. Una qualche forma di compromesso è tuttavia neces-

saria, perchè il nostro è un mondo in cui le azioni di un paese modificano anche il benessere degli altri. Dobbiamo accettare che il comportamento e le funzioni di preferenza dei diversi paesi siano differenti; dobbiamo anche accettare il fatto che la funzione di preferenza di un paese influenza il benessere di altri paesi. Questo significa che qualunque scelta si voglia fare per un nuovo sistema di riserve, questa modificherà la natura del compromesso. Per citare un esempio, mentre Sohmen e Lindbeck sostengono i cambi flessibili, Baffi li considera inflazionistici e quindi li respinge. Il suo giudizio è esatto; ma prima di effettuare la propria scelta, Baffi dovrebbe considerare i vantaggi compensativi che i cambi flessibili avrebbero. Essi diminuirebbero l'interdipendenza delle economie dei diversi paesi e attenuerebbero quindi il bisogno di un compromesso in vista di una migliore coesistenza. E questo è un vantaggio che vale certamente qualche sacrificio in termini di stabilità dei prezzi ». « Sosterrei pertanto la necessità di un certo compromesso non solo tra i diversi paesi, ma anche tra di noi, economisti internazionali, nel nostro modo di pensare e nelle nostre raccomandazioni ».

IL MOVIMENTO DEI SALARI E DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI NELLA RECENTE ESPERIENZA ITALIANA E INTERNAZIONALE (*)

1. Durante il quarto di secolo trascorso dalla fine della seconda guerra mondiale, non si è dato in alcun paese, all'infuori forse della piccola Olanda, un caso di aumento della domanda monetaria, che sia stato dominato senza svalutazione, di dimensioni confrontabili a quello di cui l'Italia fece l'esperienza nel 1962-63. Se è vero che questa esperienza non presenta un interesse speciale sotto il profilo delle armi e delle strategie usate nella battaglia, essa è importante per la forza dell'attacco che venne respinto.

Farò una breve descrizione di due movimenti ciclici che mi sembrano essere stati più pronunciati sul continente: quello dell'Olanda nel 1963-64 e della Germania nel 1965-66. Mi occuperò in seguito del movimento italiano del 1962-63, alla luce di un'analisi sommaria dei rapporti fra liquidità e reddito.

2. L'espansione della domanda monetaria prodottasi in Olanda nel corso dei due anni 1963-64 fu di ampiezza comparabile a quella dell'Italia nel 1962-63: 31 per cento in Olanda, 33 per cento in Italia. Per l'anno 1964 preso isolatamente, essa fu in Olanda del 19 per cento, contro un massimo italiano del 17 per cento nel 1963. Si resta sorpresi di incontrare movimenti tanto violenti in un paese ben regolato, che aveva rivestito di forme istituzionali il concerto tra le parti sociali intorno alla fissazione dei salari, e nel quale la creazione di liquidità era retta da un'analisi scientifica degli impulsi

(*) Comunicazione presentata alla Société d'économie politique di Parigi il 25 marzo 1969. Pubblicata nel testo francese in *Moneta e credito*, giugno 1969, n. 86.

monetari più avanzata che altrove. La spiegazione di questo paradosso risiede in parte almeno nelle influenze esterne.

L'evoluzione dei salari regolati in Olanda, durante gli anni precedenti, non aveva seguito interamente l'espansione della domanda globale: quest'ultima essendo formata per una frazione rilevante dall'esportazione netta, che nella media annuale del 1958-1963 fu uguale al 2,7 per cento del prodotto nazionale, livello molto elevato, per quanto decrescente nel tempo. Inoltre, i salari olandesi erano inferiori in termini assoluti a quelli dei paesi limitrofi, di modo che la tendenza al livellamento esercitata dal commercio internazionale era rafforzata dall'influenza più diretta dell'emigrazione dei lavoratori. La disciplina ufficiale fu dapprima evasa con il mercato nero della manodopera e dovette in seguito arrendersi essa stessa alle realtà della situazione con la concessione, nell'ottobre 1963, di un aumento del 10 per cento in due tappe ravvicinate, l'introduzione di un salario minimo e la facoltà di contratti migliorativi d'azienda. L'aumento del costo del lavoro per persona occupata dal 1963 al 1964 raggiunse in definitiva il 17 per cento.

Il saldo delle transazioni correnti della bilancia dei pagamenti, espresso in percentuale del prodotto nazionale, cadde da 0,7 a — 1,2. Questo movimento abbastanza limitato in rapporto all'espansione globale della domanda monetaria e più specialmente alla spinta salariale sembra doversi attribuire ad un fattore esterno, ossia al carattere internazionale di quella spinta, e a due fattori interni: l'elasticità dell'offerta e l'alta propensione al risparmio delle famiglie. Calcolato sulla medesima base che per l'Olanda, l'aumento dei costi del lavoro nell'industria fu nel 1964 del 9 per cento in Germania, 8 in Francia, 12 in Italia, 7 nel Regno Unito.

Il prodotto nazionale aumentò dell'8 per cento in termini reali. La domanda aggiuntiva si diresse per più di due quinti verso l'investimento, soprattutto nell'edilizia, nei lavori pubblici e nelle scorte. La propensione marginale al consumo cadde al livello assai basso di 0,6.

La bilancia dei pagamenti dell'Olanda registra movimenti importanti di capitali a lungo termine in entrambe le direzioni; tanto nel 1962 quanto nel 1963 i due flussi di opposto segno si erano all'incirca compensati. Il riscaldamento congiunturale, l'assorbimen-

to di liquidità dovuto al disavanzo corrente che lo accompagnò, l'aumento conseguente dei tassi di interesse, causarono un'importazione netta di fondi dall'estero abbastanza larga (700 milioni di fiorini) cosicchè le transazioni con l'estero prese nel loro insieme non determinarono alcun effetto restrittivo della liquidità. La creazione interna di liquidità fu più ampia che nel 1963, soprattutto a causa dell'espansione nel disavanzo di liquidità del settore pubblico; tanto che in definitiva la liquidità globale si accrebbe del 9,5 per cento.

Questo tasso di creazione della liquidità fu all'incirca mantenuto nel 1965. E anche nel corso degli anni successivi, le autorità olandesi sembrano aver deciso che sia saggia norma di comportamento per un paese tenersi al passo col tasso di inflazione medio dei mercati esteri. Se l'economia di quel paese ha la fortuna di trovarsi in forte espansione reale, il margine d'inflazione è assicurato aumentando in misura anche più forte il volume della domanda monetaria. In Olanda, l'accrescimento della domanda monetaria è proseguito dal 1964 a un ritmo abbastanza stabile del 10 per cento annuo. Gli avanzi della bilancia dei pagamenti sono scomparsi.

3. Dopo il 1960, il tasso di espansione dell'economia tedesca si è nettamente ridotto, in termini reali, in rapporto al decennio precedente: dal 7,5 per cento annuo nel corso del periodo 1951-1960, esso è caduto, tra il 1961 e il 1968, al 4,5 per cento. Il limite allo sviluppo della capacità di produzione si è trovato piuttosto dal lato dell'offerta di manodopera che da quello del risparmio-investimento. Il livello degli investimenti è rimasto alto, anche se l'esistenza di un clima di opinione avverso all'inflazione ha causato un trasferimento importante di risorse verso l'estero attraverso l'esportazione netta. Ma la forza di lavoro è aumentata di poco (500 mila unità dal 1961 al 1965) e solo grazie all'immigrazione di manodopera forestiera (900 mila unità nei cinque anni). Dopo il 1965, le forze di lavoro e il numero degli occupati sono diminuiti.

Un'economia è sensibile all'inflazione in ragione grosso modo inversa alla sua espansione reale, che offre una superficie più o meno ampia all'assorbimento della domanda addizionale (l'esempio del-

l'Inghilterra, fra altri, sembra offrire testimonianza di questa relazione).

Sullo sfondo di uno slancio reale meno vivo, verso il 1964-65 la domanda monetaria sopravanzò di molto l'offerta reale. Quest'ultima subì nel 1965 le limitazioni di un cattivo raccolto agricolo, di una riduzione degli orari di lavoro e di un abbassamento della produttività causato dal tesoreggiamento della manodopera. Dal lato della domanda monetaria, la situazione fu caratterizzata da una espansione prociclica del disavanzo del settore pubblico. La liquidità creata dal finanziamento del disavanzo, aggiungendosi alla liquidità eccedentaria di cui disponevano le banche all'inizio dell'accensione congiunturale, prolungò nel tempo la distanza di frenaggio delle misure restrittive adottate dalla banca centrale: riduzione dei contingenti di sconto, aumento dei tassi applicati al sconto, alle anticipazioni su titoli e alle operazioni di mercato aperto. Questa azione sui tassi del mercato monetario propagò i suoi effetti al mercato dei capitali. In presenza di un aumento simultaneo del costo del lavoro e del capitale la domanda d'investimento del settore privato cadde. Nell'autunno, venne decisa una riduzione degli investimenti del settore pubblico.

Ma — per confessione della stessa banca centrale — la forza curativa maggiore fu quella dell'importazione netta di beni e servizi, uguale nell'anno a 6,2 miliardi di DM (contro un'esportazione netta pari a 1 miliardo di DM nel 1963 e a 500 milioni nel 1964). L'effetto restrittivo esercitato dal disavanzo corrente sulla liquidità interna fu compensato per tre quarti dall'afflusso di capitali; ma l'effetto di espansione dell'offerta reale dovuto al rovesciamento della bilancia corrente fu quasi uguale al 2 per cento del prodotto nazionale e tanto più efficace perchè l'importazione aggiuntiva si concentrò nei settori dei prodotti finiti (+ 30 per cento) e delle derrate alimentari (+ 20 per cento).

La Repubblica Federale, che per tanto tempo era stata contaminata d'inflazione dal resto del mondo, faceva per una volta importazione di stabilità, proveniente soprattutto dai due paesi che si trovavano in fase di bassa congiuntura: la Francia aumentando le sue vendite del 25 per cento, l'Italia del 47.

Verso la metà del 1966, l'equilibrio esterno era ritrovato; ma l'aggiustamento andò troppo oltre e sfociò nella recessione del 1967.

4. Nelle due esperienze che ho appena richiamato, è certo che fattori specifici all'economia in causa, insieme con lo stato della congiuntura internazionale, aiutarono a correggere la situazione esterna. La persistenza e l'ampiezza degli avanzi di bilancia dei pagamenti prima del surriscaldamento congiunturale, e le rivalutazioni del 1961, testimoniano la competitività delle due economie. Grazie al forte presidio delle riserve valutarie acquisite, la fiducia nelle due monete non fu scossa, tanto che la tensione della liquidità e dei tassi d'interesse fu alleviata dall'entrata dei capitali. Un forte potenziale di espansione era assicurato, in Olanda come in Germania, dall'elevato tasso d'investimento e dall'accrescimento della produttività. Ma i due paesi hanno potuto mantenere nel medio termine, senza pregiudizio per l'equilibrio esterno, un tasso di espansione ancora più elevato in termini monetari, a causa dell'inflazione strisciante nel resto del mondo e della cronica situazione di disavanzo esterno dei due maggiori paesi anglosassoni.

5. Anche in difetto di condizioni specialmente favorevoli, il *modus operandi* dell'economia aperta, in regime di fissità del tasso di cambio, sviluppa forze equilibratrici che, nell'assenza di interventi perversi dell'autorità, sono atte ad assorbire l'eccesso di domanda. Vorrei presentarvi brevemente una interpretazione di questi meccanismi, per servirmene nell'esame dell'Italia.

Nell'ipotesi più semplice, che le transazioni si svolgano tra due operatori, imprese e famiglie, e che la massa salariale rimanga uguale nel tempo, una data situazione di remunerazione del capitale e dell'impresa si manterrà a condizione che le famiglie, nel corso di ciascun periodo di produzione, riversino alle imprese, mediante la spesa, i redditi che hanno tratto dalle imprese stesse nel periodo precedente sotto forma di salari, interessi e profitti. Questa condizione non è soddisfatta se vi è tesoreggiamento del numerario.

Ci si avvicina alla realtà introducendo gli altri operatori economici. Lo schema dei conti della nazione francese li designa sotto i nomi di amministrazione, istituti finanziari, estero. La rete di

rapporti che si stabilisce fra i settori, come all'interno di ciascun settore, non assicura che la totalità del potere di acquisto creato nel corso di un ciclo di produzione in seno alle imprese nazionali si traduca in domanda dei loro prodotti. Se vi è una perdita nel circuito, la redditività delle imprese ne soffre e può anche annullarsi. In un'economia aperta, la perdita più frequente è verso l'estero. Se un paese importa più di quanto esporta, una parte del potere d'acquisto che si era formato all'interno, uguale all'eccedenza di importazioni, è catturato dall'estero.

La perdita può essere dovuta all'esportazione netta di capitale: fra le partite correnti ed i movimenti di capitale si potrà avere compensazione o cumulazione di effetti. Essa prende origine dalle transazioni del settore pubblico, ogniqualevolta l'entrata tratta dall'imposta > dall'indebitamento a medio e lungo termine eccede la spesa.

Infine, l'attività degli intermediari finanziari (diversi dalla banca centrale) può essa stessa esercitare un effetto di prelievo sul flusso del reddito, se una parte delle risorse interne che si dirigono verso gli intermediari è utilizzata per ridurre l'indebitamento verso la banca centrale o per collocare fondi sul mercato monetario internazionale. In entrambi i casi, si produrrà all'interno un effetto moltiplicativo dovuto alla distruzione di base monetaria.

In breve, si possono formulare quattro ipotesi principali nelle quali il flusso circolare del reddito si realizza imperfettamente, nel senso che, pur in assenza di aumenti salariali, le imprese nazionali traggono dalle loro vendite all'interno e all'estero un ricavo insufficiente a mantenere intatti i margini di profitto preesistenti. Questa insufficienza risulta dall'una o dall'altra delle perdite seguenti:

- 1) tesoreggiamento del biglietto da parte del pubblico;
- 2) distruzione di base monetaria da parte delle banche;
- 3) avanzo di bilancio;
- 4) disavanzo della bilancia dei pagamenti di base.

6. Queste conclusioni devono essere adattate all'ipotesi di sviluppo. Lo sviluppo richiede una creazione netta di liquidità che, nell'ipotesi di costanza dei prezzi e del rapporto tra averi liquidi e prodotto nazionale, dovrà avvenire al medesimo tasso dello sviluppo reale programmato.

Se il bilancio dello Stato e la bilancia dei pagamenti sono in equilibrio, la creazione richiesta di liquidità ha luogo attraverso l'indebitamento delle imprese presso le banche e di queste presso la banca centrale. Una parte della liquidità aggiuntiva si dirige alle famiglie; all'attivo del bilancio delle imprese essa viene sostituita dall'accrescimento delle scorte di materie prime, semilavorati e prodotti finiti che lo sviluppo comporta. L'assorbimento di liquidità da parte delle famiglie, nei limiti indicati, non è di ostacolo alla continuazione dello sviluppo. In queste condizioni una semplice decelerazione nel tasso di creazione di base monetaria da parte della banca centrale può essere spesso sufficiente affinché un eccesso di domanda monetaria sia assorbito dallo sviluppo.

L'aggiustamento è meno agevole se la domanda monetaria aumenta più rapidamente dell'offerta reale in seguito all'attivazione di liquidità preesistente o al finanziamento del disavanzo del bilancio. Per assorbire l'eccesso di domanda monetaria in queste condizioni può essere indispensabile un arresto, piuttosto che una semplice decelerazione della creazione residua di liquidità.

La severità di questa conclusione discende dall'ipotesi di equilibrio della bilancia dei pagamenti. Ma per un paese a tasso di cambio fisso, e dotato di riserve, una parte dell'eccesso di liquidità è assorbita dal disavanzo esterno, ciò che riduce di altrettanto la restrizione richiesta alla banca centrale. La domanda eccedentaria trabocca verso il resto del mondo ed è assorbita dall'importazione netta, che distrugge una parte della liquidità di origine interna. È quasi normale che durante questa fase la banca centrale lasci operare il restringimento che ne risulta nella liquidità del mercato, senza aggravarlo con una restrizione nella propria creazione di liquidità interna.

Questa analisi assegna all'espansione dell'offerta interna una rilevanza prevalente rispetto all'intervento della banca centrale e del Tesoro nella riduzione delle spinte inflazionistiche. Essa si adatta alla richiamata esperienza della Germania e dell'Olanda, ma è fondata soprattutto su quella dell'Italia.

7. Nel corso dei tre anni dal 1959 al 1961 la produzione industriale e più in generale il prodotto nazionale segnarono in Italia una espansione rapida e sostenuta, in un quadro di stabilità mone-

taria quasi assoluta. L'espansione del prodotto nazionale fu prossima al 7 per cento in termini reali, il tasso annuale d'aumento dei prezzi (deflatore del PNL) fu dell'1,5 per cento soltanto. Il tasso di variazione dei guadagni orari dell'industria fu poco inferiore al 5 per cento e ciò in presenza di un ritmo di espansione della produzione industriale uguale al 12,5 per cento. Tenuto conto della variazione dell'occupazione, risulta che il costo del lavoro per unità prodotta si ridusse di circa il 10 per cento in tre anni. In parte a causa di questa flessione dei costi, l'espansione produttiva sembra essere stata guidata dall'esportazione; in effetti, le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno chiuso in media, durante quei tre anni, con un avanzo uguale all'1,6 per cento del prodotto nazionale e il rapporto dell'esportazione di beni e servizi al prodotto nazionale è aumentato dal 14 per cento nel 1959 al 16 per cento nel 1961. Soprattutto con riferimento a quei tre anni è fondato parlare di miracolo economico. Ma le medie che ho appena citate, per esigenza di brevità, sono un poco artificiali, perchè l'evoluzione dei dati ufficiali palesa l'instaurarsi di una tensione crescente nella situazione monetaria e produttiva.

Verso il 1962, il sistema era prossimo al pieno impiego della capacità di produzione, soprattutto nei settori, ad esempio la chimica e la siderurgia, che dovevano fronteggiare una domanda più dinamica. La situazione del mercato del lavoro risentiva del ritmo elevato delle assunzioni nel corso del 1960-61, della domanda di manodopera proveniente dal resto dell'Europa e degli squilibri interni fra regioni. In presenza di questa situazione abbastanza nuova, il mondo del lavoro sembra aver adottato una nozione più esigente dei suoi diritti, e questo tanto nell'impiego pubblico quanto nel settore privato. Al tempo stesso, la situazione politica evolveva verso la partecipazione dei socialisti all'esercizio del potere, che si realizzò in due tappe: con l'astensione benevola o l'appoggio esterno al governo dal febbraio del 1962, con la presenza attiva in dicembre. La prima breccia nel fronte del padronato fu aperta in febbraio con un aumento salariale medio del 14 per cento nell'industria tessile, industria nella quale il contratto in scadenza datava dal 1959 e che subiva l'effetto del graduale chiudersi del ventaglio dei salari soprattutto attraverso il miglioramento relativo della remunerazio-

ne della manodopera femminile. Nel mese di maggio, gli stipendi nell'amministrazione pubblica furono aumentati del 24 per cento.

Il fronte crollò nell'autunno-inverno del 1962-63. In ottobre, gli operai della Fiat riuscirono, dopo una viva lotta, a strappare un aumento globale del 15 per cento. In novembre, le imprese metallurgiche del settore pubblico firmarono un accordo che le gravava di un costo addizionale del 22 per cento. La metallurgia privata fece seguito nel febbraio 1963 col 19 per cento. Alla stessa data, gli stipendi nell'amministrazione pubblica fecero un secondo balzo del 22 per cento. La spinta continuò nel corso del 1963 e del primo semestre 1964 e prese maggiore vigore nel settore dell'edilizia. Tra la media del 1961 e quella del 1964, ossia nello spazio di tre anni, essa si concretò in un aumento del 74 per cento nell'edilizia, del 61 nella pubblica amministrazione e del 51 nell'industria.

L'equilibrio monetario subì dunque nel corso del 1962-63 la duplice pressione di un *boom* degli investimenti e di una esplosione dei salari. L'urto della domanda eccedentaria fu assorbito per quattro quinti dai prezzi e per un quinto dalla bilancia dei pagamenti; il livello medio dei prezzi del prodotto nazionale aumentò del 15 per cento tra il 1961 e il 1963, e il peggioramento del saldo delle transazioni correnti con l'estero fu uguale al 3,2 per cento del prodotto nazionale (da + 500 milioni di dollari nel 1961 a — 700 nel 1963). Il movimento dei capitali si volse esso pure da un saldo attivo di 200 milioni di dollari nel 1961 a — 300 nel 1962 e — 500 nel 1963. Il deterioramento della bilancia di base tra il risultato del 1961 e quello del 1963 raggiunse dunque quasi 2 miliardi di dollari: da + 700 a — 1.200.

8. L'azione di difesa contro questa ondata d'inflazione non si avvale dei mezzi moderni di controllo della congiuntura, che altri paesi, ad esempio la Svezia, sanno manovrare con destrezza. La politica di bilancio difettò totalmente di flessibilità e di scelta dei tempi. Uno studio dell'OCSE appena pubblicato afferma che in Italia le misure di politica di bilancio sono state adottate di regola con un anno di ritardo sulla situazione che le richiedeva. La politica monetaria italiana, confrontata poniamo a quella applicata dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, è stata caratterizzata da

un minor grado di specificità e di articolazione, fuorchè forse nella disciplina della posizione delle banche sull'estero: tuttavia essa è stata coronata da un maggior successo.

Si è sorpresi di constatare che l'ondata inflazionistica si rompe contro difese tradizionali, e si arriva a supporre che essa sia andata perdendo forza a misura che il tempo passava. Vi è dunque da domandarsi se e in quale grado l'azione delle autorità monetarie sia stata coadiuvata da meccanismi di aggiustamento interni al sistema economico medesimo, a cominciare da quelli che ho appena presentato in linea astratta come fattori di riduzione del flusso della spesa.

9. Mentre il prodotto nazionale aumentava del 13 per cento nel 1962 e del 14 nel 1963, la massa salariale progrediva in ragione del 15 e del 20 per cento rispettivamente. L'espansione della circolazione fiduciaria (biglietti e monete metalliche) la seguiva dappresso col 15 e il 19 per cento.

Per finanziare l'aumento dei costi di lavoro le imprese dovevano sia utilizzare le loro disponibilità liquide, sia fare appello al credito bancario. La parte di questo ricorso che si riversava nella circolazione fiduciaria esercitava un prelievo equivalente sulla liquidità delle banche; la parte che rifluiva verso queste sotto forma di aumento dei depositi esercitava un effetto frazionale di drenaggio della liquidità bancaria uguale all'obbligo di riserva.

Il prelievo era alquanto aggravato dall'aumento del rapporto tra la massa fiduciaria e il reddito nazionale: fenomeno abbastanza sorprendente in fase di inflazione, che sembra essere stato causato dalla alterazione nella distribuzione del reddito a profitto dei lavoratori dipendenti. La composizione delle attività liquide risulta soprattutto dalle preferenze delle famiglie. Se le preferenze delle famiglie operaie si distribuiscono intorno a un modulo diverso da quello del resto della popolazione, ogni cambiamento nella partecipazione dei lavoratori dipendenti al prodotto nazionale si rifletterà nella struttura delle attività liquide. Ora, in Italia sono le famiglie dei salariati e degli impiegati che detengono una maggiore proporzione di biglietti rispetto alle altre attività liquide e più ge-

neralmente alle altre attività finanziarie, e sono esse che nel 1962-63 riuscirono ad aumentare la propria quota nel reddito nazionale.

10. Si può immaginare che, se la banca centrale e il Tesoro non avessero iniettato liquidità aggiuntive nel circuito, la diminuzione della liquidità bancaria avrebbe presto mutato il corso della congiuntura. Ma questa ipotesi di neutralità degli organi che creano la liquidità ultima è talmente remota dalle realtà della situazione che non ha nemmeno diritto di iscriversi nella storia dei « se ».

A sostegno dell'espansione della base monetaria consentita dalla banca centrale durante i due anni, si è talora argomentato che l'opinione internazionale, lo stato della nostra bilancia dei pagamenti, gli investimenti in corso la giustificavano. Questi tre argomenti mi sembrano fondati. La nostra bilancia dei pagamenti aveva registrato, nel corso dei quattro anni 1958-1961, un avanzo totale di 2 miliardi di dollari nelle transazioni correnti e di 700 milioni nei movimenti di capitale; nel 1962 essa fu ancora largamente attiva. Gli organismi internazionali ci sollecitavano ad impiegare in Patria le nostre risorse produttive. Una massa importante di investimenti era in corso, soprattutto nelle industrie di base, e il loro compimento ci avrebbe presto ripagati, con l'espansione dell'offerta reale, della tensione che essi causavano nel frattempo.

Ma qui vorrei menzionare un altro elemento sul quale una politica monetaria restrittiva avrebbe avuto un effetto abbastanza limitato e che in rapporto ad essa si presentava piuttosto come un dato della situazione. Si tratta delle brecce nel fronte dei salari che si produssero nel corso del primo semestre 1962 e dell'arretramento dell'intero fronte che ne seguì. Esisteva dunque una esigenza prioritaria anche rispetto al finanziamento dello sforzo di investimento: quella di finanziare l'aumento del fondo di esercizio delle imprese. Si può affermare che la nuova piattaforma salariale e il livello di occupazione esistente determinavano insieme il volume del credito addizionale che si rendeva necessario per evitare una rottura dell'equilibrio produttivo.

Con la saggezza del poi, propendo a credere che l'espansione seguita fu nell'immediato un poco superiore all'ottimo. Ciò sembra

provato dall'anticipo che la dinamica dei salari e dei guadagni effettivi per addetto alla produzione prese su quella delle tariffe salariali. Lo slittamento dei salari (*wage drift*) era rivelatore di uno stato d'inflazione della domanda.

11. L'espansione della base monetaria fu assicurata dal ricorso delle aziende di credito all'istituto di emissione e al mercato monetario internazionale, come pure dal finanziamento monetario del disavanzo del settore pubblico.

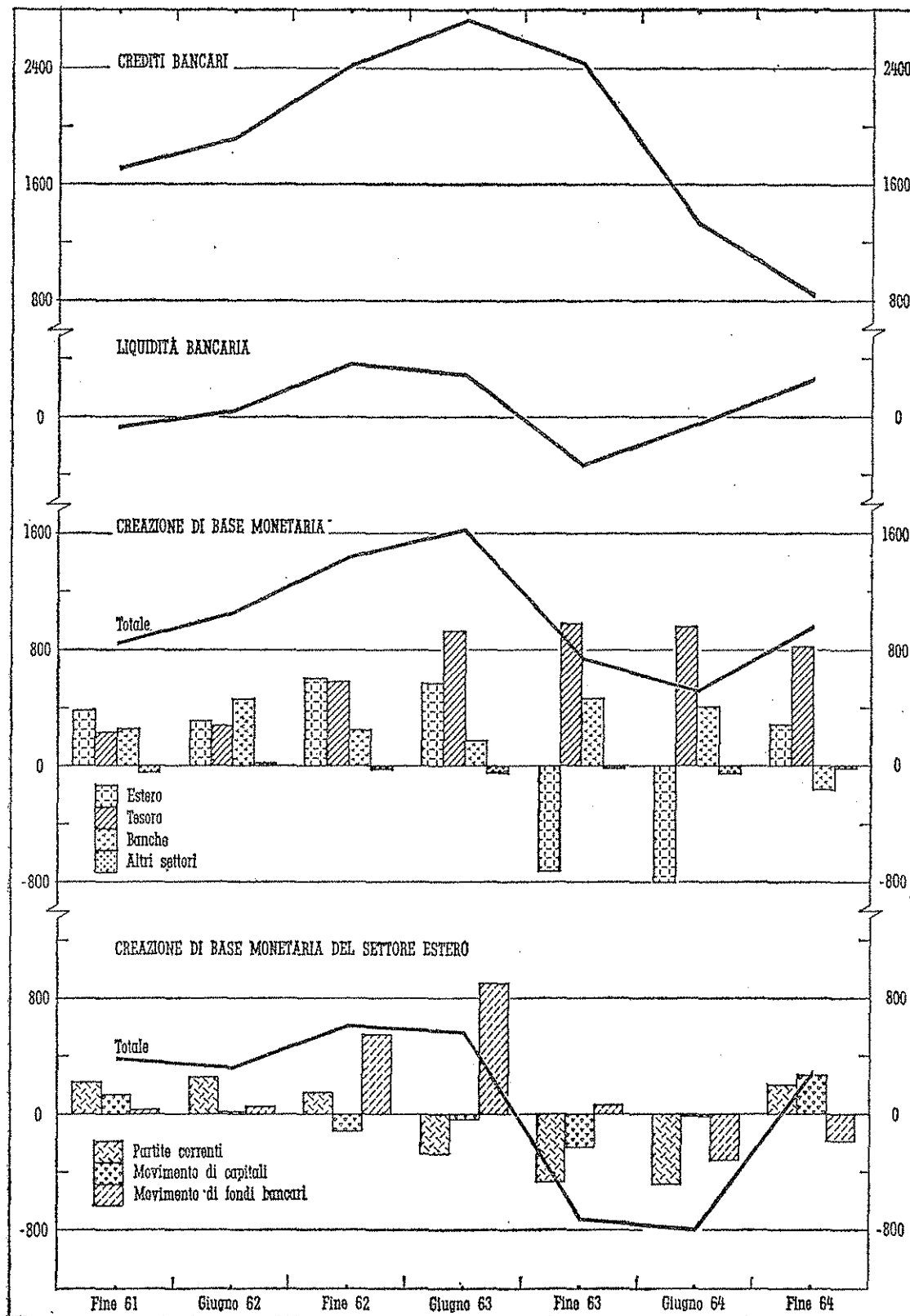
Il grafico «Credito e liquidità» presenta in termini quantitativi, nella sua sezione mediana, l'effetto creatore di base monetaria dei tre fattori: operazioni con l'estero, disavanzo del bilancio, indebitamento delle aziende di credito presso l'istituto di emissione. Esso mostra che il disavanzo ha esercitato la principale e più persistente influenza espansiva.

Gli istogrammi concernenti le aziende di credito mostrano che il loro indebitamento presso l'istituto di emissione ebbe un effetto moderatamente espansivo, più debole al culmine della crisi. Le operazioni delle banche hanno tuttavia contribuito all'espansione della base monetaria per l'altro canale del ricorso al mercato monetario internazionale, che è presentato nella sezione inferiore del grafico, relativa alle operazioni con l'estero.

Se si confronta la quarta curva del grafico con la terza e questa con la seconda, si constata che il movimento ciclico della creazione di base monetaria riflette essenzialmente quello delle transazioni con l'estero e si riflette a sua volta nel ciclo della liquidità bancaria. Risulta dalla sezione inferiore che nella fase più acuta della crisi, ossia tra la fine del 1962 e la metà del 1963, l'espansione netta nella creazione di liquidità fu causata dall'indebitamento a breve termine delle banche sul mercato internazionale, che raggiunse dimensioni sufficienti per compensare l'effetto restrittivo delle transazioni correnti e dei movimenti di capitale e lasciare un margine tradottosi nell'aumento delle riserve ufficiali: quest'ultimo provocava a sua volta un'espansione equivalente della tesoreria in lire delle banche.

Un siffatto duplice risultato ci parve paradossale e perfino urgente: vi si mise fine con l'imposizione alle banche di un limite all'in-

CREDITO E LIQUIDITÀ
(variazioni annuali, in miliardi di lire)



debitamento verso l'estero. In effetti la loro posizione debitrice cominciò a flettere nell'autunno.

12. Vorrei qui menzionare di passaggio che questo medesimo effetto più che compensativo dell'indebitamento estero si ritrova nell'evoluzione della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti durante il 1968.

Le partite correnti (merci, servizi e trasferimenti unilaterali) hanno segnato un passivo di 900 milioni di dollari. L'acquisizione netta di attività sull'estero è stata di 4,9 miliardi di dollari per il settore privato e di 2,3 per il governo. Il totale da finanziare era dunque di 8,1 miliardi: gli Stati Uniti ne hanno trovati all'incirca 10 nelle transazioni internazionali del settore privato, e di conseguenza hanno potuto aumentare le loro riserve monetarie ufficiali di 900 milioni e ridurre di un miliardo circa il debito verso enti ufficiali stranieri (per compensazione parziale tra una riduzione di 3 miliardi nell'indebitamento liquido e un aumento di 2 in quello a medio termine).

I 10 miliardi sono stati formati nel modo seguente: 4,2 miliardi dal collocamento di titoli all'estero; circa 1 miliardo dagli investimenti diretti dell'estero negli Stati Uniti e dall'indebitamento esterno a lungo termine delle banche americane; 3,4 miliardi da debiti liquidi (ossia depositi e titoli del mercato monetario) verso le banche commerciali estere; 1,4 da indebitamento esterno dei residenti (diversi dalle banche).

Per un paese a moneta di riserva come gli Stati Uniti non è agevole misurare la formazione di liquidità bancaria (o di base monetaria) risultante dall'indebitamento esterno delle banche commerciali. Quella formazione è uguale all'indebitamento quando i dollari sono creati: mediante acquisto di divise da parte delle autorità monetarie americane, mediante prelievo di dollari dal Fondo monetario internazionale, mediante attivazione di *swaps* col Sistema della riserva federale. Lo è anche quando i dollari provengono da depositi esistenti presso il Sistema o dalla realizzazione di titoli di credito sulle autorità monetarie (Sistema e Tesoro). Se i dollari sono tratti da depositi presso le banche commerciali, ne consegue un effetto sul moltiplicatore del credito, piuttosto che sulla base mo-

netaria, grazie alla liberazione frazionale di riserve (i fondi attinti sull'euromercato non essendo soggetti ad obbligo di riserva) (1).

Le misure statistiche di questi diversi flussi nel corso del 1968 palesano che l'indebitamento estero delle banche commerciali ha recato un contributo importante alla formazione di base monetaria.

La consistenza delle riserve valutarie ufficiali (comprendente la posizione degli *swaps*) è aumentata di 1,2 miliardi di dollari; la posizione nel Fondo monetario internazionale è migliorata di 900 milioni. L'importo dei debiti liquidi del tesoro americano verso enti ufficiali stranieri si è ridotto di 2,6 miliardi di dollari.

È da dire che l'indebitamento estero delle banche commerciali ha determinato taluni adattamenti nella politica del credito seguita dalle autorità monetarie (soprattutto mediante le transazioni di mercato aperto) ma che tali adattamenti appartengono ad uno stadio ulteriore del processo di creazione della liquidità: quello dei movimenti compensativi degli impulsi primari. Si deve ancora notare che i fondi acquisiti dalle banche americane sul mercato internazionale, quando provengono da detentori non ufficiali, migliorano di altrettanto la bilancia dei pagamenti calcolata sulla base delle transazioni ufficiali, smussando, è da ritenere, la reazione dell'opinione pubblica al disavanzo esterno.

13. Per ritornare all'Italia, appare che le operazioni delle banche con l'estero hanno concorso all'espansione della base monetaria fino all'inizio dell'autunno 1963: l'indebitamento delle banche verso l'estero fu infatti di 1,5 miliardi di dollari tra il settembre del 1962 e il settembre del 1963. L'effetto espansivo delle loro operazioni con la banca centrale, dopo essersi contratto sul finire del 1963, è ripreso nella fase di aggiustamento che copre all'incirca i sei mesi seguenti. Nel corso del secondo trimestre del 1964 la bilancia dei pagamenti ritornò attiva; la creazione di liquidità di origine esterna che ne derivò permise alle banche di ridurre abbastanza rapidamente il loro ricorso all'istituto di emissione.

Il disavanzo del settore pubblico (stato, regioni, comuni, aziende

(1) ** Un obbligo di riserva per tali fondi è stato introdotto nell'ottobre 1969.

autonome, sicurezza sociale) salì da 600 miliardi nel 1961 a 1.300 nel 1963; esso aumentò ancora leggermente a 1.400 nel 1964.

L'effetto monetario dell'espansione del disavanzo fu accentuato da un deterioramento pronunciato nei modi del suo finanziamento. Nel 1961, una buona metà era stata coperta con il ricorso all'indebitamento a medio e lungo termine, nel 1963 la quasi totalità fu coperta con mezzi monetari. Nel 1964 si invertì la rotta, assicurando con l'indebitamento la copertura di un terzo del fabbisogno.

Ma l'ispezione del grafico, in corrispondenza della grande svolta delle curve avvenuta nell'estate del 1963, avverte che la loro caduta derivò dalla cumulazione degli effetti restrittivi derivanti dalle transazioni con l'estero: ossia dall'aggravamento del disavanzo delle partite correnti e dei movimenti di capitali, dalla stabilizzazione prima e dal miglioramento poi della posizione debitoria delle banche.

All'interno, la domanda d'investimento s'indeboliva sotto l'effetto della restrizione nell'offerta di credito e della riduzione dei margini di profitto. Al tempo stesso, l'offerta reale per i bisogni correnti segnava un'espansione, a seguito dell'entrata graduale in produzione dei vasti impianti realizzati nel corso del *boom*. Nella primavera del 1964, si fece un poco fatica a persuadere una opinione ancora incredula, all'interno come all'estero, che l'aggiustamento si era compiuto. Dopo di allora, la funzione di modulare il ritmo di creazione della liquidità è stata ripresa dalla bilancia dei pagamenti, questa volta in senso espansivo.

14. Ho menzionato prima la possibilità di interventi perversi da parte delle autorità. Avevo soprattutto in mente la politica di compensazione dell'assorbimento di liquidità dovuto al disavanzo esterno mediante la creazione di liquidità interna: politica che, fino a data abbastanza recente, è stata praticata specialmente dagli Stati Uniti e dal Regno Unito usando le operazioni di mercato aperto.

È precisamente questo che le autorità italiane si sono astenute dal fare nel corso del secondo semestre del 1963. Tale atteggiamento si rese opportuno, e potè essere adottato, grazie in parte a un cambiamento nella natura degli impulsi espansivi.

La grande stagione degli aumenti massicci dei salari contrattuali era terminata nell'inverno del 1963. Nel corso di essa si era

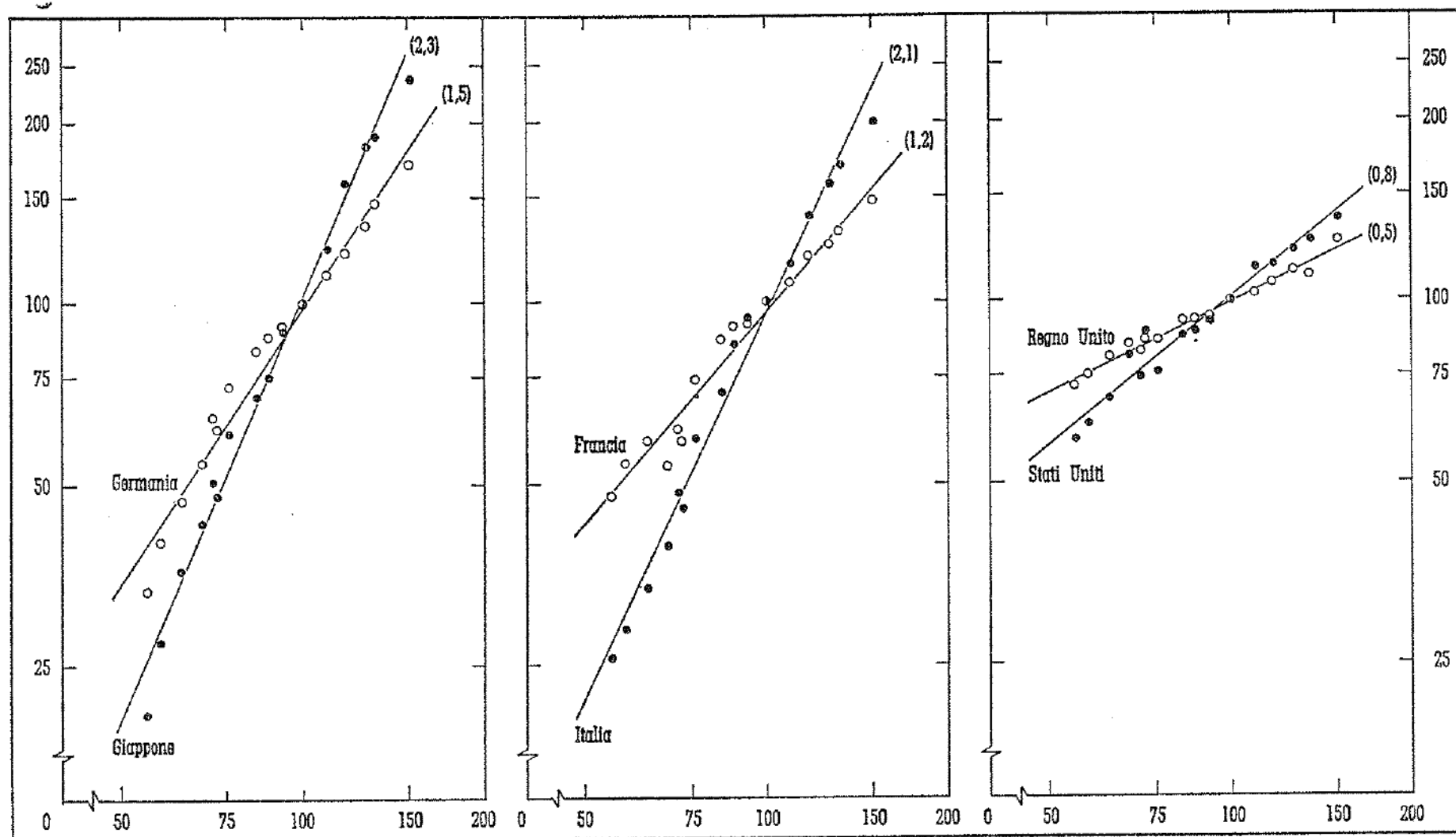
creato un potere di acquisto eccedentario che manteneva attivo il meccanismo della scala mobile. In luogo della muraglia degli aumenti contrattuali concentrati, le autorità monetarie si trovavano di fronte una successione di gradini bimestrali che formavano scala. Si trattava di abbassarli moderando l'espansione della domanda monetaria, in modo da poter gradualmente farvi equilibrio con l'espansione produttiva. L'esistenza dello slittamento dei salari giustificava l'attesa che una tale moderazione avrebbe sgonfiato il cuscinetto della domanda eccedentaria, senza arrivare ad urtare la pietra dura delle tariffe contrattuali e dell'occupazione.

Dal 1964, la bilancia dei pagamenti è stata caratterizzata dalla persistenza di un avanzo corrente che nel corso del 1967 e del 1968 ha raggiunto un ordine di grandezza di 2 miliardi di dollari annui. Esso sembra risultare soprattutto dallo slancio delle esportazioni. Il secondo grafico mostra che la linea di tendenza dell'esportazione italiana si caratterizza con un coefficiente 2,1, ossia che il tasso di espansione dell'esportazione italiana è pari a 2 volte quello del commercio mondiale. Un tale ritmo di crescita è praticamente uguale a quello del Giappone e sorpassa di molto quello della Germania.

15. Vorrei enunciare alcune conclusioni che scaturiscono dall'esame precedente.

a) In economia chiusa, o in economia aperta ma con tasso di cambio fluttuante, il finanziamento monetario di un aumento salariale trasferisce l'aumento sui prezzi e ristabilisce i margini di profitto antecedenti. In economia aperta, con tasso di cambio fisso, la concorrenza estera limita questa possibilità ai settori che non la subiscono, l'edilizia ad esempio. L'aggiustamento si realizza in tappe successive mediante il ricorso all'importazione netta, l'effetto restrittivo che questa esercita sulla liquidità e sulla domanda d'investimento, la liberazione di risorse per l'esportazione e la tendenza all'aumento della produttività. La prima tappa richiede una disponibilità di valute e di crediti sufficiente per finanziare il disavanzo senza rischiare una crisi di tesoreria esterna che potrebbe scatenare il panico. Se la cessione delle valute al mercato è fatta dall'istituto di emissione, essa determina un prelievo di liquidità che

ESPORTAZIONI DI ALCUNI PAESI (ordinate) E MONDIALI (ascisse)
(indici di volume 1963 = 100)
1953 - 1968



Fonte (per i dati elementari): FMI International Financial Statistics

aggiunge all'effetto reale dell'importazione netta un effetto di restrizione monetaria. Il processo di aggiustamento è allora sollecitato da due lati. Per questa ragione importa che il ricorso al credito estero da parte delle banche sia controllato e che esso avvenga piuttosto ad opera dell'istituto di emissione.

b) La scala mobile impedisce che l'assorbimento dell'eccesso di domanda si produca per la via del risparmio forzato che risulterebbe in sua assenza dall'aumento dei prezzi. L'assorbimento deve realizzarsi per la via meno facile dell'aumento del prodotto nazionale; ne segue che i misfatti della scala mobile sono meno gravi se l'economia è in espansione. Nel caso italiano, è il sovrapporsi degli effetti della scala mobile a quelli degli aumenti contrattuali che ha fatto di tempo in tempo girare la spirale dell'inflazione. D'altra parte, in regime di scala mobile non si ha formazione di arretrati da soddisfare a titolo di recupero sull'aumento del costo della vita, cosicchè le scosse delle nuove stipulazioni risultano ridotte di altrettanto.

c) La correzione dell'eccesso di domanda può andare troppo oltre e generare un difetto di domanda rispetto al potenziale produttivo del paese. In economia chiusa, questo difetto di domanda tende a provocare la sottoccupazione delle risorse piuttosto che l'abbassamento dei salari e dei prezzi. In economia aperta, il vuoto lasciato dalla domanda interna viene colmato, almeno parzialmente, dalla domanda estera.

Ho sottolineato prima l'effetto moderatore del riscaldamento che l'importazione netta sviluppa sui prezzi e sulla liquidità. L'effetto moderatore che l'esportazione netta esercita sulle tendenze al ristagno è di importanza equivalente. Se si considerano insieme questi due effetti, se ne trae che la libertà delle operazioni correnti con l'estero, in regime di cambi fissi, reca un contributo essenziale alla realizzazione della compatibilità tra il pieno impiego delle risorse e il controllo dell'inflazione.

d) La coesistenza in Italia, da cinque anni, di un largo avanzo delle partite correnti con un'esportazione netta di capitali mi incoraggia a proporvi un corollario dell'interpretazione dei flussi monetari suggerita nella parte centrale di questo testo. Quando una frazione del risparmio che si forma nel settore privato di un paese

trascura l'investimento nel paese stesso per dirigersi altrove, la sua uscita riduce di altrettanto la domanda monetaria che si indirizza alle imprese nazionali. Se questo difetto di domanda non è colmato (e può esserlo, diciamo, con un risparmio negativo del Tesoro) un volume equivalente di risorse reali resta disponibile per l'esportazione. Se l'economia è competitiva, queste risorse si tradurranno in una eccedenza di esportazione. Si può allora affermare che, sotto certe condizioni, l'uscita dei capitali genera l'avanzo corrente che la finanzia. Sono consapevole che si tratta di una conclusione un po' arrischiata.

** Le conclusioni di questo saggio sono state riprese e discusse dal Senatore GIOVANNI BERTOLI (PCI), in Aula, il 21 ottobre 1969.

METODI E PROGRAMMI DI AZIONE MONETARIA IN ITALIA: UNO SGUARDO A DUE DECENNI (*)

1. *Lutz e la politica monetaria italiana.* — Durante il 1949, Friedrich e Vera Lutz visitarono ripetutamente il Servizio Studi della Banca d'Italia, al quale io allora appartenevo, per raccogliere una parte delle informazioni da essi usate nella stesura dello studio *Monetary and Foreign Exchange Policy in Italy* (1).

A quell'epoca, il ripristino di riserve minime obbligatorie e le altre misure contro l'inflazione adottate nell'autunno del 1947 avevano già raggiunto un considerevole successo, soprattutto sul fronte dei prezzi e su quello della bilancia dei pagamenti. L'espansione economica era anche ripresa dalla metà del 1948; tuttavia secondo la veduta critica di alcuni, e tra questi di funzionari della European Cooperation Administration, essa soffriva degli effetti di una politica monetaria « troppo cauta ».

I Lutz condussero una analisi spassionata degli argomenti proposti pro e contro questa tesi. Essi conclusero che gli argomenti che giustificavano la cautela erano validi e che il progresso compiuto dall'Italia verso la ripresa economica « reggeva assai bene il confronto con quello di altri paesi europei » (2).

(*) Saggio pubblicato in lingua inglese nel volume in onore di F.A. LUTZ dal titolo *Verstehen und Gestalten der Wirtschaft*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, 1971.

Sono debitore a G.G. CALIGIURI, F. COTULA, G. LANCIOTTI e D. QUALEATTI, tutti addetti al Servizio Studi della Banca d'Italia, dell'assistenza che mi hanno offerto nella raccolta e nell'elaborazione dell'informazione statistica di base, come nella preparazione dei grafici e della tavola. La responsabilità di qualsiasi deduzione errata è mia.

(1) Lo studio venne pubblicato nel 1950 dalla Princeton University Press. Esso inaugurò la serie dei *Princeton Studies in International Finance*.

(2) *Ibid.*, p. 1.

In presenza di un sorprendente miglioramento verso una posizione equilibrata dei conti con l'estero, realizzato dal paese dopo la stabilizzazione, qualcuno suggeriva una revisione all'ingiù dell'aiuto Marshall all'Italia.

In una lettera scritta al *New York Times* nell'agosto 1949, il prof. Lutz osservava che la proposta avrebbe significato « la penalizzazione di un paese che aveva fatto più della maggior parte dei paesi beneficiari per mettere la casa in ordine ». « Se i responsabili della politica economica dell'Italia fossero stati meno coscienti, se — per esempio — l'Italia si fosse imbarcata in un pesante programma di investimenti per assorbire almeno una parte dei disoccupati, essi avrebbero potuto produrre una situazione di bilancia dei pagamenti altrettanto critica quanto quella della Gran Bretagna ».

Riandando col pensiero agli inizi della ripresa del nostro paese, ci sentiamo tanto più grati a quegli studiosi stranieri che ci hanno sostenuto con la chiarezza della loro intelligenza, perché possiamo ora misurare l'importanza del progresso successivamente compiuto sulle basi allora gettate. La lira partecipò nell'autunno del 1949 all'ondata di svalutazione nella misura di un 8 per cento soltanto (contro il 30 per cento della sterlina); dopo di allora è rimasta stabile in termini di dollari fino alla dichiarazione di inconvertibilità di questa moneta (agosto 1971). La fitta rete di controlli dei cambi, di cambi indiretti distorti, di corsi del cambio ufficiali liberi e di mercato nero, di accordi di compensazione bilaterale, di affari di reciprocità e di compensazione privata, alla quale i Lutz applicarono il loro penetrante esame, fu gradualmente ma rapidamente dissolta. Il reddito medio *pro capite* italiano, che era allora « non molto al di sopra di un quarto dell'analogo dato per il Regno Unito » (3) è attualmente prossimo ai quattro quinti di questo ultimo (usando i tassi di cambio ufficiali).

2. *La stabilità delle grandezze monetarie.* — Il ritmo di sviluppo degli aggregati monetari e del prodotto nazionale, dall'epoca dello studio dei Lutz ai nostri giorni, è stato sostanzialmente

(3) *Ibid.*, p. 2.

stabile. Le fluttuazioni nella domanda estera e interna hanno prodotto deviazioni temporanee dalle linee di tendenza, senza alterarle.

Queste conclusioni sono fondate sulla documentazione presentata nella tavola e nella figura 1 (parte prima). Separatamente per il decennio 1951-1960 e per quello successivo sono state interpolate linee esponenziali di tendenza fra i dati trimestrali rappresentanti: (a) la circolazione di biglietti e monete metalliche; (b) M_1 , ossia il dato precedente più la consistenza dei conti correnti; (c) M_2 , ossia M_1 più la consistenza dei depositi a risparmio presso le banche; (d) il prodotto nazionale lordo a prezzi correnti.

TASSI DI ESPANSIONE MONETARIA E DEL REDDITO, 1950-1970
(dati percentuali)

	1951-1960		1961-1970	
	Saggio di variazione annuale	Scarto medio dalla linea di tendenza (1)	Saggio di variazione annuale	Scarto medio dalla linea di tendenza (1)
Contante	7,4	4,8	9,9	5,8
M_1	10,4	3,8	13,9	3,4
M_2	13,4	2,6	13,4	2,4
PNL a prezzi correnti . . .	8,2	1,3	9,5	1,8
Deflatore implicito dei prezzi	2,4	1,6	4,1	2,2
<i>Rapporti al PNL</i>				
Contante	— 0,8	2,4	0,4	2,0
M_1	2,0	2,8	4,1	2,0
M_2	4,9	2,1	3,6	1,8
	Media	Scarto dalla media (2)	Media	Scarto dalla media (2)
Tasso d'interesse a lunga . .	6,8	6,6	6,6	7,5

(1) Usando per il decennio i 40 dati di fine trimestre depurati della stagionalità.

(2) Media = 100.

Per risparmiare spazio, le linee di tendenza sono rappresentate nel grafico come orizzontali e recano ad una estremità l'indicazione della ragione geometrica di variazione annuale. Queste ragioni sono indicate anche nella tavola, insieme con gli scostamenti quadratici medi dalle tendenze.

Confrontando il secondo decennio con il primo si rileva che la ragione annua di aumento è rimasta invariata al 13,4 per cento per la definizione più larga della massa monetaria. Per il prodotto nazionale in termini reali il ritmo di espansione si riduce lievemente, da 5,7 a 5,2 per cento (4). I saggi di aumento si sono alquanto accresciuti per la componente prezzo della variazione del prodotto nazionale (da 2,4 a 4,1 per cento) e per le due definizioni più restrittive della massa monetaria. Nell'insieme, i mutamenti nei ritmi di espansione sono stati lievi, cosicchè anche l'interpolazione di curve esponenziali per l'intero periodo di venti anni avrebbe realizzato un grado di accostamento soddisfacente.

Durante il primo decennio, gli scostamenti dalle linee di tendenza risultano piccoli. Per gli aggregati monetari, le flessioni del 1951 e del 1956-1957 sono da ascrivere al prelievo di liquidità causato da movimenti avversi della bilancia dei pagamenti, i quali a loro volta furono dovuti a perturbamenti esterni, ossia alle crisi di Corea e di Suez.

Durante il secondo decennio, le influenze furono più varie e uno degli scostamenti alquanto maggiore. Mi riferisco all'impennata delle quattro curve avvenuta all'incirca tra la metà del 1961 e la metà del 1963. Il loro innalzamento fu dovuto agli effetti inflatori combinati di una esplosione salariale e di un *boom* degli investimenti. Esso fu seguito da un movimento opposto nella moderata recessione del 1964, dopo la quale le curve M_1 e M_2 si sono mosse per cinque anni lungo la linea di tendenza.

L'ondata di scioperi nella seconda parte del 1969 causò una flessione produttiva e una seconda stagione intensa di aumenti salariali. La redistribuzione del prodotto nazionale in favore del lavoro dipendente che ne risultò si tradusse nell'espansione della circolazione dei biglietti. La tensione nel mercato monetario e finanziario, riflessa nella curva del tasso di interesse, fu il principale fattore del movimento opposto di M_1 e M_2 . La tensione fece saltare l'accordo interbancario sui tassi massimi da corrispondere ai depo-

(4) Le percentuali sono tratte dai valori del rapporto tra l'indice di variazione a prezzi correnti e quello dei deflatori dei prezzi impliciti: rispettivamente $108,2 : 102,4 = 1,057$; $109,5 : 104,1 = 1,052$.

sitanti e fra le banche si instaurò una concorrenza spietata nell'acquisizione di disponibilità di conto corrente piuttosto che di depositi a risparmio, il cui frutto è soggetto a una tassazione più elevata. In aggiunta, la caduta nel prezzo delle obbligazioni causò, mentre il movimento si sviluppava, una preferenza per la detenzione di ben remunerate disponibilità di conto corrente rispetto all'investimento nel mercato dei capitali. Di conseguenza, entrambe le componenti M_1 (ossia i biglietti e i saldi di conto corrente) si espansero rapidamente, per ragioni diverse.

Calcolati i rapporti fra i tre aggregati monetari e il prodotto nazionale lordo, anche per ciascuno di essi si sono interpolate, separatamente per i due decenni, curve di tendenza esponenziali.

Di nuovo, i risultati sono presentati nella figura 1 (parte seconda) e nella tavola.

I rapporti di M_1 e M_2 al prodotto nazionale si sono accresciuti più rapidamente nel secondo decennio che nel primo: i fattori principali di ciò sembrano risiedere in una concorrenza più attiva fra le banche per l'acquisizione dei depositi, e nella avversione del pubblico ad investire sul mercato dei capitali durante la flessione dei corsi che ha caratterizzato gli ultimi due anni (1969-1970). Gli scostamenti dalle linee di tendenza sono rimasti all'incirca uguali nei due decenni.

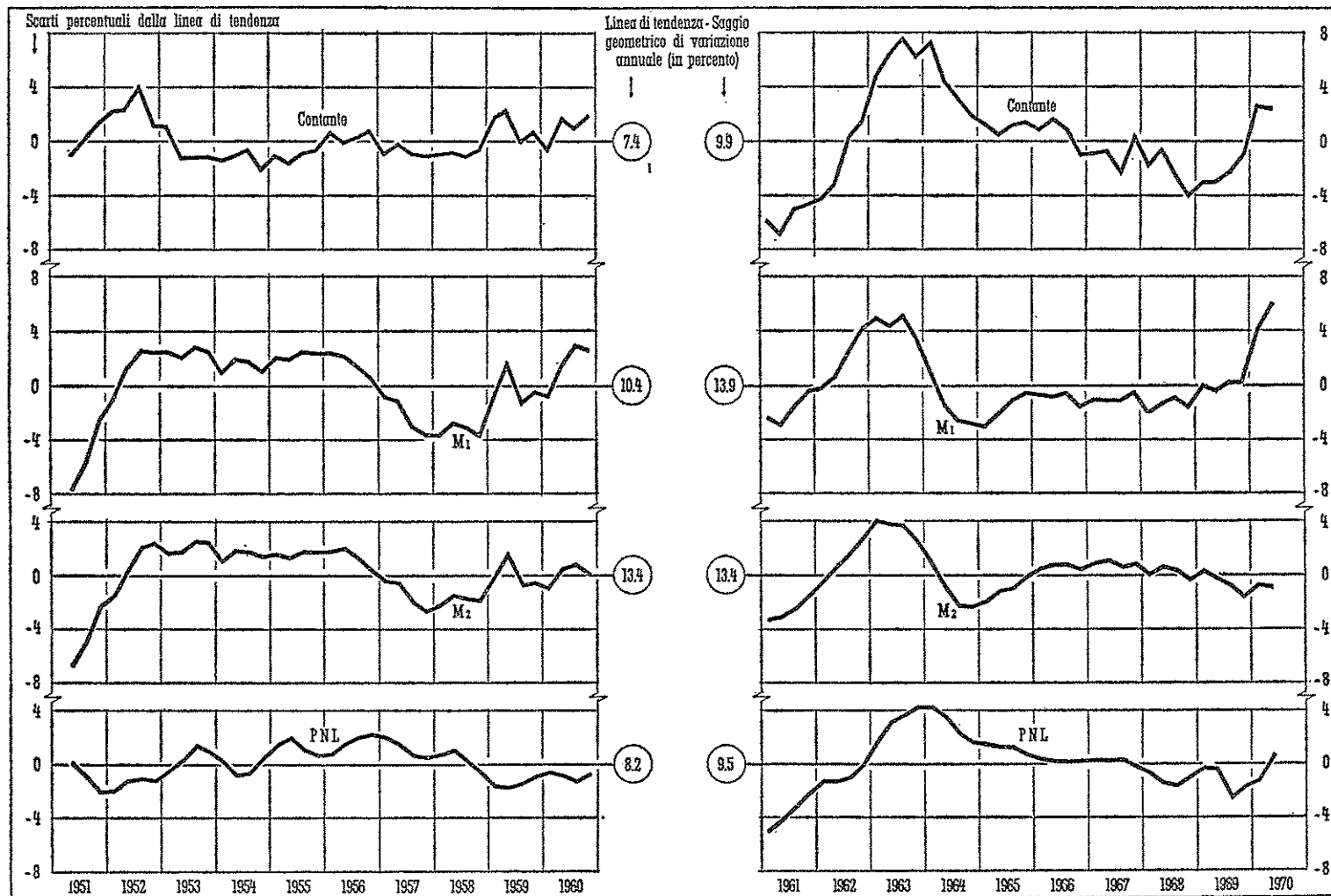
Durante il primo, i rapporti raggiunsero i loro valori massimi nel corso di fasi di debolezza della domanda interna e di caduta dei tassi di interesse, ad esempio durante il 1952 e nella fase finale della lieve recessione attraversata nel 1958 e nella prima metà del 1959. Durante il secondo decennio, le punte sono state raggiunte nelle fasi di spinta salariale del 1962-63 e del 1969-1970; in quest'ultimo biennio ad innalzare i rapporti ha concorso anche l'abbassamento dei livelli di produzione in coincidenza con l'ondata di scioperi.

Le due situazioni di recessione e di spinta salariale hanno questo in comune, che in entrambe si ha uno spostamento della distribuzione del reddito a favore del lavoro dipendente (5).

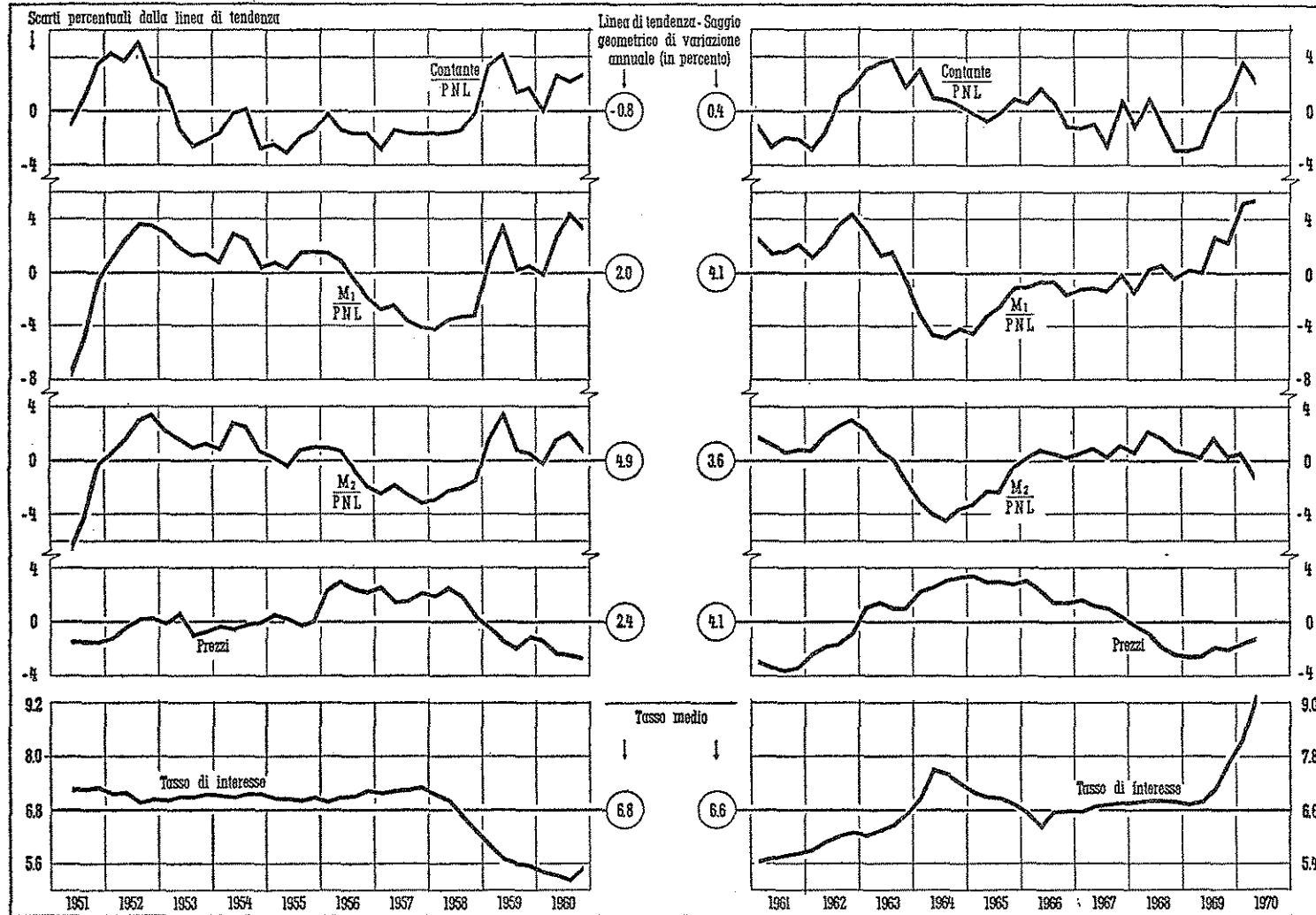
(5) ** Nel corso degli anni 1956-59 e nuovamente nel 1963-64 si osserva anche l'altra nota relazione: rispetto alla tendenza, il rapporto della massa monetaria (variamente definita) al prodotto nazionale si muove in senso opposto ai prezzi.

Figura 1, Parte prima

SVILUPPO DELLE QUANTITA' MONETARIE E DEL PNL 1951-1970



INDICATORI MONETARI



Il tasso d'interesse, per quanto stabilizzato durante tre anni (dalla metà del 1966 a quella del 1969) si rivela in definitiva più instabile nel secondo che nel primo decennio, a causa del forte rimbalzo che seguì l'abbandono della politica di stabilizzazione del tasso nel 1969.

3. *I vincoli esterni.* — La mia conclusione è che la politica monetaria si è andata evolvendo dall'iniziale eccesso di cautela a una condotta ancora cauta nel primo decennio e ambiziosa nel secondo. Essa ha ricevuto due scosse di origine esterna (Corea e Suez) durante il primo decennio e due più forti, di origine interna, durante il secondo: le esplosioni salariali del 1962-63 e del 1969-1970, quest'ultima accompagnata da conflitti sociali.

Ma anche durante questo secondo decennio i limiti alla sua ambizione sono stati posti esternamente. Il tentativo compiuto nel 1962 e nella prima parte del 1963 di trasferire gli aumenti dei costi sui prezzi attraverso la creazione interna di liquidità è stato frustrato dal conseguente insorgere di un disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti. Il tentativo fatto dalla prima metà del 1966 alla prima metà del 1969 di stabilizzare il tasso d'interesse, in una economia caratterizzata dall'espansione del debito pubblico e da una propensione ad investire inferiore a quella desiderabile, dovette essere abbandonato in seguito all'emigrazione del capitale verso un mercato internazionale sempre più remunerativo in entrambi i comparti, dei fondi a breve e a lunga.

La figura 2 presenta la creazione di attività a breve termine suddivisa nelle sue componenti:

- 1) il disavanzo di liquidità del Tesoro, comprensivo dei titoli a lungo termine collocati presso le aziende di credito;
- 2) il disavanzo (o l'avanzo) di liquidità del resto del mondo, ossia la variazione della posizione monetaria esterna del paese;
- 3) l'espansione del credito bancario al settore privato, divisa in
 - a) credito a lungo termine e
 - b) credito a breve termine.

La somma di 1), 2) e 3) rappresenta la formazione totale di attività a breve termine (moneta e quasi-moneta) in possesso del set-

tore privato. La somma di 1), 2) e 3a) rappresenta l'avanzo di liquidità del settore privato.

Nella figura 2, i movimenti verso l'alto (ossia verso il passivo) della curva della bilancia dei pagamenti nel 1963-64 e nel 1969-1970 riflettono le due crisi dei pagamenti con l'estero. Durante la prima, le autorità monetarie consentirono che l'assorbimento di liquidità derivante dal disavanzo con l'estero si riflettesse in una restrizione del flusso totale di liquidità. Durante la seconda, il flusso complessivo fu mantenuto costante attraverso la dilatazione del disavanzo del Tesoro; ma esso fu in parte sostitutivo di una interruzione nei flussi di finanziamento attraverso il mercato dei capitali. L'aumento dei tassi di interesse e, in seguito, un miglioramento della situazione politica moderarono grandemente il deflusso lordo di capitale, e solleccitarono un flusso di ritorno attraverso l'indebitamento a lungo termine all'estero.

4. *Gli strumenti dell'azione monetaria.* — L'efficacia del controllo che, secondo l'evidenza statistica, le autorità monetarie hanno saputo mantenere sullo sviluppo della massa monetaria durante la maggior parte dei due decenni fu principalmente basata su tre fattori:

a) i poteri discrezionali della banca centrale circa la misura della sua assistenza creditizia alle banche (6);

b) il sistema di riserva bancaria obbligatoria per i depositi delle banche commerciali, rinnovato nel settembre del 1947;

c) il limite stabilito dalla legge nel dicembre del 1947 al saldo debitore del conto corrente del Tesoro con la banca centrale.

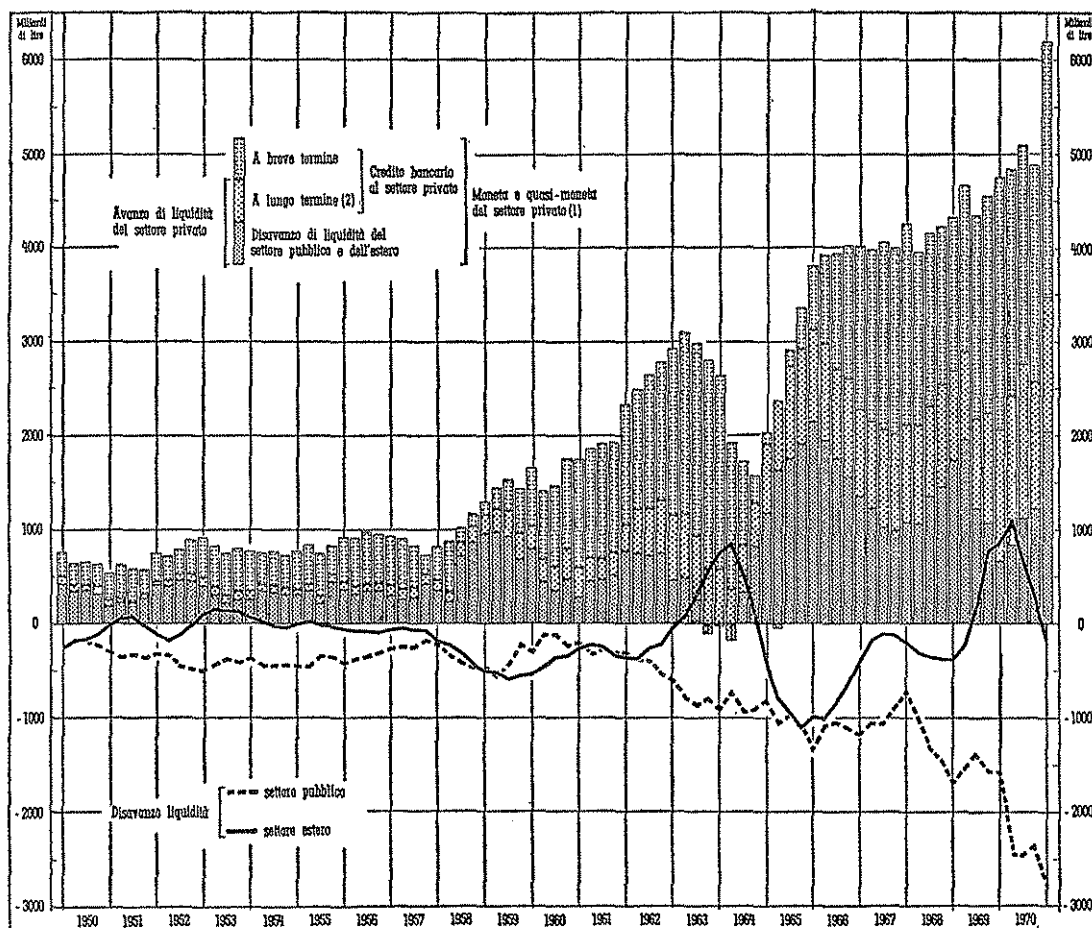
I punti a) e b) meritano un breve commento.

Circa a): l'indebitamento presso la Banca d'Italia è l'ultima risorsa di una banca nell'amministrazione della propria posizione di

(6) Fino al 1964, tuttavia, il sistema aveva un lato debole nell'obbligo incombente all'istituto di emissione di riscontare gli effetti emessi per il finanziamento degli ammassi di grano. Il sistema dell'ammasso obbligatorio di grano ebbe termine in quell'anno, e l'obbligo del risconto perdurò ulteriormente solo per il rinnovo delle cambiali emesse per il finanziamento dei raccolti fino al 1964.

Figura 2

CREAZIONE DI LIQUIDITA' PER SETTORI ECONOMICI
(flussi di 12 mesi a fine trimestre, in miliardi di lire)



(1) Il settore privato comprende i seguenti sottosettori: Famiglie, Imprese, Enti territoriali, Istituti di assicurazione, Istituti di previdenza.

(2) Comprende le obbligazioni emesse dagli istituti di credito speciale sottoscritte dal sistema bancario.

** Il *Disavanzo di liquidità* (del settore pubblico e del settore estero) desumibile dalla parte inferiore del grafico per somma delle due spezzate, non coincide sempre con l'analogo « Disavanzo di liquidità del settore pubblico e dell'estero » rappresentato nella parte a canne d'organo, perchè in questa parte esso è calcolato residualmente come importo da aggiungere a quello del « Credito bancario al settore privato » per formare il flusso di « Moneta e quasi-moneta del settore privato ». Le differenze che talora si riscontrano tra i due aggregati sono dovute a variazioni nella passività del sistema bancario verso operatori esterni al settore privato, non compensate da variazioni nei crediti non inclusi tra le contropartite delle attività liquide: in particolare, nel 1970, la somma delle due spezzate è più alta del corrispondente istogramma, prevalentemente a causa dell'aumento dei depositi degli istituti di credito speciale presso il sistema bancario.

liquidità. Esso prende le forme di anticipazioni ordinarie di conto corrente, di anticipazioni a scadenza fissa e di sconto.

La prassi della Banca d'Italia è di non annullare e nemmeno di ridurre le linee di credito aperte nella forma di anticipazione di conto corrente a una banca, nè quando i mezzi liquidi propri di questa sono abbondanti, nè durante le fasi di restrizione della liquidità. Esse si sono accresciute attraverso gli anni, più o meno in linea con l'espansione dei depositi, alla cui consistenza globale stanno nel rapporto di un 4 per cento circa. Di conseguenza, il sistema bancario si trova, alla fine di ogni fase recessiva, con la maggior parte di tali linee di credito disponibile.

In questa fase del ciclo, anche la clientela affidata dalle banche avrà disponibile, sulle proprie linee di credito, un sostanziale margine inutilizzato. Alla fine del 1970, la parte inutilizzata delle linee di credito in essere era di 12 mila miliardi di lire su 42 mila. La cifra di 12 mila miliardi si confronta ad una massa monetaria (M_1) di 31 mila.

Quando la domanda di credito riprende, la pressione è trasmessa attraverso le banche alla banca centrale, la quale, come abbiamo rilevato, non ritoccherà in senso restrittivo le linee di credito da essa concesse. Una pressione specifica sulla banca centrale è esercitata dalle maggiori banche commerciali, che in tale fase subiscono ritiri dai conti interbancari intrattenuti con esse dalle banche minori.

Poichè la ripresa nella domanda di credito sarà normalmente accompagnata da tensione nei tassi di interesse, è improbabile che la banca centrale trovi consigliabile, nelle condizioni descritte, neutralizzare la creazione di liquidità attraverso le banche mediante la vendita di titoli dal suo portafoglio.

Quando la ripresa nella domanda di credito risulta da spinta salariale piuttosto che da domanda d'investimento, la banca centrale è ancora più inibita nell'opporsi all'attivazione delle possibilità di indebitamento del sistema. In effetti, la banca centrale si viene a trovare di fronte a situazioni di forza maggiore (ossia di conflitto tra la restrizione e obiettivi basilari quali la solvibilità delle banche o la prevenzione di conflitti sociali) che potranno indurla ad aggiungere nuove linee di credito a quelle esistenti. Tale fu la nostra

esperienza nel 1963 e nuovamente nel 1970. Di qui le deviazioni verso l'alto nello sviluppo della massa monetaria.

Circa *b*): la riserva minima fu fissata inizialmente, nel settembre 1947, al 20 per cento della consistenza dei depositi delle banche commerciali eccedenti un certo multiplo dei fondi patrimoniali. Gli aumenti dei depositi rispetto al livello iniziale di riferimento furono assoggettati ad un obbligo di riserva del 40 per cento, fino al raggiungimento di un limite complessivo di riserve pari ad un quarto della consistenza dei depositi. Quando questa regola venne introdotta, il rapporto k fra la circolazione dei biglietti e la consistenza dei depositi nelle banche assoggettate all'obbligo della riserva era uguale a 0,9 cosicchè l'effetto combinato del coefficiente di riserva obbligatoria h e del coefficiente k di assorbimento di banconote da parte del pubblico era tale che ogni espansione nei depositi bancari (in assenza di creazione di base monetaria attraverso la bilancia dei pagamenti) richiedeva l'uso, da parte delle banche commerciali e/o del Tesoro, del finanziamento della banca centrale nella misura di

$$h + k = 0,4 + 0,9 = 1,3 \text{ volte}$$

l'espansione stessa (7).

Gli effetti moltiplicativi del possibile finanziamento della banca centrale al Tesoro, che avrebbero potuto prodursi prima del raggiungimento del limite di legge all'indebitamento di conto corrente del Tesoro verso la banca centrale, erano così severamente limitati.

Esisteva, tuttavia, un lato debole in questa regolamentazione, nel senso che i titoli di Stato e garantiti dallo Stato potevano essere inclusi nelle riserve obbligatorie allo stesso modo che il denaro contante (8).

I Lutz osservarono che in tale situazione poteva dirsi che «il sistema bancario era in condizione di creare le proprie riserve mediante il semplice acquisto di titoli di Stato». «Un tale processo poteva essere iniziato inconsapevolmente da una qualsiasi ban-

(7) ** Il coefficiente deve essere un po' ridotto ove si tenga conto dell'espansione riflessa dei depositi presso le casse di risparmio.

(8) Per riserve in denaro contante intendo, secondo l'uso italiano, i depositi per riserva obbligatoria presso la Banca d'Italia.

ca, purchè la banca avesse qualche incentivo a spostarsi dalla riserva in contante a quella in titoli, ad esempio, quando i titoli di Stato offrissero un rendimento più alto dell'interesse fruttato dalle riserve in contante » (*op. cit.*, p. 13).

Questo svolgimento si produsse nei quattro anni dal 1949 al 1952. In condizioni di debolezza della domanda interna e di afflusso netto di valuta (principalmente in virtù degli aiuti internazionali all'Italia) le banche acquistarono nel 1949 un considerevole portafoglio di titoli di Stato a lungo termine, che nei due anni successivi usarono in parte per soddisfare l'obbligo di riserva. I loro portafogli di titoli furono nuovamente alimentati al rinnovarsi di condizioni di elevata liquidità, nel 1952, e parte dei titoli acquistati venne applicata a riserva. Le riserve aggiuntive costituite in contante e buoni del Tesoro, espresse in rapporto ai nuovi depositi, caddero in conseguenza di ciò dal 32 per cento nel 1948 al 10 per cento nel 1950 e al 14 per cento nel 1952 (9).

Il varco fu chiuso nel gennaio 1953 limitando l'eleggibilità per la riserva bancaria obbligatoria ai depositi presso la banca centrale e ai buoni ordinari del Tesoro — gli uni e gli altri fruttiferi di un medesimo tasso d'interesse. L'obbligo marginale di riserva, calcolato nel modo ora detto, ritornò al 19 per cento nel 1953; raggiunse il 22 per cento nel 1959-1960, dopo l'estensione dell'obbligo di riserva all'incremento dei depositi presso le casse di risparmio.

Nel 1962 il rapporto massimo delle riserve ai depositi presso le banche fu abbassato dal 25 al 22,5 per cento; poichè la maggior parte delle banche aveva raggiunto il *plafond* precedente, il provvedimento comportò la liberazione di circa un decimo delle riserve costituite.

Per riassumere, secondo la disciplina in atto dal 1953 (e fino al settembre 1965) l'obbligo marginale di riserva obbligatoria per i de-

(9) I rapporti indicati sono riferiti al totale dei depositi bancari piuttosto che ai soli depositi soggetti ad obbligo di riserva, il loro scopo essendo di apprezzare la misura nella quale l'espansione dei depositi bancari è governata dall'obbligo di riserva. Il totale dei depositi bancari include perciò quelli presso le casse di risparmio, i quali fino al settembre 1958 erano esenti dall'obbligo di riserva, e successivamente vennero assoggettati ad un obbligo attenuato.

positi era funzione, in primo luogo, del raggiungimento da parte delle singole banche commerciali del limite del 25 per cento (22,5 dal 1962) e, in secondo luogo, della distribuzione del flusso dei depositi fra le banche commerciali e le casse di risparmio.

Nel settembre 1965, le cartelle fondiarie vennero rese applicabili alla riserva obbligatoria da costituire a fronte dell'incremento dei depositi a risparmio presso le banche commerciali. Questa misura ebbe l'effetto di ridurre l'obbligo *marginale* di riserva, da soddisfare in contante e buoni del Tesoro, sotto il limite precedente del 22,5 per cento. Due anni dopo (nel settembre e dicembre 1967) vennero resi applicabili a riserva (entro gli stessi limiti ora detti) altre obbligazioni emesse per il finanziamento di investimenti statali, ossia il prestito per l'edilizia scolastica e le obbligazioni emesse dal Consorzio di credito per le opere pubbliche per conto del Tesoro.

Nel settembre del 1970 l'istituto di emissione venne autorizzato a determinare la struttura delle riserve obbligatorie, ossia la misura dell'ammissibilità di titoli del mercato dei capitali (accanto al contante e ai buoni del Tesoro) e la specie dei titoli.

Nella prima manifestazione dei suoi nuovi poteri, la Banca d'Italia liberò, durante l'ultimo trimestre del 1970, un importo di riserve in contante pari al 7 per cento della consistenza delle riserve, ammettendo un investimento in determinati titoli del mercato dei capitali.

In contrasto con le innovazioni del 1962 e del 1965, questa azione ha abbassato l'obbligo *medio* di riserva per i depositi esistenti, lasciando invariata la misura della riserva marginale.

5. *La base monetaria nell'assetto istituzionale italiano.* — Durante gli ultimi anni, nelle Relazioni della Banca d'Italia e in altri documenti ufficiali, si è venuto diffondendo l'uso del concetto di base monetaria.

La base monetaria o del credito venne definita nell'appendice metodologica alla Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1966 come consistente in tutti i crediti a breve termine sulle autorità creatrici di moneta (ossia la banca centrale e il Tesoro).

L'ammissione fra le riserve di certi titoli a lungo termine nel settembre 1965, e di altri nel settembre e dicembre 1967, pose il

quesito se essi dovessero venire trattati come parte della base monetaria.

Per essere significativa, una definizione della base monetaria deve identificare un aggregato che stia in relazione funzionale col volume potenziale della massa monetaria e che quindi lo limiti. Ogniqualevolta strumenti di credito a lungo termine, esistenti in *larga* quantità, sono resi applicabili alle riserve, una definizione che li includesse non soddisferebbe la condizione enunciata. Questa osservazione si trova in uno studio rimasto inedito di M. SARCINELLI (1967).

Volendo ora definire il concetto di *larga* disponibilità, diremo che essa sussiste fino al punto in cui le banche, facendo domanda dei titoli in questione per includerli nelle riserve, non ne deprimessero il rendimento al livello di quello delle riserve in contante (che è ora del 5 ½ per cento). A questo punto la domanda cesserebbe, a meno che le banche agissero di concerto, poichè la singola banca non fa entrare nelle proprie decisioni la considerazione degli effetti moltiplicativi della creazione di base monetaria (10).

Le note metodologiche alla Relazione per il 1967 sottolineavano che i titoli a lungo termine ammessi, con le limitazioni sopra richiamate, nelle riserve obbligatorie, venivano esclusi dalla base monetaria, essendo disponibili presso le banche in quantità abbastanza ampie, così che l'obbligo di riserva da essi soddisfatto non poneva limiti all'espansione del credito.

Gli obblighi di riserva ora vigenti possono perciò considerarsi come la giustapposizione di un obbligo di riserva minima *stricto sensu*, consistente in elementi costitutivi della base monetaria (contante e buoni del Tesoro) e di un «vincolo di portafoglio» soddisfatto con altre attività a più alto reddito.

Il perseguimento da parte delle autorità di due obiettivi distinti (ossia quello di ridurre il moltiplicatore del credito e quello di orientare una parte dei flussi di credito) assegna una logica alla persistenza di una disciplina la quale vincola agli usi prescritti dal-

(10) Una banca che fosse di dimensioni importanti rispetto al sistema potrebbe prendere frazionalmente in considerazione tali effetti. Cfr. F.A. LUTZ, «Geldschaffung durch die Banken», *Weltwirtschaftliches Archiv*, n. 1, 1970.

le autorità monetarie una proporzione sensibilmente elevata (22,5 per cento) dei nuovi depositi.

L'esistenza contemporanea di un elevato obbligo di riserva, di un potere discrezionale della banca centrale sulle proprie operazioni di prestito, di un limite di legge sul debito di conto corrente del Tesoro verso l'istituto di emissione, fornisce uno strumento in più del necessario per il controllo del volume del credito (11). Questo tuziorismo era inteso nel 1947 ad impressionare l'opinione pubblica ed a ridurre il moltiplicatore del credito nel caso che il Tesoro aumentasse troppo rapidamente lo scoperto. Il suo mantenimento nelle presenti condizioni si spiega con l'aggiunta del citato secondo obiettivo.

Nel perseguimento di questo le autorità, dopo aver trasformato nel 1965 l'obbligo marginale di riserva per i depositi a risparmio in un vincolo di portafoglio, hanno recentemente scelto un nuovo tipo di azione: la liberazione di una parte dell'esistente riserva di contante.

Per brevità, indicherò con RBM la quota minima di riserva obbligatoria da costituire con elementi di base monetaria, ossia contante e buoni del Tesoro.

6. *Azioni influenti sulla base monetaria.* — L'azione delle autorità si è rivolta in modo alternato al flusso e alla consistenza della base monetaria attraverso la regolazione delle riserve obbligatorie. Ciò ha reso più difficile apprezzarne la portata. In effetti:

a) La base monetaria può essere creata *ex novo* o, con uguale effetto, liberata dalla RBM esistente. Per ottenere il flusso di base monetaria in un dato periodo, l'importo liberato, ove esista, deve essere aggiunto all'importo novellamente creato. Questo produce il singolare risultato che la somma dei flussi per quel certo numero di periodi che siano stati distinti tra due momenti t_0 e t_n supera dell'importo liberato nell'intero intervallo la variazione nella consistenza di base monetaria tra t_0 e t_n .

(11) La creazione di liquidità attraverso la bilancia dei pagamenti viene qui ignorata, essendo considerata un modo generalmente accettabile di espansione monetaria (fuorchè quando abbia origine in un afflusso di capitale non desiderato).

b) Poichè l'obbligo marginale di RBM è diverso dall'obbligo medio, l'apprezzamento del tasso di variazione della consistenza delle riserve obbligatorie anzichè l'istituzione di un solo rapporto esige il prodotto di due. Se F è il flusso e B la consistenza, i l'obbligo marginale di RBM e j l'obbligo medio, il valore significativo è ovviamente F/B per j/i . Eppure, le presentazioni ufficiali scivolano qualche volta nell'uso del mero rapporto tra flusso e consistenza (cfr. ad esempio la Relazione della Banca d'Italia per il 1969, pp. 84, 261 e 413, e per il 1970, p. 94) (12).

c) L'obbligo marginale di RBM per i conti correnti è ancora del 22,5 per cento, mentre per i depositi a risparmio è nullo fintantochè la riserva obbligatoria in contante resti al di sopra di un minimo del 10 per cento dei depositi complessivi eccedenti il capitale della banca. Attualmente, solo poche banche hanno toccato questo minimo. In conseguenza l'obbligo di RBM derivante da una data espansione dei depositi è in gran parte una funzione positiva della parte che i conti correnti hanno in tale espansione.

È già stato rilevato che, recentemente, la concorrenza fra le banche per l'acquisizione di disponibilità di conto corrente è stata particolarmente attiva e ha prodotto uno spostamento di fondi dai depositi a risparmio (che durante il 1970 hanno segnato una flessione in valore assoluto) verso i conti correnti. Lo spostamento è rilevabile dall'andamento comparativo recente di M_1 e M_2 (figura 1, parte prima).

Esso ha avuto il risultato di innalzare molto oltre l'atteso l'obbligo marginale di RBM, inducendo la banca centrale a provvedere le banche con una revisione all'insù del suo programma di creazione di base monetaria per l'anno 1970: revisione giustificata ove si consideri che al mutamento intervenuto nella struttura dei nuovi depositi non si accompagnava alcun accrescimento della loro velocità media in termini di reddito.

(12) ** Per la precisione, nel secondo e nel terzo dei luoghi citati la grandezza di riferimento è il flusso *totale* di base monetaria, comprensivo della parte utilizzata dal pubblico (principalmente i biglietti). Nell'ipotesi più semplice, di costanza del rapporto k tra i biglietti e i depositi, l'indice di flusso diventa $\frac{F}{B} \times \frac{j+k}{i+k}$, dove F e B stanno per il flusso e lo stock totali.

7. *L'inclusione del risparmio postale nella base monetaria.* — La definizione ufficiale della base monetaria include i depositi presso gli uffici postali. Soltanto per un quinto del totale questi depositi consistono in conti correnti; gli altri quattro quinti sono nella forma di libretti e buoni fruttiferi. I buoni fruttiferi possono essere incassati in qualunque momento, ma quanto più a lungo restano in vita tanto maggiore è il tasso di interesse che rendono — e ciò fino a venti anni, quando il tasso diventa costante.

A sostegno della loro inclusione nella base monetaria deve dirsi che: *a)* essi sono crediti liquidi verso un'autorità creatrice di moneta, ossia il Tesoro; *b)* le banche commerciali, quando competono più attivamente per l'acquisizione di depositi, attirano base monetaria attraverso uno spostamento di disponibilità verso di esse non soltanto dalla circolazione dei biglietti ma anche dai depositi postali.

Contro la loro inclusione si possono proporre alcuni argomenti.

a) Il detentore di un buono fruttifero postale che lo incassa sostiene un costo formato dalla perdita della componente progressiva nel tasso di interesse. I buoni incorporano perciò un elemento che induce alla stabilità dell'investimento, e che li avvicina ai titoli statali a lungo termine.

b) L'obbligo di riserva in base monetaria, e i fattori che regolano il rapporto tra i depositi bancari e la circolazione dei biglietti, presi insieme, determinano il rapporto della massa monetaria alla base monetaria formata da biglietti e RBM. L'inclusione dei depositi e dei buoni postali nella base monetaria conduce ad una relazione meno stabile tra questa e la massa monetaria.

Quale strumento di azione monetaria, la base monetaria sviluppa effetti più netti quando sia definita in modo che i suoi elementi costitutivi siano legati, da un moltiplicatore definito, a segmenti della massa monetaria di cui costituiscono la base specifica, oppure consistano in attività il cui basso reddito solleciti i detentori a impieghi alternativi, attraverso un processo di espansione del credito.

La circolazione dei biglietti e le riserve bancarie obbligatorie soddisfano il primo criterio, i moltiplicatori essendo pari all'unità per i biglietti e pari all'inverso del saggio (o saggi) di riserva per le riserve obbligatorie. La liquidità bancaria eccedente, che prende

forma di disponibilità presso la banca centrale, soddisfa il secondo: attraverso il processo di espansione del credito essa verrà assorbita nella circolazione dei biglietti e nelle riserve obbligatorie.

I depositi postali non ne soddisfano alcuno. In termini di massa monetaria, il loro moltiplicatore è nullo, salvo che si voglia includerli in una larga definizione della moneta. I loro rendimenti sono elevati, e funzione positiva del periodo di detenzione. Tuttavia una loro trasformazione in biglietti e riserve bancarie può avvenire quando le banche competono più attivamente per l'acquisizione di depositi di quanto faccia la Posta: come è accaduto in Italia durante la prima parte del 1970 (13).

8. *Principali elementi costitutivi della base monetaria.* — Poichè *a)* i molteplici fattori che influenzano la struttura della base monetaria operano costantemente, e *b)* l'effetto espansivo di una certa creazione di base monetaria in termini di massa monetaria, e il connesso flusso di reddito, sono funzioni della sua struttura, solo una analisi combinata del flusso totale di base monetaria *e della sua struttura* può dare contezza della influenza espansiva del primo. La creazione complessiva di base monetaria, per se stessa, è meno indicativa degli impulsi monetari di quanto lo sia l'espansione della massa monetaria, descritta sopra, o l'espansione interna del credito (14).

Alla luce delle precedenti considerazioni appare opportuno dividere la base monetaria nei suoi principali elementi costitutivi, secondo lo schema seguente:

	<i>in possesso delle banche</i>	<i>in possesso del pubblico</i>
<i>attiva</i>	(1) riserve obbligatorie	(3) circolazione dei biglietti e monete metalliche
<i>inattiva</i>	(2) riserve eccedenti	(4) risparmio postale

(13) I depositi postali non sono inclusi nella grandezza M_2 presentata nei grafici.

(14) DCE, secondo la definizione datane nel Supplemento al Bollettino trimestrale della Banca d'Inghilterra per il settembre 1969.

Gli elementi (1) e (3) presi insieme sono anche un indicatore del flusso della domanda, con le limitazioni dovute alle variazioni nei saggi di riserva obbligatoria, nella distribuzione del reddito, nel livello e nella struttura dei tassi di interesse. L'elemento (2) è un indicatore della direzione nella quale le autorità sollecitano la domanda: verso la contrazione o l'espansione. L'elemento (4) è affine ai flussi del mercato dei capitali, e parte di nozioni più ampie della base monetaria, le quali potrebbero estendersi fino ad abbracciare i titoli di Stato in scadenza entro orizzonti temporali significativi.

9. *I programmi di creazione di base monetaria e le loro limitazioni.* — È stato nel 1965 che la base monetaria ha fatto la sua prima apparizione nelle Considerazioni finali della Relazione della Banca d'Italia. A quell'epoca l'istituto di emissione stava assumendosi, in misura crescente, il compito di assicurare che i fabbisogni di finanziamento del settore pubblico, in costante espansione, venissero coperti usando canali appropriati e a tassi di interesse relativamente stabili. La creazione di base monetaria era considerata la fonte prima del flusso di attività finanziarie.

Essa ha formato oggetto di una crescente attenzione nelle Relazioni per gli anni dal 1966 al 1969; in quelle per il 1967 e 1968, i programmi di creazione di base monetaria vennero formulati in termini quantitativi.

Le previsioni erano fondate su certe ipotesi concernenti gli altri fattori che influiscono sulla relazione tra la base monetaria e il flusso del reddito, e che sono state menzionate più sopra, ossia (a) la distribuzione del reddito, (b) il livello e la struttura dei tassi d'interesse, (c) i saggi di riserva obbligatoria. Le previsioni stesse dovevano intendersi impegnative per l'istituto di emissione per certi valori assegnati a queste variabili piuttosto che in ogni altra condizione.

Ma (a) e (b) non sono sostanzialmente controllati dalla banca centrale; (b), più specialmente, ha rivelato la tendenza ad allinearsi, attraverso i movimenti di capitale con l'estero, sui livelli rapidamente variabili esistenti nel mercato internazionale dei fondi a breve e a lunga.

Con riguardo a (c), è stato osservato precedentemente che le autorità monetarie hanno introdotto di tanto in tanto mutamenti nella struttura dell'obbligo di riserva, alla ricerca di effetti direzionali; che, inoltre, l'afflusso di fondi alle banche ha subito spostamenti tra forme di deposito soggette ad obblighi di riserva diversi, sotto l'azione continuata dei mutamenti nella concorrenza fra le banche e nella preferenza del pubblico per la liquidità. Di conseguenza, anche l'ipotesi di un saggio di riserva stabile non è stata realizzata.

In tali condizioni, sono emersi scostamenti dell'effettiva creazione di base monetaria dalle previsioni, espressivi in effetti dell'adattamento di queste al mutare delle circostanze, ma che hanno potuto essere erroneamente interpretati come manifestazioni di un difetto di coerenza con i programmi.

Questa possibilità e l'esperienza fatta delle influenze che si esercitano fuori del suo controllo debbono forse annoverarsi tra le cause che hanno condotto la banca centrale a lasciare saggiamente cadere la formulazione di piani quantitativi di creazione di base monetaria nelle più recenti dichiarazioni programmatiche del Governatore.

LA RIVALUTAZIONE DEL 1926-27, GLI INTERVENTI SUL MERCATO E L'OPINIONE PUBBLICA (*)

I. 18 agosto 1926. Dal 1925 è in atto in Italia un'azione per la difesa della lira che anche documenti tecnici già designano, secondo lo spirito del tempo, come «battaglia della lira». Questo senso di combattimento viene esaltato dal breve discorso che Mussolini pronunzia a Pesaro, nel quale afferma:

«Noi condurremo con la più strenua decisione la battaglia economica in difesa della lira e da questa piazza a tutto il mondo civile dico che difenderò la lira fino all'ultimo respiro, fino all'ultimo sangue. Non infliggerò mai a questo popolo meraviglioso d'Italia, che da quattro anni lavora come un eroe e soffre come un santo, l'onta morale e la catastrofe economica del fallimento della lira. Il regime fascista resisterà con tutte le sue forze ai tentativi di jugulazione delle forze finanziarie avverse, deciso a stroncarle quando siano individuate all'interno. Il regime fascista è disposto, dal suo capo all'ultimo suo gregario, a imporsi tutti i sacrifici necessari, ma la nostra lira, che rappresenta il simbolo della Nazione, il segno della nostra ricchezza, il frutto delle nostre fatiche, dei nostri sforzi, dei nostri sacrifici, delle nostre lacrime, del nostro sangue, va difesa e sarà difesa».

Mussolini scende in campo quando le due maggiori monete latine sono ancora sotto pressione nel mercato dei cambi: in termini di lire, dal 20 luglio il dollaro si mantiene a una quota superiore a 30, non toccata nemmeno nella crisi dei cambi del luglio 1925 (1).

La nuova impennata dei corsi è dovuta almeno in parte alla

(*) Ringrazio il prof. Pierluigi CIOCCA e il dr. Paolo OMODEO SALÈ che mi hanno cortesemente aiutato nella ricerca delle fonti statistiche, bibliografiche e d'archivio.

(1) Sui caratteri del periodo di sviluppo inflazionistico che nel suo tratto finale (estate 1925) mise capo a quella crisi si vedano le *Prospettive*

cessazione — avvenuta il 13 maggio, secondo quanto dichiarerà al Senato il ministro Volpi il 9 dicembre — degli interventi del Tesoro sul mercato dei cambi.

Ma nell'anno trascorso dalla precedente crisi una vasta e coerente azione di governo è venuta modificando, per altri e più importanti rispetti, le condizioni della battaglia a vantaggio dei difensori della lira, sia sul terreno dei rapporti con l'estero, sia su quello della liquidità interna (2).

Sul fronte esterno:

(a) il governo ha introdotto nell'agosto 1925 la sorveglianza generica del mercato dei cambi, la quale si è concretata nel divieto per le banche: di aprire crediti o scontare cambiali a favore dell'estero; di acquistare per conto proprio valuta estera; di acquistarne per conto della clientela senza la contestuale messa a disposizione delle lire; di prendere a riporto divise mettendo a disposizione lire in favore di banche estere (3);

(b) nel novembre 1925 è stata raggiunta la sistemazione dei debiti di guerra con gli Stati Uniti, e nel gennaio 1926 quella con l'Inghilterra;

(c) dopo gli accordi con gli Stati Uniti, il governo italiano ha emesso sul mercato americano un prestito di 100 milioni di dollari valendosi di un consorzio di banche capeggiato dalla Morgan;

(d) al mercato americano attingono anche l'Istituto di credito per le imprese di pubblica utilità e le società private, mediante collocamento di obbligazioni; la valuta ricavata viene ceduta al Tesoro che presta la garanzia di cambio;

(e) è stata favorita l'importazione di capitale, mediante agevolazioni fiscali ai mutui contratti all'estero e l'emissione di buoni fruttiferi postali in valuta;

economiche di G. MORTARA per gli anni 1925 e 1926 al capitolo Moneta e D. MENICHELLA, « Le esperienze italiane circa il concorso delle banche nella realizzazione dell'equilibrio monetario e della stabilità economica », in *Bancaria*, 1956, n. 1.

(2) Cfr. M. ALBERTI e V. CORNARO, *Banche di emissione, moneta e politica monetaria in Italia dal 1849 al 1929* (GUF, Milano, 1931), cap. IV.

(3) La banca estera potrebbe speculare al ribasso della lira reintegrandosi della valuta ceduta mediante la vendita immediata delle lire prese a riporto; restando così sul termine debitrice scoperta di lire.

(f) nel giugno 1926, le contrattazioni in cambi sono state riservate alle banche maggiori ed alle operazioni nascenti da documentate necessità dell'industria, del commercio e del turismo; nel luglio, è stata vietata l'esportazione di biglietti (oltre lire diecimila) e di titoli di credito in lire;

(g) la facoltà dell'emissione è stata unificata nella Banca d'Italia dal 1° luglio;

nel frattempo:

(h) i saldi creditori dei conti in lire intrattenuti presso banche italiane da banche e ditte forestiere sono scesi da 3,9 miliardi a fine giugno 1925 a 2,3 miliardi a fine luglio 1926, in parte a fronte di divise erogate dall'Istituto dei cambi per conto del Tesoro;

(i) la bilancia commerciale è venuta sensibilmente migliorando, rispetto all'avverso andamento del primo semestre 1925.

Sul fronte interno, la creazione di moneta è efficacemente controllata nelle sue tre componenti (Stato, economia, estero). Di esse, agisce in senso fortemente contrattivo quella costituita dal credito dell'istituto di emissione verso lo Stato, che si viene riducendo, per effetto dell'ampio avanzo di bilancio. L'aumento degli sconti e delle anticipazioni, che era stato imponente nel 1925, quasi si annulla nei primi sette mesi del 1926. Il tasso ufficiale di sconto rimane fermo al 7 per cento.

Le due componenti interne della creazione di moneta, agenti complessivamente in senso restrittivo, sono soltanto in parte compensate dall'effetto espansivo della componente esterna, ossia dall'afflusso di valuta pregiata. Questo effetto viene contenuto dalla messa in atto di meccanismi tendenti a ricondurre in circuito alla banca centrale la liquidità creata dal collocamento di prestiti all'estero: le lire ricavate dalla cessione di valuta al Tesoro vengono in parte destinate ad estinzione di debiti delle imprese verso le banche, e da queste ancora alla estinzione di debiti verso la Banca d'Italia o alla costituzione presso di essa di depositi. Quest'ultima viene sollecitata, a partire dal settembre, dalla corresponsione, in via eccezionale e temporanea, di un interesse del 5 per cento sui conti correnti di cospicua entità intrattenuti da banche ed istituti di credito presso le più importanti sedi della Banca (cfr. *Relazione* della Banca d'Italia sul 1926, pp. 84 e 107).

II. I cambi resistono sulle quote precedenti il discorso di Pesaro durante l'ultima decade di agosto, ma il primo settembre compiono un salto all'ingiù. Alle spinte iniziali di ordine tecnico e psicologico si somma, nel sollecitare il movimento discendente che seguirà, l'effetto di nuovi interventi di politica monetaria.

Con due decreti del settembre, viene infatti varato un piano di deflazione e «risanamento» della circolazione cartacea, comportante l'imposizione di un limite di 7 miliardi alla circolazione per conto del commercio ed il graduale rimborso del debito dello Stato verso l'istituto di emissione. A quest'ultimo fine vengono trasferiti alla Banca d'Italia, ed acquisiti alla riserva aurea e valutaria, i 90 milioni di dollari costituenti il ricavo netto del prestito Morgan, contro annullamento di 2.500 milioni di debito del Tesoro. Viene stabilita la sostituzione dei biglietti di Stato con monete d'argento. Viene in pari tempo emanata la prima legge organica di tutela del risparmio.

Ai primi di novembre 1926, la Sezione speciale autonoma del Consorzio per sovvenzioni sui valori industriali, creata per i salvataggi bancari, e il cui ricorso alla Banca d'Italia ha alimentato la componente che si ritiene meno sana della circolazione, viene soppressa.

Una fonte di espansione della circolazione era l'incasso a scadenza di buoni del Tesoro, che in effetti si produsse per importi rilevanti, fra il maggio e l'ottobre. «Durante e dopo la guerra, il buono del Tesoro ordinario aveva cambiato natura ed era quasi divenuto un biglietto fruttifero» (*Relazione* della Banca d'Italia sul 1926, p. 66). Ma nel novembre, i buoni ordinari e poliennali sono obbligatoriamente convertiti nel «Prestito nazionale in difesa della valuta» (Littorio). Per agevolare i sottoscrittori in denaro al Prestito, sono previste anticipazioni dell'istituto di emissione, ma si procura di contenerne l'effetto monetario convogliando all'istituto di emissione taluni flussi di risparmio postale e previdenziale (R.D.L. 6 novembre 1926, n. 1831, art. 5).

Entro questa cornice, l'istituto di emissione provvede a limitare energicamente i propri impieghi (sconti, anticipazioni e prorogati pagamenti) tanto da ridurre la consistenza da 9,3 miliardi a fine

luglio 1926, a 8,3 in dicembre. Nella Relazione annuale della Banca, lo Stringher osserva (p. 22) come tale politica fosse intesa ad assecondare il governo «nell'attuare un piano ragionevole di deflazione, inteso a difendere il prezzo dei cambi».

Tra fine agosto e fine dicembre, la circolazione viene mantenuta costante nei dati grezzi: durante questa fase critica, il capo del governo e il governatore si mantengono in stretto contatto, quegli pungolando questi documentando, e l'esclusività d'intento con cui si applicano a bloccare la circolazione non offre nemmeno spazio all'espansione stagionale del secondo semestre (4), che nell'Italia prevalentemente agricola di allora era notevole (l'indice di stagionalità, per settembre ed ottobre, potendo stimarsi a circa 1,02).

Una testimonianza di ciò si trova nel carteggio Mussolini-Volpi, pubblicato da Renzo De Felice. Nella lettera del 18 ottobre al Volpi (il quale invece aveva ben presenti i movimenti stagionali e chiedeva in Senato di essere giudicato su andamenti per «cicli per lo meno semestrali») Mussolini parla di profondo sconcerto e di impressione disastrosa per l'aumento di 150 milioni evidenziato dalla circolazione in settembre: depurato della stagionalità, esso si converte in una diminuzione di oltre 100 milioni (5).

Da 30,75 a fine agosto, il cambio del dollaro scende a 26,61 un mese dopo, e prosegue nella sua caduta toccando 23,38 a fine novembre e 22,12 in chiusura d'anno.

(4) Cfr. B. STRINGHER, «Unificazione dell'emissione e deflazione cartacea», in *Nuova Antologia*, 1° Novembre 1926, p. 18.

(5) «I lineamenti politici della "quota novanta" attraverso i documenti di Mussolini e di Volpi», *Il Nuovo Osservatore*, 1966, n. 50.

Anche nel 1927 Mussolini continuò a premere perchè la circolazione venisse «deflazionata», secondo il programma confermato in una nota «di chiara altissima ispirazione» pubblicata dal *Popolo d'Italia* il 13 gennaio: «La circolazione continuerà a subire un sistematico processo di riduzione conformemente agli impegni solennemente presi dal Governo fascista». E ciò in presenza dell'effetto espansivo degli acquisti di valuta, che richiedeva una restrizione più severa degli impieghi sull'interno per ottenere lo scopo assegnato di ridurre la circolazione.

Mussolini era suggestionato dalle dimostrazioni che economisti, tra cui il Borgatta, offrivano sulla stampa della necessità di restringere la circolazione per ricondurla a livelli di equilibrio con la nuova quota del cambio, che veniva assunta come un dato. La suggestione era quindi reciproca.

III. Dalla Relazione dell'Istituto nazionale per i cambi con l'estero sull'anno 1927 (p. 25) si evince che interventi in acquisto di valuta sul mercato furono iniziati nell'ottobre del 1926 dalla Banca d'Italia, ma per piccoli importi; l'aumento di 446 milioni di lire-oro che si osserva nella consistenza delle riserve dichiarate fra l'agosto e il settembre è dovuto per intero all'acquisizione alle riserve dei 90 milioni del prestito Morgan. La Banca continuò ad operare da sola sul mercato fino al gennaio 1927; dal febbraio al maggio intervenne insieme con l'Istituto cambi, dopo di che « quest'ultimo riasunse ed accentrò in sè la direzione della manovra del mercato, con i mezzi reclamati dalla necessità di assicurare l'effettiva stabilità della valuta intorno alla quota designata ».

Il senso da assegnare a queste ultime parole è che dalla fine di giugno gli interventi si attuarono in tutto il volume necessario ad arrestare il cambio sulle quote del maggio, mentre in precedenza essi erano stati contenuti in una misura che aveva lasciato margine alla rivalutazione della lira.

Il cambio del dollaro, dopo essere risalito a 23,33 a fine gennaio 1927, slittò infatti sino ad un minimo di 17,25 il 25 giugno; risalì intorno a 18,40 nella prima metà di luglio e venne mantenuto intorno a questa quota fino al 21 dicembre, quando fu adottata la parità di 19 per il dollaro e 92,46 per la sterlina.

La stessa Relazione offre notizia degli interventi in acquisto e in vendita attuati nei singoli mesi del 1927, complessivamente da Banca d'Italia e INCE. Essi diedero luogo alla formazione di una scorta di valuta pregiata (distinta da quella derivante dall'assunzione di prestiti esteri e negoziata fuori mercato col Tesoro) che nella traduzione in lire-oro segnò le seguenti consistenze:

1927

Gennaio	54	Luglio	578
Febbraio	56	Agosto	649
Marzo	57	Settembre	576
Aprile	98	Ottobre	901
Maggio	108	Novembre	866
Giugno	409	Dicembre	932

Appare evidente che l'arresto della rivalutazione ottenuto dall'ultima settimana di giugno richiese una forte intensificazione degli interventi: per l'87 per cento, la scorta di 932 milioni di lire-oro (pari a 180 milioni di dollari, e che diede luogo all'erogazione di 3.454 milioni di lire correnti) fu formata tra giugno e dicembre in presenza di un cambio mantenuto all'incirca stabile, secondo direttive già impartite nel maggio da Mussolini e da Volpi.

Avvenuta la definizione della nuova parità della lira col decreto-legge del 21 dicembre 1927 (n. 2325) che statuì la «cessazione del corso forzoso e convertibilità in oro dei biglietti della Banca d'Italia», anche questa scorta di valute fu acquisita alla riserva dell'istituto di emissione. In effetti, la variazione delle riserve tra la situazione dell'istituto precedente l'applicazione del decreto di stabilizzazione e quella ad essa successiva è di circa 900 milioni di lire-oro 1913, come appare dal seguente confronto:

— valute d'oro, d'argento ed equiparate, nella situazione precedente l'applicazione del decreto	2.902
— a dedurre: il credito verso lo Stato per oro depositato a Londra, che dopo la stabilizzazione viene escluso dalle riserve e contabilizzato in altra voce di situazione	504
— restano	2.398
— "oro e altre valute auree nella nuova situazione: 12.100 milioni di lire nuove, pari a milioni di lire-oro	3.302
Incremento	904

L'INCE trasferì nella stessa occasione alla Banca d'Italia valute tratte dalla negoziazione del ricavo dei prestiti esteri, per circa 470 milioni di lire-oro (pari a 91 milioni di dollari). Questa seconda cessione non riceve evidenza dal confronto fra la situazione successiva alla stabilizzazione e quella precedente, perchè quest'ultima già comprendeva fra le riserve un importo dello stesso ordine di grandezza di valute di proprietà dell'INCE (cui venivano accreditate in appositi conti del passivo).

Presumibilmente, con l'inclusione nelle riserve della Banca

d'Italia, anteriormente alla fissazione della nuova parità, di una parte soltanto delle valute che venivano affluendo agli organi di gestione valutaria, si era inteso distinguere tra le valute costituenti presidio della moneta nel medio termine, e quelle costituenti massa di manovra per gli interventi (6).

IV. Riepilogando, nella politica dei cambi sembra di poter distinguere tre fasi: nella prima gli interventi furono nulli, nella seconda frenarono soltanto la rivalutazione, nella terza l'arrestarono.

Dall'agosto all'ottobre 1926 (prima fase) si lasciò libero corso alla rivalutazione: essa valeva a consolidare il rovesciamento delle aspettative ed essendo limitata al riassorbimento di una punta di deprezzamento (che per la sua brevità non poteva avere sviluppato effetti rilevanti sul sistema dei rapporti economici) non era di natura tale da incidere negativamente sugli equilibri produttivi.

Una politica di rivalutazione attenta al costo economico della operazione poteva ragionevolmente proporsi di riguadagnare il terreno perduto nelle ondate al ribasso dell'ultima annata (luglio 1925-luglio 1926) fermando il cambio del dollaro tra 24 e 25. Una politica più ambiziosa avrebbe potuto proporsi di recuperare insieme la perdita gradualmente subita nell'annata precedente (luglio 1924-luglio 1925) per ritrovare il *plateau* sul quale il cambio si mantenne durante la seconda metà del 1923 e la prima del 1924, fermandolo tra 23 e 24. Una condotta ispirata a traguardi di questa natura avrebbe comportato, a parità di ogni altra condizione, forti interventi in acquisto sul dollaro e sulla sterlina già nel tardo autunno del 1926.

In effetti, a misura che procedeva, la rivalutazione apparve meno desiderabile, e lasciò spazio fra gli obiettivi di politica monetaria alla ricostituzione delle riserve di oro e valute. Ma dal novembre 1926 al maggio 1927 (seconda fase) gli interventi in acquisto di valuta

(6) Contabilmente, le valute trasferite dall'Istituto dei Cambi alla Banca d'Italia in occasione della stabilizzazione furono quelle provenienti dai prestiti esteri successivi al prestito Morgan, più una parte di quelle provenienti dagli acquisti di mercato (per il resto già trasferite prima).

Tuttavia è parso interessante rilevare nel testo che l'importo trasferito corrispose all'incirca a quello delle valute acquistate complessivamente sul mercato.

si attuarono in misura ridotta, tale da concedere qualcosa ad entrambi gli obiettivi, ossia da frenare soltanto la rivalutazione, senza arrestarla.

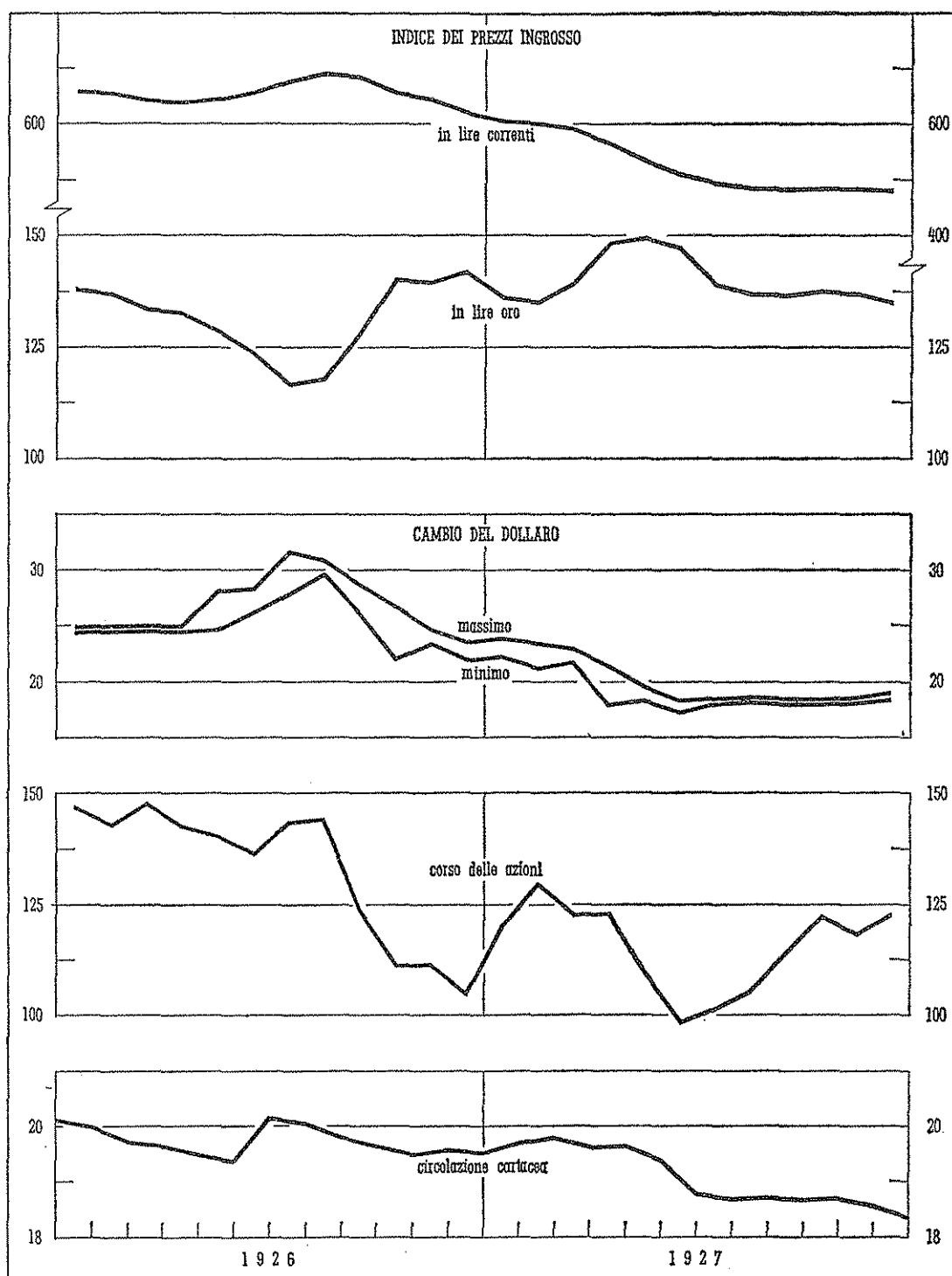
Come al procedere della rivalutazione diventava prevalente l'aspetto negativo sulla produzione e gli scambi esteri, così al procedere degli acquisti di valuta assumeva spicco l'effetto di espansione monetaria, anche se questa era « garantita » da averi sull'estero. Cosicché è da ritenere che, in quel giudizio, al passare del tempo, il problema di perseguire due obiettivi, in modo da non togliere troppo all'uno per concedere all'altro, si sia venuto trasformando in quello di contemperare due mali: una rivalutazione pregiudizievole alla produzione, e un'accumulazione di divise pregiudizievole al contenimento della circolazione. Dal giugno 1927, questo venne scelto come il male minore, e giustamente, essendo possibile compensare la creazione « esterna » di liquidità con la riduzione degli altri flussi. È la terza fase, nella quale la rivalutazione viene arrestata, e che dura sino alla fissazione della nuova parità nel dicembre.

V. L'equilibrio che nelle varie fasi si formò tra il tasso di rivalutazione e l'afflusso di valuta alle riserve era funzione del volume della domanda monetaria generata nell'economia italiana. Un maggior sostegno della domanda monetaria avrebbe realizzato la compatibilità tra un tasso di rivalutazione e una acquisizione di riserve entrambi minori di quelli che in realtà si ebbero.

Una norma di condotta che le autorità monetarie, nel loro ambito di responsabilità, potevano correttamente proporsi, era quella di lasciare che la lira trovasse sul mercato dei cambi il livello risultante dal gioco delle partite correnti: assorbendo quindi nelle riserve ufficiali tutto e solo l'afflusso di capitali. L'accumulazione di riserve superò in effetti considerevolmente l'importo dei prestiti contratti all'estero. Non sappiamo se l'eccedenza sia stata maggiore o minore dell'afflusso o riflusso di capitali per altre vie: constatiamo che almeno il segno delle differenze fra le grandezze in causa non contraddice la norma che si è proposta.

Se perciò quella compatibilità non fu realizzata su livelli minori e per il tasso di rivalutazione e per l'accumulo di riserve, ciò si dovette non tanto a difetto della politica d'intervento sul mercato dei

PREZZI, CAMBIO, CIRCOLAZIONE, 1926 - 27



Per le fonti e le basi delle serie, si veda la nota alla tavola. Per la circolazione cartacea sono stati usati i dati depurati della stagionalità.

INDICATORI MONETARI, 1926-27

Anni e mesi	Indice dei prezzi ingrosso		Cambio del dollaro		Indice Bachi del corso delle azioni (dicembre 1913=100)	Circolazione cartacea		Consistenza dei Buoni ordinari del Tesoro (miliardi)	Oro, argento e valute : degli istituti di emissione (milioni di lire-oro)
	in lire correnti	in oro	massimo	minimo		grezza netta	depurata della stagionalità		
	1913=100					(fine mese, in miliardi)			
1925 dicembre . . .	—	—	24,85	24,78	153,9	20,46	20,07	17,33	2.041
1926 gennaio . . .	658,9	137,9	24,82	24,74	146,9	19,80	19,99	17,59	2.016
febbraio . . .	654,7	136,7	24,92	24,76	142,8	19,30	19,71	17,95	1.999
marzo . . .	640,3	133,4	24,93	24,83	148,1	19,32	19,64	17,83	1.996
aprile . . .	636,4	132,7	24,88	24,82	142,2	19,00	19,48	17,76	1.990
maggio . . .	642,9	128,5	28,02	24,88	140,1	18,79	19,36	17,54	1.988
giugno . . .	654,1	123,6	28,18	26,15	136,1	20,23	20,11	16,84	1.977
luglio . . .	676,7	116,6	31,60	27,79	143,5	20,23	20,01	16,11	1.947
agosto . . .	691,3	117,9	30,88	29,87	143,9	19,87	19,80	15,53	1.947
settembre . .	682,8	128,3	28,61	26,18	123,6	20,04	19,63	15,32	2.413
ottobre . . .	654,6	140,1	26,64	22,05	111,0	19,87	19,46	14,66	2.437
novembre . .	641,4	139,5	24,58	23,35	111,1	19,86	19,57	14,42	2.462
dicembre . . .	618,6	141,8	23,50	21,82	104,5	19,94	19,51	14,42	2.479
1927 gennaio . . .	602,9	135,6	23,70	22,28	120,4	19,54	19,71	—	2.514
febbraio . . .	600,8	134,4	23,49	21,22	130,1	19,38	19,79	—	2.582
marzo . . .	592,7	138,5	22,91	21,72	122,5	19,29	19,61	—	2.614
aprile . . .	565,3	148,3	21,38	17,75	123,0	19,16	19,62	—	2.749
maggio . . .	536,5	149,8	19,52	18,17	109,7	18,88	19,39	—	2.825
giugno . . .	509,4	147,1	18,17	17,25	97,8	18,83	18,74	—	2.866
luglio . . .	491,3	138,8	18,42	18,05	101,1	18,87	18,66	—	2.903
agosto . . .	485,5	136,8	18,47	18,34	105,2	18,75	18,67	—	2.905
settembre . .	483,9	136,5	18,45	18,31	114,2	19,03	18,65	—	2.904
ottobre . . .	484,4	137,2	18,32	18,19	122,5	19,04	18,67	—	2.903
novembre . .	484,5	136,7	18,41	18,29	117,9	18,83	18,55	—	2.902 (1) 2.398
dicembre . . .	482,8	134,5	18,97	18,42	123,0	18,71	18,33	—	3.302

(1) Vedi testo.

Fonti: Per i prezzi ingrosso: *Bollettino mensile di statistica*. Per i cambi: *Lex*. Per i corsi delle azioni: *Rivista bancaria*, anno 1928. Per la circolazione grezza netta e le riserve: R. DE MATTIA, *I bilanci degli istituti di emissione italiani*, 1845-1936, Roma, 1967, vol. I, tomo II, tavole 5 e 19. Per la circolazione depurata della stagionalità: il calcolo dell'indice di stagionalità variabile è stato eseguito sui dati grezzi degli anni 1921 a 1936. Per la consistenza dei buoni del Tesoro: *Conto riassuntivo del Tesoro*.

cambi, quanto all'orientamento deflazionistico della politica economica generale, che contenendo la domanda monetaria globale frenava l'importazione per consumi e per scorte, liberava risorse per l'esportazione, portava gli operatori di commercio estero a modificare a vantaggio della lira i termini di pagamento.

Il De Stefani, in un discorso tenuto a Parigi nel febbraio 1928, osserva al riguardo (7):

« Dal giorno in cui il Governo ha dichiarato il suo proposito di rivalutare la lira, i prezzi all'ingrosso sul mercato interno sono discesi del 43 per cento... Questa discesa di prezzi interni ha aperto, per i produttori e per l'economia nazionale, il problema dell'adeguamento dei costi di produzione al prezzo del prodotto, specialmente per quel che riguarda la remunerazione del lavoro. È stato necessario diminuire queste remunerazioni nominali... Non si può facilmente superare senza turbamenti un vasto movimento di rivalutazione se la determinazione delle mercedi non rientra nelle funzioni dello Stato e dei suoi organi sindacali e giudiziari ».

E il Del Vecchio (8):

« Operando rapidamente sulle pigioni, sui salari, sui prezzi al dettaglio, sugli stipendi dei pubblici funzionari e riducendo alcuni tributi, il governo Mussolini raggiunse l'intento di portare i prezzi interni in corrispondenza con il crescente valore internazionale della lira ».

Valeva anche il rapporto inverso: il corso del cambio influiva sugli andamenti interni, sia per le incidenze psicologiche, sia perchè determinava (insieme coi prezzi all'estero) il costo delle importazioni, giocando sul costo della vita e quindi sui salari.

Mussolini aveva chiari questi rapporti. Nell'appunto del 26 aprile 1927 (in De Felice, *loc. cit.*) egli scrive: « Per dare il colpo ai prezzi e agli stipendi, bisogna che la rivalutazione abbia raggiunto un livello che vorrei *chiamare drammatico*. ... La rivalutazione ha già allentato la vischiosità dei prezzi al minuto... La diminuzione di tutte le mercedi... accelererà... il ritmo dei ribassi al minuto ». Qualche giorno dopo (2 maggio) ad un accenno di debolezza della lira sul mercato

(7) *Economia*, anno VI, n. 1, gennaio 1928.

(8) *Cronache della lira in pace e in guerra* (Treves, 1932), p. 441.

dei cambi scriveva a Volpi: «È forse l'ora di ricomprare un po' di lire, altrimenti ci sarà un motivo decente per rialzare i viveri e quindi l'impossibilità di toccare i dipendenti dello Stato».

VI. Da talune dichiarazioni di Mussolini sembra potersi arguire che con la politica deflazionistica egli mirava a far riconquistare alla lira tutto il terreno perduto nel tempo fascista. Nell'ottobre 1922, le valute inglese ed americana si erano iscritte nel cambio con la lira a 106,77 e 23,97; nel dicembre, a 91,54 e 19,44.

Nel discorso dell'Ascensione pronunciato alla Camera il 26 maggio 1927, Mussolini disse:

«Quando l'altro giorno la sterlina, con mio grandissimo piacere, andò ad 85, pareva che ci fosse in vista una catastrofe nazionale... Ma dov'è poi questa catastrofe?... Per me la storia comincia nell'ottobre 1922. Se voi prendete il punto culminante della sterlina, allora sì, abbiamo un miglioramento di 60 punti; ma se prendete la quotazione media di 120, il miglioramento si riduce a 30 punti, e se tornate alla quotazione della Marcia su Roma il miglioramento si riduce a 15, perchè all'epoca della Marcia su Roma la sterlina era a 105 e 110. Ma allora, o signori, avevamo un bilancio in deficit, avevamo i debiti esteri non pagati, un regime che cominciava e che quindi poteva anche suppersi non duraturo; avevamo una bilancia dei pagamenti passiva. Che cosa è questo miglioramento di 15 punti, oggi che abbiamo sistemato il debito interno e il debito estero, che abbiamo il bilancio in pareggio ed in avanzo? È il premio, il modesto premio che il popolo italiano si meritava dopo cinque anni durante i quali ha lavorato come un negro, o, se volete, come un eroe e come un santo. D'altra parte si plachino queste preoccupazioni; non abbiamo conquistato nulla; abbiamo ripreso le posizioni che avevamo nel 1922. Le chiameremo "la quota 90" e su questa quota aspettiamo tutto il grosso dell'esercito». Qualche giorno dopo, al Senato, Mussolini interrompeva il senatore Mayer, che aveva parlato di «rivalutazione impetuosa», osservandogli che «in piena occupazione delle fabbriche la sterlina era a 80».

Ma decisiva al riguardo è la testimonianza del carteggio Mussolini-Volpi. Nella lettera a Volpi dell'8 agosto 1926 si legge: «Il

regime fascista aveva nel dicembre 1922 la sterlina a 90. I casi, o le ipotesi, erano tre: il regime poteva ancora migliorare questa quotazione, il regime poteva fissarla oppure peggiorarla. È questo terzo caso che si è verificato. Ragione per cui io affermo, colla schiettezza veridica dei veramente forti, *che qui il regime è stato battuto*». E nell'appunto per Volpi del 26 aprile 1927: « Che cosa valeva la sterlina nel 1922, nell'ottobre? quello che vale, oggi, cioè 90. La rivalutazione avviene non sul livello al quale prendemmo la sterlina, ma avviene sulle svalutazioni successive. Nessuna avanzata, quindi, ma un puro e semplice recupero del terreno perduto ».

Occorre osservare che nella seconda metà del 1922 la sterlina segnava ancora un notevole disaggio (9 per cento nel giugno, 5 nel dicembre) rispetto alla parità prebellica, poi riconquistata nel 1925. Il voler ricondurre la lira allo stesso cambio di quell'epoca con la sterlina significava quindi imporle di apprezzarsi rispetto all'oro nella stessa proporzione. Il cammino della rivalutazione sarebbe stato alquanto più breve se si fosse adottato il riferimento a una moneta stabile in termini di oro, ossia al dollaro, come fece il più cauto Volpi nel discorso al Senato del 9 dicembre 1926.

Il motivo di prestigio che animava il capo del governo non esclude l'altro, del « tentativo da parte del fascismo di acquistare l'appoggio delle classi medie » proposto dallo Sraffa (9). Anche Poincaré era d'avviso che Mussolini fosse « deciso a sacrificare alle classi medie la grande industria e l'alto commercio » (10). Il suo atteggiamento era certamente influenzato da un difetto di percezione del legame tra sviluppo industriale e potenza militare, e dalla convinzione che industrializzazione e urbanizzazione fossero causa di denatalità e di distacco dal fascismo (11).

(9) P. SRAFFA-A. TASCA, *Politica monetaria, Lo Stato Operaio*, novembre-dicembre 1927. Riprodotto in L. VILLARI, *Il capitalismo italiano del novecento*, Laterza, 1972.

(10) E. MOREAU, *Souvenirs d'un Gouverneur de la Banque de France* (Ed. Génin, Parigi, 1954) p. 140.

(11) Nel citato discorso dell'Ascensione egli afferma: « l'urbanesimo industriale porta alla sterilità le popolazioni... Vi spiegherete quindi che io aiuti l'agricoltura, ...vi spiegherete come io non ammetta in Italia che le industrie sane, le quali industrie sane sono quelle che trovano da lavorare nella

VII. L'opinione pubblica era divisa circa la misura ottima del processo rivalutativo. La linea divisoria tra rivalutatori e stabilizzatori era segnata dalla quota di 120-125 sulla quale il cambio con la moneta britannica si era aggirato dal settembre 1925 al maggio 1926.

I sostenitori della rivalutazione lenta ma continua, con punto finale generalmente lasciato a determinazioni future, si valevano di argomenti attinenti alla giustizia distributiva (i crediti costituiti in moneta buona, fino alle pensioni delle vedove e degli orfani) e ai meccanismi economici: una supposta possibilità di legare i salari al costo della vita anche nel movimento discendente; il riflesso dei costi d'importazione, tradotti in moneta nazionale, sui prezzi interni. Era vivo anche il richiamo alla tradizione di una lira rimasta a lungo stabile, insieme con le altre monete europee, fino alla guerra.

Questi sentimenti ed argomenti erano diffusi tra i senatori, e trovavano assertori agguerriti ed eloquenti in quelli di maggiore spicco, taluni amici altri oppositori del regime, che, dal 1925 al 1927, invitarono alla rivalutazione in ripetuti ordini del giorno e negli interventi in aula. Tra essi si annoverano Achille Loria, Maggiorino Ferraris, Luigi Luzzatti, Leone Wollemborg, Ugo Ancona, Teodoro Mayer.

Loria esortava il governo (nella tornata del 25 marzo 1925) ad imitare gli esempi dell'Inghilterra e degli altri paesi che avevano rivalutato restringendo la circolazione, senza impietosirsi sulla sorte dei debitori e degli industriali. Giudicava il governo « sbattuto fra la scienza che gli dice di stringere e la proprietà che gli domanda di allargare » la circolazione (8 dicembre 1926). E ancora l'8 giugno 1927, col dollaro a 18,10 e la sterlina a 88, invitava a « proseguire implacabilmente nella via regia » della deflazione e della rivalutazione lenta ma ininterrotta.

Maggiorino Ferraris auspicava (25 marzo 1925) il ritorno alla parità prebellica in sette anni; giudicava il ripristino dell'antica parità della sterlina « opera e risultato della volontà generale della

agricoltura e nel mare... Il così detto proletariato specificamente industriale è in gran parte ancora lontano, e, se non più contrario come una volta, assente ».

Su questo punto si veda P. MELOGRANI, *Gli industriali e Mussolini* (Longanesi, 1972), pp. 194 segg.

nazione», e « sacra alla restaurazione della Patria » la seduta del Parlamento inglese in cui esso si attuò. Al pronunciarsi della rivalutazione, egli dichiarò a giusto titolo (8 dicembre 1926) che la politica in atto aveva avuto auspice il Senato.

Questa stessa dichiarazione fece Ancona (16 febbraio 1928) il quale considerava la svalutazione un'«onta morale» per evitare la quale occorreva, a simiglianza dell'Inghilterra, affrontare « qualunque sacrificio » (8 giugno 1927).

La politica del governo non realizzò interamente questi auspici nel senso della misura della rivalutazione; andò oltre in quello della rapidità: ma una rivalutazione rapida, se pesa maggiormente sui negozi intercorsi prima dell'inizio del processo, offre minor tempo lungo il suo corso al costituirsi di rapporti nuovi sui quali i suoi effetti verranno a gravare.

Gli industriali per contro auspicavano la stabilizzazione a un livello di cambio che rispettasse l'equilibrio in atto tra i prezzi (ed i costi) interni e quelli esteri. Questa impostazione era sostanzialmente condivisa dal ministro delle finanze in carica dal luglio 1925, Volpi, nei cui interventi si manifesta una notevole modernità e genialità di concezioni, e trovò la sua più articolata espressione fra gli stessi senatori nel discorso di Ettore Conti, pronunciato in aula il 21 maggio 1927 ed ascoltato anche da Mussolini (12), e nella successiva replica

(12) Sul colloquio con Mussolini che precedette il discorso, il Conti riferisce (*Dal taccuino di un borghese*, Garzanti, 1971, pp. 239 segg.): « Mi accinsi con calore, con copia di argomentazioni e cifre e dati di ogni genere, a dimostrare quale danno sarebbe venuto al Paese anche da una quota 90, e quali i disastri, se si fosse tentato di andare oltre; ma l'ho trovato irremovibile; mi ha detto, fra l'altro, che io non mi convincevo di quanto possa un governo forte, anche nell'imporre delle direttive economiche: secondo lui, la sterlina si potrebbe portare a 50! ».

Nel discorso, Conti affermò: « le rivalutazioni possono giungere naturalmente fino a ristabilire la parità dei prezzi interni con quelli esteri. Al di là di questo limite le difficoltà non sono più psicologiche: diventano oggettive e tecniche. Se si vuole insistere, è necessario di riadattare i prezzi all'interno ai prezzi esteri, riducendo tutti gli elementi dei costi di produzione e quindi stipendi e salari, remunerazioni e parcelle, interessi e capitali dei debiti, tasse e costo di trasporti: sconvolgere cioè tutta la economia nazionale, disposti anche ad affrontare le inevitabili crisi. Perchè, in questa materia, spesso all'egoismo o a l'illusione degli inflazionisti fa riscontro non dirò l'egoismo,

del Conti al Loria (9 giugno). La sterlina era ormai scesa a 89; il Conti argomentò, con riferimento ai dati comparativi di potere d'acquisto e di circolazione, che il processo avrebbe dovuto essere arrestato prima, a 120; così facendo, egli può avere contribuito a farlo almeno bloccare là dov'era giunto (13).

Lo studio di De Felice documenta le prese di posizione, spesso vigorosamente esplicitate, di altri esponenti del ceto imprenditoriale: soprattutto eloquente una lettera al Duce di Riccardo Gualino.

Fra gli studiosi, alcuni (Agostino Lanzillo, Egisto Ginella, Ettore Rosboch) si trovavano su posizioni vicine a queste. Ma di fronte ad essi Mussolini poteva citare come «rivalutazionisti» il Loria di «Echi e Commenti» e del Senato; Federico Flora e Benvenuto Griotti (il quale ultimo però mirava a conseguire la rivalutazione della lira mercè l'espansione economica).

Su posizioni intermedie si collocavano i due maggiori, Einaudi e Del Vecchio, che venti anni dopo si sarebbero trovati insieme investiti di responsabilità di governo nella nuova stabilizzazione post-bellica della lira.

Gustavo Del Vecchio si rappresentava con molto acume il fenomeno della rigidità verso il basso dei salari e di alcuni prezzi, e quello dell'asimmetria tra gli effetti distributivi dell'inflazione e della deflazione (14). Eppure, scrivendo nel 1924, quando il cambio

ma certamente l'illusione dei rivalutatori ad oltranza. Questi sognano un graduale miglioramento della lira fino a portarla, sia pure attraverso ad un conveniente periodo di tempo, alla parità dell'oro».

Dell'atteggiamento degli industriali discorre il MELOGRANI, *op. cit.*, pp. 181 segg.

(13) ROLAND SARTI sostiene che l'opposizione degli ambienti industriali a quota 90 non fu adeguatamente rappresentata al governo dagli organi confederali (Benni, Olivetti, Guarneri) sia perchè la deflazione proteggeva gli interessi costituiti dal proliferare di imprese nuove sia perchè essi anzichè «prendere il toro fascista per le corna» preferivano ricercare compensi nella politica fiscale, doganale e delle forniture. Cfr. l'articolo «Mussolini and the Italian industrial leadership in the battle of the lira 1925-1927» (*Past and Present*, n. 47, 1970) e il volume *Fascism and the Industrial Leadership in Italy 1919-1940* (University of California Press, 1971). La tesi viene ripresa da JON S. COHEN in «The 1927 Revaluation of the Lira: a Study in Political Economy» (*The Economic History Review*, Novembre 1972).

(14) In uno dei saggi compresi nella citata raccolta di *Cronache della lira* egli richiama i «possenti ostacoli, i quali incontra il movimento di caduta dei

del dollaro si mantenne intorno a 23 senza una tendenza, egli ravvisa (*ivi*, pp. 339-40) il « problema concreto odierno » in quello « di ricondurre al più presto la lira a tale potere d'acquisto per cui il dollaro senza scendere sotto le 15-16 lire non superi le 20-21... Un Governo forte può e deve mirare a portare il dollaro verso una misura non molto superiore alle 15 lire, alla quale possono corrispondere durevolmente dei prezzi alquanto inferiori a quelli attuali ». Il suggerimento, avanzato nel contesto di un'argomentazione teorica nettamente contraria alla rivalutazione, appare come l'offerta di un compromesso ad una opinione rivalutazionista (15).

Luigi Einaudi, negli articoli sul *Corriere della Sera* del 1925 (16) prende vigorosamente posizione perchè non venga oltrepassata la « linea del Piave » dei 20 miliardi di circolazione. La scelta di un determinato volume di circolazione non superabile è una scelta implicita del cambio di equilibrio con essa. A questa stregua, il dato di Einaudi avrebbe comportato una rivalutazione un po' minore: la circolazione cartacea scese infatti da circa 20 miliardi nella seconda

prezzi... gli industriali non riescono a diminuire i salari nè gli altri oneri specialmente fissi delle loro aziende. Gli oneri fiscali e quelli per gli stipendi divengono, per la loro misura nominale fissa, intollerabili ai contribuenti » (p. 369). « Il regime dei prezzi decrescenti segnerebbe altri inconvenienti aggiunti a quelli dei prezzi crescenti » (p. 370).

(15) « Il valore prebellico della moneta, dinanzi alla mente di molti, si presenta ancora come normale; l'assetto monetario su di esso imperniato sembra l'ottimo e pare che il ritorno ad esso sia la innovazione ideale corrispondente al decoro ed al benessere del Paese ». (RICCARDO BACHI, « La eliminazione delle anomalie monetarie », in *Riforma sociale*, 1925, p. 122).

« Non si è lontani dal vero ritenendo che qualora il governo proclamasse solennemente la necessità di addivenire ad un sistematico processo di rivalutazione, molta gente che vive lontana dal mondo degli affari plaudirebbe freneticamente ». (CARLO ROSSELLI, « Rivalutazione e stabilizzazione della lira », in *Riforma sociale*, 1926, p. 157).

Bachi e Rosselli sottolineavano la pericolosità, e la sostanziale ingiustizia, di una politica che per avventura concedesse troppo al diffuso stato d'animo rappresentato nei passi citati.

« L'aspirazione sentimentale di ognuno sarebbe stata per la progressiva rivalutazione, fino alla parità aurea prebellica » (ALBERTI-CORNARO, *op. cit.*, p. 275).

(16) Raccolti nell'ultimo volume (VIII) delle *Cronache economiche e politiche di un trentennio* (G. Einaudi editore, 1965).

metà del 1926 a meno di 19 un anno dopo (con tendenza fortemente decrescente, fino a lambire i 13 miliardi nel 1933-34).

Einaudi è in effetti assai cauto nei confronti della rivalutazione: mentre amore di giustizia lo rende sollecito della sorte dei crediti costituiti in moneta buona, è vivamente consapevole che il rapporto di cambio più conveniente deve essere determinato dall'«equilibrio tra i fattori economici» e che tentativi di rivalutazione potrebbero sviluppare effetti autodistruttivi, attraverso ad esempio l'incidenza negativa sul gettito delle imposte, e quindi la spinta al disavanzo. Ma il governo in carica è abbastanza forte per modificare un dato fondamentale della realtà economica, agendo sulle remunerazioni.

E nelle corrispondenze sull'Italia inviate all'*Economist* da Torino, che sono presumibilmente di Luigi Einaudi (anche se nella bibliografia dei suoi scritti curata da Luigi Firpo, pag. 12, l'attribuzione è stata lasciata, per una parte, in sospenso) si trova ripetutamente enunciata la possibilità di un lento processo di deflazione tendente a ricondurre la lira verso l'antica parità. Vi si osserva come la rivalutazione non sia stata accompagnata da estesa disoccupazione: « Siamo un paese prevalentemente rurale; molte industrie sono ubicate in aree agricole... La terra può agire da valvola di sicurezza contro la disoccupazione nelle città »; « Il risultato finale del processo [di rivalutazione] sembra sia per essere l'eliminazione dei disadattati ... idee più prudenti sui futuri profitti ... ma la prudenza e la contenutezza furono sempre in tempi difficili le strade migliori verso la ripresa e la futura prosperità ». (*Economist* dell'8 gennaio 1927). Anche gli indicatori economici diversi dall'occupazione (commercio estero, entrate fiscali) non hanno messo in evidenza effetti negativi della rivalutazione (*ivi*, 2 luglio 1927). Nella corrispondenza sulla stabilizzazione legale (*ivi*, 31 dicembre 1927) si osserva che « gli sviluppi degli ultimi mesi sembrano dimostrare che gli effetti della deflazione sono stati alquanto esagerati, specialmente da quegli interessi che in Italia aveva indebitamente profittato dell'inflazione » (17).

In altro scritto di Einaudi, dell'autunno 1927 (18) si trova enun-

(17) Analoghe valutazioni sono espresse nell'articolo « Dei metodi per arrivare alla stabilità monetaria », in *Riforma sociale*, 1930, p. 227.

(18) « Les deux courants scientifiques italiens dans la politique de la

ciata la previsione che la stabilità di fatto del cambio sarebbe stata mantenuta per tutto il tempo necessario a realizzare l'adattamento del sistema dei prezzi al cambio, ma non si esclude che, una volta raggiunto tale risultato, si proceda « a un passo ulteriore sul sentiero della rivalutazione, e così per gradi successivi fino al ritorno alla parità » (d'anteguerra).

VIII. All'altezza della nuova parità di cambio scelta per la lira si suole contrapporre la determinazione « razionale » della parità del franco francese a 125 per sterlina, ossia a 20 centesimi del valore prebellico. Tra i fattori che concorsero a questo diverso esito del processo di stabilizzazione nei due paesi sembra di poter ravvisare i seguenti:

1) Il franco era caduto assai più in basso della lira: il 21 luglio 1926 toccò un minimo di 243 franchi per sterlina. Il minimo per la lira fu segnato il 28 dello stesso mese, con 154. Perciò il franco, sulla via della stabilizzazione, risalì oltre la metà della strada che aveva disceso (118 punti su 218), la lira meno della metà (62 punti su 129). È verosimile che le resistenze sociali alla rivalutazione tendessero a proporzionarsi all'ampiezza del ricupero rispetto al punto di minima (e alla durata della fase di deprezzamento) e abbiano quindi concorso a fermare il franco su una quota di stabilizzazione più bassa in assoluto, ma corrispondente a un ricupero anche maggiore che per la lira.

2) Quelle resistenze si facevano sentire su Poincaré meglio che su Mussolini, sia perchè egli era anche ministro delle finanze, sia perchè era il presidente del consiglio di un paese democratico dotato di articolate organizzazioni d'interessi, tanto della produzione che del lavoro, e nel quale i salari presentavano una rigidità al ribasso maggiore che nel regime totalitario italiano. Risulta dalla prefazione di Jacques Rueff alle memorie di Moreau (19) che Léon Jouhaux, segretario generale della Confederazione del lavoro (C. G.T.) illustrò ripetutamente a Poincaré i rischi di disoccupazione

revalorisation de la lire », nel bollettino della *Société belge d'Etudes et d'Expansion*, n. 62, settembre 1927.

(19) MOREAU, *op. cit.*, p. VIII.

che la rivalutazione comportava. Da noi, per contro, il ministro delle finanze Volpi, parlando al Senato il 25 maggio 1928, trovò motivo di compiacersi della « collaborazione silenziosa di quel popolo che, come ha detto il Capo del Governo, non ha fatto pesare la sua voce, fra i contrastanti interessi, sul limite di stabilizzazione ».

3) Un rapporto ufficiale di esperti del 1926 aveva escluso la rivalutazione integrale (ossia il ripristino della parità prebellica, il franco germinale).

Ma maggiore fu l'influenza del vice-governatore della Banca di Francia, l'economista Charles Rist, che aveva studiato gli effetti della deflazione nei paesi anglosassoni e nell'Europa centrale (20); ciò lo aveva reso attento ai problemi di dosaggio e agli sfavorevoli effetti sulla produzione di una deflazione radicale. Egli sosteneva che si dovesse stabilizzare presto, a un corso intermedio tra l'indice del costo della vita e l'indice del cambio in atto (sulla base 1913). Insieme col capo dell'ufficio studi della Banca, Pierre Quesnay, Rist usò tutta la sua influenza sul governatore Moreau, egli stesso inizialmente favorevole, come Poincaré, a una rivalutazione spinta, perchè il processo venisse tempestivamente arrestato. Arrivò anche a forzargli la mano nel senso dell'intervento sul mercato dei cambi, con acquisti non autorizzati di sterline. La rivalutazione venne bloccata sul finire del dicembre 1926, con sei mesi di anticipo sulla analoga azione italiana.

4) Quando arrivò la grande ondata della speculazione al rialzo del franco (maggio 1927) Moreau era ormai persuaso della bontà della linea Rist, e si applicò a sua volta a convertire alla tesi della stabilizzazione i rivalutazionisti, che comprendevano il presidente della repubblica Doumergue e il presidente del senato Doumer, trovando resistenze anche all'interno della Banca di Francia nelle persone dei reggenti de Rothschild e de Wendel. L'azione principale la svolse su Poincaré, anche con minaccia di dimissioni. « Raymond Poincaré qui était l'honnêteté même, et qui avait, à un point peu commun chez les hommes politiques, le souci de l'intérêt public et de la gloire de la France, était au fonds de son coeur avec les revalorisateurs » (21).

(20) C. RIST, *La déflation en pratique*. Giard, Paris, 1924.

(21) MOREAU, *op. cit.*, p. 572.

Poincaré era anche riluttante a «firmare» la disfatta del franco con la stabilizzazione, per l'impopolarità che temeva potesse derivargli da tale confessione d'impotenza a ristabilire l'antica parità aurea. Fu questo timore che fece rimandare la stabilizzazione ad epoca successiva alle elezioni politiche dell'aprile 1928, protraendo per 18 mesi il periodo della stabilità di fatto (dicembre 1926-giugno 1928).

In definitiva, la differenza nel corso impresso agli eventi dai due capi di governo, nella quasi identità delle loro inclinazioni alla rivalutazione della moneta nazionale, sembra doversi ascrivere a diversità di condizionamenti politici e culturali.

Mussolini aveva nella rivalutazione della lira una buona causa, che trovava consensi: con ampiezza di mezzi, la coltivò oltre il punto nel quale essa cessava di essere tale.

APPENDICE

GIORGIO MORTARA E LA BANCA D'ITALIA (*)

Giorgio Mortara si è spento il 30 marzo 1967 a Rio de Janeiro, dove era emigrato nel 1939 per sfuggire alla persecuzione degli ebrei.

Il contributo da lui dato agli studi di demografia, statistica ed economia, nelle due fasi della sua vita, l'italiana e la brasiliana, sarà certamente illustrato nelle opportune sedi accademiche ed universitarie e nelle riviste scientifiche; lo è già stato in parte in occasioni passate (1).

Assegnerò a questa rievocazione il compito maggiore di lumeggiare i rapporti avuti dal Mortara con gli uomini che ressero le sorti della Banca d'Italia, e in parte della lira, dall'epoca delle sue prime affermazioni di studioso (circa il 1910) sino alla liberazione di Roma (1944), e quello minore di proporre all'attenzione dei giovani in ispecie alcune vicende dolorose: perchè il dolore dei protagonisti non sia stato sofferto invano.

Quei rapporti furono di notevole portata sul piano del lavoro e si sostanziarono di contenuto umano per l'amicizia che egli ebbe, unico forse

(*) Articolo in memoria pubblicato nella *Rivista del personale della Banca d'Italia*, anno VII, n. 2, maggio 1967.

(1) Una conoscenza abbastanza compiuta della biografia e bibliografia del Mortara si trae da pubblicazioni apparse mentre era in vita. Egli stesso ebbe a presentarsi due volte: nei tristi mesi seguiti alla pubblicazione del manifesto della razza (*Notes on the scientific work of Professor Giorgio Mortara*, Città di Castello, Tipografia Leonardo da Vinci, 1938) e ad occasione del conferimento del premio Marzotto per l'economia 1962, che egli devolse per intero (due milioni) all'Istituto di demografia della facoltà di scienze statistiche dell'Università di Roma. Questa seconda presentazione si trova nel volume «Premio Marzotto 1961-1962: relazioni saggi confessioni» pubblicato a cura della Segreteria del Premio.

Altre fonti bio-bibliografiche sono il volume di «Studi in onore di Giorgio Mortara» pubblicato dall'Università Bocconi (Cedam, Padova, 1954), e il fascicolo «Giorgio Mortara» pubblicato nel 1962 dalla Facoltà di scienze statistiche dell'Università di Roma.

** Poco dopo l'iniziale pubblicazione del presente ricordo è apparsa la bella rievocazione di Libero Lenti «La vita e le opere di Giorgio Mortara» in *Giornale degli economisti e annali di economia*, marzo-aprile 1967.

tra le maggiori figure del nostro mondo accademico, non solo con i governatori Stringher (1900-1930) e Azzolini (1931-1944) bensì ugualmente con Alberto Beneduce, al quale l'ingegno antiveggente e la capacità realizzatrice assegnarono tanta parte nel rinnovare, tra il 1919 e il 1936, la grande tela istituzionale del credito in Italia: che fu resa più chiara dalla rigorosa definizione dei compiti della banca centrale e delle banche commerciali, e più ricca dallo sviluppo, quale terzo termine, di un mercato finanziario provveduto degli istituti speciali.

Non ho menzionato Einaudi e Menichella. Ma l'astro di Menichella, apparso nel pieno cielo della finanza con la nomina a direttore generale della Banca nel 1946 (e governatore nel 1948) era allora sorgente, in ragione della più giovane età, e si avvolgeva, come un po' sempre, nel velo della discrezione. Ecco infatti le date di nascita: il 1854 per Stringher, il 1877 per Beneduce, il 1881 per Azzolini, il 1885 per Mortara, il 1896 per Menichella. Di Einaudi (1874-1961) Mortara era ugualmente amico, ma, ormai emigrato da sette anni, non ebbe possibilità di collaborare con lui governatore (1945-1948). Essi ebbero entrambi la distinzione di dirigere, per oltre un quarto di secolo, i maggiori organi del pensiero economico italiano: la *Riforma sociale* (Einaudi, 1903-1935) e il *Giornale degli economisti* (Mortara, 1910-1938). Ed entrambi i loro periodici furono colpiti dalla scure fascista: il primo venne soppresso, il secondo, come dirò, fortunatamente salvato.

Nei rapporti fra Mortara e Azzolini, l'aspetto umano divenne centrale nel momento più drammatico della vita del primo, che occorre nell'autunno del 1938 (campagna razziale) e del secondo, che seguì di soli sei anni, nell'estate-autunno del 1944, quando venne celebrato, presso l'Alta corte di giustizia, il processo per l'asportazione dell'oro della Banca d'Italia da parte dei tedeschi. Il breve richiamo a queste vicende sarà contenuto nei limiti tracciati dall'oggetto dello scritto. Dell'amicizia con Stringher, e di quella con Beneduce, non ho avuto esperienza diretta; devo quindi rimettermi alla testimonianza dello stesso Mortara. Certo esse trovarono radice nei comuni interessi per la statistica, e nel caso di Beneduce anche per la demografia, che i tre uomini manifestarono negli anni giovanili e che per Mortara divennero esclusivi, mentre gli altri due differenziarono i propri: Beneduce ancora giovanissimo verso la politica e la finanza; Stringher verso il governo monetario.

Bonaldo Stringher venne infatti chiamato a 21 anni (1875) da Luigi Bodio alla Direzione generale della statistica, dove trascorse qualche tempo, producendo monografie di argomento statistico e monetario, e proseguì i suoi studi di statistica e di politica economica presso l'Ufficio per la legisla-

zione doganale, fino alla libera docenza (1888). Nominato direttore generale della Banca d'Italia (carica assimilabile a quella attuale di governatore) nel 1900, ispirò la condotta monetaria alla sua visione di studioso, della quale recano testimonianza numerosi saggi, che gli valsero, Accademico linceo dal 1897, la nomina all'Accademia d'Italia nel 1929. Di lui, nel commemorarlo sulla *Rivista bancaria* (febbraio 1931) a un mese dalla morte, Mortara scrive: « Chi ebbe l'onore di avvicinare l'uomo preclaro, e la ventura di essere da lui considerato devoto amico, amerebbe ravvivare col ricordo personale della sua sapienza e dell'inesauribile bontà di lui il rimpianto per la dolorosa perdita ». Ma l'esposizione successiva offre scarsi elementi circa i loro rapporti personali, così che esiste per me, su questo punto, una lacuna informativa quasi certamente colmabile con altre fonti di cui mi potrebbe sfuggire l'esistenza, con i ricordi di persone viventi e con la consultazione degli archivi. Posso solo aggiungere che negli atti della Banca si trova una lettera del settembre 1930, nella quale Mortara ringrazia Azzolini (allora direttore generale della Banca) e Stringher stesso di una designazione alla Delegazione dell'oro della Società delle Nazioni, in seguito alla quale egli ebbe dalla Delegazione l'incarico di stendere una memoria sugli « effetti delle variazioni del potere d'acquisto dell'oro » (poi pubblicata nel *Giornale degli economisti*, 1931).

Di Beneduce, Mortara narra (nel volume « La Società italiana per le strade ferrate meridionali nell'opera dei suoi presidenti, 1861-1944 », edito da Zanichelli nel 1962) di averlo conosciuto mentre preparava la tesi di laurea (di argomento demografico) frequentando la biblioteca della Direzione generale della statistica. Beneduce era allora impiegato di quella Direzione generale e gli venne presentato dal bibliotecario, Giuseppe Pao-
ne, « lieto di porre a contatto due suoi assidui clienti, appassionati entrambi per la demografia ». Passarono alcuni anni, durante i quali Beneduce pubblicò vari studi in materia di assicurazioni e di popolazione, rispetto ai quali Mortara professa ampio debito di riconoscenza. Finchè essi concepirono l'idea di dar vita ad una rivista di statistica e la presentarono a Maffeo Pantaleoni, allora direttore del *Giornale degli economisti*. Questi propose ai due giovani di associarli nella direzione del *Giornale*, e di modificare il titolo del suo periodico in quello di *Giornale degli economisti e rivista di statistica*. Così avvenne, e tutte le cure della direzione passarono al Mortara (1910). L'altro neo-direttore si allontanava invece gradatamente dalla rivista e dagli studi, collaborando con Nitti; concorreva nel 1917 alla costituzione dell'Opera nazionale combattenti di cui fu consigliere delegato; diveniva ministro del lavoro con Bonomi nel 1921; assu-

meva e manteneva a lungo la presidenza della Società per le strade ferrate meridionali (Bastogi) e dei primi istituti speciali di credito, da lui ideati, poi quella dell'IRI. Si diradarono così, senza cessare, le sue occasioni d'incontro con l'amico: fu testimone alle nozze di Mortara con Laura Ottolenghi; lo aiutò a realizzare l'annuario di *Prospettive economiche* agevolandogli « la ricerca di una sufficiente base finanziaria » (ritengo mediante il collocamento assicurato di una parte dell'edizione presso il Credito Italiano). Finchè, scrive Mortara, « verso la fine del 1938, egli mi agevolò ancora una volta il cammino, diretto allora verso il volontario esilio in Brasile. E fu con profonda commozione che mi congedai da lui, nella sua camera d'albergo a Milano, presagendo forse che non avrei mai più riveduto il fedele amico e caro compagno di studi ».

Con Azzolini, Mortara, più giovane di un corso, frequentò il Liceo G. B. Vico di Napoli, e la facoltà di giurisprudenza di quella Università. Lo ricordava (sono parole sue) come un ragazzo « molto serio e studioso, ma, al contrario di certi sgobboni, simpatico anche ai compagni meno infiammati di sacro zelo per lo studio, perchè buono, modesto e sempre pronto al sorriso ». Dopo la conclusione degli studi universitari, le loro vie si separarono. Mortara, durante il servizio di prima nomina, presso il secondo reggimento granatieri di Roma, contrasse un'otite in seguito alla quale col passare degli anni divenne completamente sordo; scoppiata la guerra, poichè soltanto nel 1916, scrive ancora Mortara « potei ottenere di essere richiamato alle armi, seguiti da prima con affettuosa invidia Azzolini ed altri colleghi, combattenti di prima linea; poi, senza emulare i loro atti di valore, ebbi la soddisfazione di prestare qualche servizio all'esercito ». Egli infatti, col grado di tenente colonnello della giustizia militare, diresse la sezione statistica del Comando Supremo dopo Caporetto ed ebbe la croce al valore militare.

Nel 1925 Mortara e Azzolini, allora funzionario del Tesoro, collaborarono nella preparazione della documentazione sulle condizioni economiche e finanziarie dell'Italia, per le trattative di sistemazione dei debiti interalleati.

A partire dall'anno accademico 1924-25, Mortara trasferì la sua sede d'insegnamento a Milano, assumendo la cattedra di statistica della Regia Università e quella dell'Università Bocconi.

Presso di questa, divenni suo allievo nel 1928 e suo collaboratore nel 1930. Cominciai, prima della laurea, con le recensioni per il *Giornale degli economisti* e con una traduzione per il volume da lui diretto (il sesto) nella *Nuova collana di economisti* di Bottai e Arena. Continuai dopo la laurea come assistente effettivo, coadiutore e poi direttore della *Bibliografia eco-*

nomica italiana, aiuto-redattore delle *Prospettive economiche* di quegli anni e del volume *La realtà economica*, e ancora (1934) come membro del gruppo di lavoro formato presso la Edison per la pubblicazione, diretta da Mortara, di una serie di volumi sull'industria elettrica ad occasione del cinquantenario della Società.

Apro qui una parentesi per ricordare che del gruppo faceva parte anche Ferruccio Parri, appena rientrato dal confino. Parri era un redattore esemplare, attento nell'informazione fino allo scrupolo; e solo dei suoi testi l'ing. Mungioni, direttore degli studi alla Edison, si dichiarava soddisfatto. Cosicché quando di Parri leggo ad esempio (in *Astrolabio*, 9 aprile 1967) che il piano economico italiano « non si degna di scendere ad analisi più penetranti ed ai calcoli meno sommari che ne derivano » riconosco nella sua insoddisfazione l'uomo di allora e di sempre, mirabile nella coerente unità fra insegnamento e pratica di vita.

Stante la mia consuetudine di lavoro con Mortara, non tanto lunga, quanto intensa e sorretta dall'energia e dalla dedizione esclusiva di cui è capace la gioventù, non mi meraviglia che ad occasione del mio passaggio al Servizio studi della Banca d'Italia, avvenuto nel marzo del 1936, ossia col varo della nuova legge bancaria che creava l'Ispettorato del credito, fra Mortara e Azzolini vi sia stato uno scambio epistolare semischerzoso sul « rapimento » del giovane di buone speranze. Fu proprio in questo scambio che Azzolini scrisse all'« illustre professore e amico carissimo »: « Mi auguro che vorrai farmi qualche visita e darmi una mano nella organizzazione dell'Ufficio studi ». Mortara fu ben lieto di venire. Andai ad accoglierlo alla stazione di Roma Termini dove trovai il padre Lodovico, l'eminento giurista che era stato Ministro della giustizia e Primo presidente della Corte di cassazione.

Seguirono due anni e mezzo di intensa collaborazione del Mortara all'attività di studio della Banca. I nostri archivi conservano molte sue carte, nella calligrafia limpida e ordinata che serbò fino alla morte, riguardanti in ispecie: l'ordinamento degli uffici e della biblioteca, i temi di studio, l'impianto della statistica del credito per rami di attività economica (il modulo 101 Vigilanza); i tre volumi su *L'economia italiana nel sessennio 1931-1936*, la valutazione di lavori di addetti o aspiranti al Servizio studi. Queste valutazioni erano spesso formulate in quella vena sorridente che era un tratto simpatico del carattere di Mortara e che lo assistette nelle sue traversie. Eccone un saggio: « Se avesse scritto 8 pagine invece di 34 avrebbe potuto comodamente includervi tutto quello che c'è di buono nel suo lavoro, e metterlo in risalto, invece di sommergerlo in un mare di chiacchiere e di divagazioni ».

Dirò qualcosa dei due lavori di maggiore impegno: l'impianto della statistica degli impieghi bancari per rami di attività economica, e i tre volumi sul sessennio. Entrambe le imprese vennero realizzate mediante una collaborazione triangolare tra la Banca d'Italia, la Banca Commerciale Italiana e Mortara.

Il problema grosso per la statistica era naturalmente quello della formazione delle categorie di attività economica. Mortara tendeva a derivarle dalla distinzione fra attività agricole, industriali, commerciali e di servizi. Le mie riflessioni (per alcuni mesi, viaggiando e camminando, mi avvenne di classificare mentalmente ogni impianto fabbrica negozio) mi condussero invece gradualmente e inesorabilmente verso la classificazione interna in atto presso la Comit, che forma le voci secondo i cicli produzione-trasformazione-distribuzione delle singole materie o derrate, ossia lungo la linea dei rapporti di credito (da venditore a compratore) che è anche la linea di probabile differenziazione congiunturale. Mortara non si dispiacque del dissenso. Nel giugno 1936 scriveva al capo del Servizio studi, Rodella: « il lavoro compiuto da Baffi sconvolge il criterio di classificazione precedentemente adottato, e perciò desidero esaminarlo *a fondo* ». Così fece, accettando in gran parte il criterio del ciclo.

Egli mi raccontava che, professore a Messina a 24 anni, era stato scambiato per matricola e vessato. Affermatosi tanto precocemente, conservò un'apertura mentale verso le idee nuove portate dai giovani, che aveva un'implicazione politica liberale. Ricordo che nella cerimonia di presentazione degli studi in onore di Ulisse Gobbi svoltasi nell'Aula Magna della Bocconi nel 1934, rivolto a Giovanni Gentile, che era vice-presidente dell'Università, osservò che i due fascicoli del *Giornale* comprendevano contributi di molti autori, « dall'Accademico d'Italia Rodolfo Benini al non ancora laureato Armando Frumento » senza alcun tentativo di assegnare un rango agli autori « perchè nella scienza non vi sono gerarchie ».

Per la storia della programmazione economica si può aggiungere che, nell'impianto della statistica degli impieghi bancari, Mortara propose un sistema di schede individuali per operazione (leggasi « centrale dei rischi ») che illustrò in un progetto particolareggiato. L'idea venne sottoposta ai dirigenti delle maggiori banche in una riunione presieduta dal governatore, presente Mortara, e cadde per la loro opposizione. Essa si inquadrava nella visione di Mortara, che trovo espressa in una lettera ad Azzolini dell'aprile 1936, secondo cui l'Italia « per quanto ancora lontana dall'attuazione di una economia programmatica » era « avviata verso tale meta ». E ancora nel novembre 1937 mi scriveva: « vedrò costà i nuovi frutti della

statistica del credito: primo principio delle ben più vaste indagini che occorreranno al futuro ministero dei piani economici ».

In vista dei compiti assegnati dalla legge bancaria all'Ispettorato del credito di nuova creazione, la Banca assunse nel marzo 1936 un gruppo di giovani, tra cui, con lo scrivente, Giuseppe Di Nardi, Agostino De Vita, Alberto Campolongo; in linea di fatto, questi quattro rimasero assegnati al Servizio studi della Banca, che si immaginava dovesse svolgere la funzione di ricerca economica anche per l'Ispettorato. Al Servizio studi vennero assegnati in quel torno di tempo anche Armando Pescatore e Giannino Parravicini, assunti rispettivamente in Banca nel 1934 e nel 1935. A questo gruppo attivo e ben preparato di uomini tutti sotto i trent'anni di età mancava un capitano che ne facesse una vera squadra. Essi riuscirono ugualmente a realizzare, negli anni 1937-38, un'opera notevole, i tre volumi sull'economia italiana nel sessennio 1931-36, grazie alla direzione esterna di Mortara, e al supporto di una valida organizzazione di ricerca e documentazione: l'Ufficio studi della Banca Commerciale Italiana.

A dirigerlo si trovava già allora Antonello Gerbi, ma lo sforzo maggiore di impostazione, redazione, revisione dei capitoli relativi ai singoli rami di attività economica che occupano i due grossi volumi della parte seconda o parte speciale (ossia il secondo e il terzo) fu compiuto dal suo sostituto, che rispondeva al nome di Ugo La Malfa. Di lui potrei ripetere quanto ho scritto di Parri. Fra i nostri, diedero massimamente opera alla parte speciale, con prolungati soggiorni a Milano, elaborando gli schemi dei vari capitoli che venivano predisposti dai colleghi della Comit: Campolongo, Parravicini e Pescatore. Alla Comit, con La Malfa, collaboravano A. Cairoli, C. Martinello, P. Damiani, E. Santi, C. D'Angeli e altri.

L'incontro di volontà tra Mattioli, Azzolini e Mortara intorno a quest'opera si fece per una convergenza di motivi particolari a ciascuno dei tre.

La Banca Commerciale aveva cessato, con la ventunesima edizione, relativa all'annata 1932, il suo annuario *Movimento economico dell'Italia*. Nell'ottobre 1935, con la campagna etiopica, sopravvenne il divieto di pubblicazione dei dati statistici mensili concernenti l'economia e la finanza. La Banca d'Italia, come gli organi della pubblica amministrazione, aveva maggiori possibilità di attingere tali dati presso l'Istituto di statistica, e ne produceva essa stessa. Anche sotto questo profilo, una collaborazione con la Banca d'Italia diventava interessante per un'opera di aggiornamento dell'informazione economica prima recata dal *Movimento*. Mattioli formulò la prima proposta, consigliando di seguire nella trattazione

lo schema classificatorio adottato nella neonata statistica degli impieghi per rami di attività economica. Egli fu fortunato nel trovare presso la Banca d'Italia, oltre che una fonte di dati (per l'accesso alle serie riservate dell'Istituto centrale di statistica, venne scomodato Mussolini) un vivaio di fresche energie. Ma alla fine il socio romano diede il proprio nome all'impresa comune...

Dal lato della Banca d'Italia, vi erano queste energie da impiegare (essendo mancato un effettivo inserimento nel lavoro dell'Ispettorato) e vi era l'idea di un riallaccio ai lavori di Bonaldo Stringher.

L'interesse di Mortara era di lavorare, in una materia che gli era congeniale, a contatto di amici illustri e di giovani in parte ex-allievi. Egli andava allora manifestando una certa stanchezza per la fatica delle *Prospettive*: dopo quattordici edizioni (1921-1934) piuttosto uniformi, ne aveva variato il disegno con la quindicesima (*I grandi mercati*, del febbraio 1936) e nuovamente con la sedicesima ed ultima uscita: *I grandi problemi*, del settembre 1937. Con riferimento a questa, mi scriveva nel novembre: « Neppure *un dato statistico* ho potuto far ricercare da altri. Non avevo sottomano persone adatte ad aiutarmi e soprattutto che potessero aiutarmi in seguito. Così ho fatto tutto da me » (2). La prosecuzione della nuova iniziativa avrebbe assicurato, in forma non dissimile da quella usata nelle *Prospettive*, la continuità dell'informazione congiunturale, sostituendo il lavoro di gruppo al suo metodo artigianale. In altra lettera trovo infatti scritto: « mi convinco sempre più che per il lavoro bastano appena le forze associate della B d'I e della Comit; se si vuole continuarlo in avvenire, bisogna associare meglio tali forze e non dissociarle per malinteso amor proprio ».

« Nella pubblicazione sull'economia italiana nel sessennio 1931-36 » scrive ancora Mortara « la cronaca e l'analisi degli avvenimenti, degli atti di governo e dell'azione della stessa Banca d'Italia, appaiono compiute con la maggior possibile obiettività, in contrasto con la consuetudine, allora tanto diffusa, di adulterare i fatti e d'intonare i commenti a bassa adulazione per il regime fascista ». Questa citazione (che trova perfettamente conferma nei documenti del 1937) è tratta da una memoria stesa nell'agosto 1946 « Per Vincenzo Azzolini » al quale Mortara assegna, giustamente, il merito di aver voluto che « la trattazione fosse eseguita in modo da offrire una fonte limpida e pura per la storia economica del

(2) Tutte le parole in carattere corsivo in questa citazione e nelle successive, lo sono anche nei testi originali.

nostro paese». Forse la lode è meglio riferita all'atto primo: la scelta di collaboratori intellettualmente onesti; già questo definiva il risultato.

Mortara — impegnandosi a fondo nella correzione dei testi con infaticabile energia, spronando e talvolta fustigando gli autori — impresse ai lavori il celere ritmo che era il suo. Qualche citazione dalle lettere che allora mi dicesse darà idea di quel clima. «Io non mi pongo il problema se il volume si pubblicherà entro l'anno; dico che *deve* pubblicarsi entro l'anno». «Nella parte speciale debbo lottare contro la verbosità dei suoi colleghi, escluso naturalmente Tacito Campolongo». «Tengo moltissimo a mantenere il mio impegno col Governatore. Ella sa che ho giocato i miei nervi, alcuni anni or sono, per mantenere l'impegno con la Edison. Finora tutti i collaboratori — se pure hanno recato contributi di diseguale valore — hanno mostrato grande buona volontà; si tratta di durare ancora per non lunghissimo tempo». «Il procedere del nostro lavoro mi mostra come siano, purtroppo, deficienti per vari aspetti alcuni elementi: è ovvio che si può e si deve perdonare loro l'inesperienza, ma non la negligenza e la cocciutaggine nell'errore».

Ma se i tempi furono rispettati, senza che la qualità del lavoro ne soffrisse, lo furono anche per merito di Campolongo, il quale si impegnò sino allo spasimo sia a Milano sia a Roma ed assunse una posizione preminente nel gruppo dei redattori: componendo lo schema di capitolo-tipo e definendolo con Mortara e La Malfa; scrivendo od aggiustando buona parte degli altri capitoli della parte speciale; tenendo i rapporti con Mortara; seguendo lo stato generale di avanzamento dei lavori.

Nelle lettere di Mortara dell'estate 1938, al tema dell'opera di imminente pubblicazione (i tre volumi furono messi in distribuzione nel settembre) comincia a intrecciarsi l'altro della sorte dolorosa che attende gli ebrei e dei possibili ripari ai mali estremi. Mortara, ancor prima che nei suoi affetti familiari e nei suoi interessi, era colpito profondamente nel suo animo di italiano. Il suo spirito anelava ad una unità delle coscienze che si formasse liberamente intorno al valore di patria. Il numero, si badi, di *marzo 1928* del *Giornale degli economisti* si apre con un necrologio di Diaz, da lui firmato, che comincia: «Quando gli occhi di Armando Diaz si sono chiusi al sole di Roma, lo spirito di Vittorio Veneto ha aleggiato sull'Italia, affratellando nell'estremo saluto all'eroe nazionale gli animi divisi da avversione di partiti, da contrasto di classi, da dissenso di idee. È stato rinnovato, per un istante, il miracolo del 1918». E chiude: «Egli seppe infondere nel soldato la disciplina, quale deve essere nella nazione armata, quale l'addita il regolamento di disciplina del nostro esercito ammonendo ad *adempiere tutti i doveri*, esattamente e coscienziosamente, *non*

per timore di pena o per speranza di ricompensa, ma per intima persuasione della loro necessità. Conseguire questa disciplina è la più alta meta cui possa mirare, sulla terra, un condottiero di uomini ».

Il fedele assistente — che era figlio di una povera artigiana di villaggio, non aveva vissuto l'esperienza esaltante della resistenza sul Piave e si era nutrito dei testi classici del liberismo economico — era forse meglio situato per avvertire i possibili tralignamenti di questi altisonanti valori di patria. L'ardore con cui Mortara impegnò il *Giornale degli economisti* nella campagna contro le sanzioni mi mortificò, e quando lessi nella prefazione all'ultima edizione delle *Prospettive* un appello alla collaborazione economica internazionale, mi felicitai con l'autore, contrastando questa posizione con quella del 1935, ma fui redarguito (28 ottobre 1937):

« Quanto al nazionalismo, è bene che Lei, giovane, abbia ancora illusioni internazionalistiche. Ma io, dopo aver veduto il modo veramente *infame* in cui francesi e inglesi ci hanno trattati durante e dopo la guerra, quando l'Italia era ingenuamente *tutta* al loro fianco, mi sono convinto della scarsa sincerità di certi sentimenti e di certe idee. Naturalmente non credo alle interessate costruzioni fantastiche tipo Preziosi o Alberti, ma sono intimamente persuaso che non si devano avere illusioni sulla sincerità del liberismo e del pacifismo altrui ».

Il compenso di tanta dedizione all'ideale di patria venne apprestato dai reggitori dell'epoca, che pure se ne professavano cultori, nel giro di un anno, e l'allievo si strinse nuovamente al Maestro:

« Ponte di Legno, 3 settembre 1938. Caro Baffi, grazie del suo ricordo. Mi fa piacere in questo momento sentire che non ci sono barriere tra i cuori italiani di Giorgio Mortara e dei suoi amici: tanto più quando gli amici sono ex-discepoli che hanno avuto occasione di vedermi con l'occhio critico della studente per il professore. P.S. Come è obiettivo nel giudicare me, così lo sia nel giudicare altri italiani di religione israelitica. Ne ho conosciuti molti ottimi cittadini, molti mediocri, taluno pessimo. Parecchi ne ho conosciuti insigni per meriti scientifici e patriottici; alcuni sono vivi e si difenderanno, se non ne avranno sdegno come l'ho io; ma altri sono morti e le loro tombe saranno insudiciate di velenosa bava. Poveri caduti sul Carso e sul Piave: Venezian, Viterbi, Levi, Jarach, ed altri ancora — solo della schiera universitaria! Chi ha detto che avrebbero trasalito per le *sanzioni* le ossa dei morti di Bligny? E queste più atroci *sanzioni* non faranno fremere le mischiate ossa dei fratelli cattolici ed ebrei morti per l'Italia? Ha forse due bilance Iddio? ».

Nei giorni immediatamente successivi a questa lettera maturò la decisione di emigrare:

«P. di L. 9 settembre ... Credo che non oserà dirmi pessimista se le esprimo l'opinione che sulle premesse poste si possa fondare non solo il boicottaggio ma anche il saccheggio ed il massacro».

In questa lettera venivo pregato di prendere contatto con l'ambasciata degli Stati Uniti per sondare le possibilità d'ingresso in quel paese. Mortara intanto corrispondeva con varie persone, sia negli Stati Uniti sia nell'America Latina, per trovare un incarico; mentre Azzolini, Mattioli e Giovanni Stringher (Credito Italiano), col consenso del Ministro per gli scambi e le valute, Guarneri, si impegnavano a trasferirgli certi importi in valuta. D'intesa con Azzolini, la Banca Commerciale gli rilasciò anche l'attestazione, necessaria per immigrare negli Stati Uniti, che il professor Mortara e la sua famiglia non sarebbero caduti a carico della pubblica beneficenza durante la permanenza colà!

Seguii passo passo la vicenda di Mortara fino all'espatrio, avvenuto il 5 gennaio 1939. Nei quattro mesi, durante i quali Azzolini continuò a vederlo, mentre molti lo sfuggivano, si ebbero episodi talora leggermente comici, altra volta francamente spiacevoli, altra ancora infurianti. Darò un esempio di ciascuna specie.

Nella mia prima visita all'Ambasciata americana, il vice addetto commerciale, Hooper, dopo avermi ascoltato, telefona immediatamente all'Ambasciatore: «Ci viene chiesto l'ingresso per il professor Mortara, uno dei più grandi statistici italiani»: mi guarda, annuisce. E lui con un crescendo tipicamente americano: «anzi il più grande statistico italiano» (annuisce ancora, chiedendo mentalmente venia ai possibili competitori Benini e Gini) «e uno dei più grandi statistici del mondo». Tanta buona volontà negli alti gradi dell'Ambasciata non sollevava Mortara dalle preoccupazioni per la rozza *routine* degli uffici (il consolato americano di Napoli). Le noie, le spese e le ansie delle pratiche per il visto di immigrazione, scrive Mortara, «comprendono anche la visita medica, poco piacevole — specie per le donne — per il modo assai ruvido con cui si attua (a sei persone per volta in costume adamitico; alla moglie dell'amministratore della Compagnia generale di elettricità, cercarono perfino tra i capelli se avesse i pidocchi)».

Nel 1925, Mortara pubblicò il volume «La salute pubblica in Italia durante e dopo la guerra» nella serie italiana delle opere sulla storia della guerra edita dalla Fondazione Carnegie per la pace internazionale. Ma quando, sul finire del 1938, chiese l'assistenza del segretario della Fondazione, Shotwell, per un incarico negli Stati Uniti, gli venne rinfacciata l'adesione alla campagna contro le sanzioni del 1935.

Infine, una volta giunto l'invito dal Brasile (che venne preferito alle non bene definite possibilità che gli si offrivano negli Stati Uniti) per la posizione di consigliere tecnico della commissione del censimento, col modesto stipendio di tre contos di reis mensili, avvenne che a Roma il Sottosegretario agli interni fece difficoltà a concedere l'estensione al Brasile dei passaporti già rilasciati per gli Stati Uniti per timore che « un uomo come Giorgio Mortara andasse a vivere da pezzente al Brasile ». Quale delicatezza!

Accanto ai quattro figli che lo seguirono al Brasile, vi era un figlio dell'intelletto che non poteva emigrare, ed era il *Giornale*. L'impulso di Mortara fu di sopprimerlo. « 21 settembre 1938. Spero vedere entro il mese Beneduce e convertirlo alla tesi dell'eutanasia del G.d.E. Mi pare l'unica soluzione dignitosa: hara-kiri, in giapponese ». A quest'idea succedette l'altra di farlo confluire negli *Annali di economia* dell'Università Bocconi. L'avviso steso da Mortara e pubblicato nell'ultimo fascicolo che reca la sua firma di direttore responsabile (novembre-dicembre 1938) informa che i proprietari e i direttori del *Giornale* hanno deciso di « cessare la pubblicazione » autorizzando l'Università Bocconi ad aggiungere il sottotitolo di « Giornale degli economisti » ai suoi « Annali ». Ma per accordi dell'ultimo momento con Demaria l'antico titolo venne mantenuto; al sottotitolo « rivista di statistica » (che quindi è vissuto quanto Mortara direttore) sostituendosi l'altro « annali di economia ».

L'accoglienza che italiani e brasiliani fecero a Rio alla famiglia Mortara fu affettuosa e perfino festosa, con pubblicazione da parte dei giornali delle fotografie « del tecnico italiano venuto a riorganizzare la statistica brasiliana e di tutta la sua famiglia ». Questa sembrò a Mortara un'iperbole, e non era: perchè quegli che ora dorme il sonno eterno a Rio ha gettato le solide basi della demografia di un paese che fra qualche decennio avrà una popolazione pari a molte volte la nostra.

All'incubo dei mesi terminali del 1938 succedeva nel paese di immigrazione un senso di liberazione e di ritrovata fratellanza umana che mi ricorda le ultime scene del film « Il cammino della speranza » quando, nelle ampie distese nevose inondate di luce, i doganieri francesi sugli sci lasciano passare il travagliato gruppo degli emigranti clandestini siciliani. Questo sentimento trovo espresso nel modo più efficace in una lettera a Mattioli del 1939:

« Qui l'ambiente è molto meno diverso dal nostro di quello degli Stati Uniti; anzi, spesso la mentalità, l'apparenza fisica, il gesto delle persone con le quali ho a che fare mi danno l'illusione di essere tornato nella

Napoli del 1900, dove passai i più begli anni della mia vita». « Lo stipendio è modesto, ma mercè l'aiuto avuto dagli amici d'Italia me la cavo benissimo. Avvezzi a vivere modestamente, i miei non hanno stentato a adattarsi al modestissimamente. E l'umore è ottimo ».

Mentre Mortara si costruiva, con la famiglia, una nuova vita fervida di studi — sfornando in 28 anni forse due metri lineari di pubblicazioni, organizzando censimenti col sussidio dell'aviazione, calcolando tavole di natalità fecondità mortalità, scrutando il colore della pelle in quel crogiolo di stirpi, indagando sulle unioni coniugali libere e tutte le altre cose che fanno la gioia dei demografi — l'Italia prima della libertà conosceva il disastro militare e il tumultuoso rendimento di conti del 1944-45, nel quale lo stesso Azzolini, per incredibile che sembri oggi, rischiò la vita, quale presunto responsabile dell'asportazione della riserva aurea della Banca d'Italia. Mortara allora inviò un telegramma di simpatia che il difensore Annibale Angelucci produsse nel concludere la sua arringa: « È giunta qui dall'America una voce lontana, che spiritualmente deve sorreggervi nel vostro giudizio. È una lettera arrivata per radio giovedì, una lettera di Giorgio Mortara... Alla sorella Nella, Giorgio Mortara telegrafa: *Prego invitare urgentemente Mario [il fratello] ed amici attestare efficace aiuto da me ricevuto da Azzolini con suo pericolo*. Questa è la testimonianza di un antifascista. Azzolini si è adoperato in tutti i modi per salvare gli ebrei, e con suo pericolo, come dice Mortara, il più autorevole interprete della innumerevole schiera di persone piccole e grandi che vengono in ispirito qui davanti a voi per testimoniare della sua bontà ». Analoghi sentimenti Mortara aveva espresso in una lettera a me diretta, che consegnai ai familiari perchè, insieme col telegramma, la destinassero ai difensori. Ignoro dove si sia collocata.

Dopo la fine della guerra, Mortara riprese l'insegnamento a Roma, mantenendo però la casa in Brasile, e tornò a far parte, come nell'anteguerra, della Commissione giudicatrice delle Borse Stringher, legandosi di affetto al segretario della Commissione, Antonino Occhiuto: come lui demografo per il diletto dello spirito, e statistico per l'impegno metodologico, ancor prima che economista.

A me che avevo tanto fervidamente lavorato con lui negli anni giovanili, gli incontri di questi ultimi anni riuscivano un po' tristi. Il paese d'immigrazione, nel quale egli aveva inizialmente ricercato, per sopravvivere spiritualmente, qualcosa che gli ricordasse il volto della patria perduta, era poi divenuto quello delle famiglie dei suoi figli e, con l'immensità del materiale di esperienza e di studio che gli offriva, quello della sua

esclusiva applicazione scientifica. Così che io avvertivo, nella rarità degli incontri e nella subentrante estraneità delle sfere d'interessi, come anche noi rimasti siamo chiamati a pagare una parte del prezzo di una politica che è stata crudele nell'infliggere tanto dolore, e perversa nel privare l'Italia di tanti suoi figli di retta coscienza e alto intelletto.

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

1. BAFFI PAOLO, *Studi sulla moneta* (1965), pag. VIII-372.
2. HUTCHISON T. W., *Economia « positiva », e obiettivi di politica economica* (1966), pag. XX-264.
3. DEL VECCHIO GUSTAVO, *Scritti di teoria economica e di statistica* (1966), pag. VIII-268.
4. REY GUIDO M., *Regole ottimali di decisione per la politica economica* (1967), pag. XII-80.
5. PALMERIO GIOVANNI, *Allocazione efficiente delle risorse e teoria del risparmio ottimale* (1967), pag. VIII-124.
6. DE CECCO MARCELLO, *Saggi di politica monetaria* (1968), pag. VIII-144.
7. MICONI BRUNO, *Indagini empiriche e problemi teorici delle forme concorrenziali moderne* (1969), pag. IV-74.
8. SALVEMINI MARIA TERESA, *La politica di tesoreria* (1969), pag. IV-108.
9. TIBERI MARIO, *La distribuzione del reddito nei modelli di sviluppo e di equilibrio economico generale* (1969), pag. VIII-196.
10. ACOCCELLA NICOLA, *Decisioni economiche in condizioni di incertezza. Strumenti di indagine e applicazione alla teoria del consumatore* (1970), pag. VIII-156.
11. TUCCI GIANROCCO, *Economia del trasporto aereo internazionale - Studio di un mercato imperfetto* (1970), pag. 159, con tabelle.
12. PALMERIO GIOVANNI, *Modelli lineari e modelli non lineari del commercio internazionale* (1970), pag. IV-48.
13. GOBBATO ONORIO, *Livello dell'occupazione e stabilità monetaria. Implicazioni per la politica economica* (1971), pag. 91.
14. GAGLIANI GIORGIO, *Disoccupazione involontaria e curva di Phillips* (1971), pag. IV-48.
15. BARATTIERI VITTORIO, *Le banche di sviluppo nei paesi emergenti* (1972), pag. VIII-88.
16. BAFFI PAOLO, *Nuovi studi sulla moneta* (1973), pag. VIII-140.