

BANCA D'ITALIA

RACCOLTA DELLE  
"CONSIDERAZIONI FINALI"  
LETTE DAL GOVERNATORE  
PAOLO BAFFI ALLE ASSEM-  
BLEE GENERALI ORDINARIE  
DEI PARTECIPANTI TENUTE  
DAL 1976 AL 1979  
(CONCERNENTI GLI ESERCIZI 1975-1978)

Nell'ottobre scorso Paolo Baffi ha dato seguito al suo proponimento di rinunciare, « alla soglia degli anni '80 », alla carica di Governatore. Il Consiglio superiore lo ha nominato Governatore onorario.

L'attività di Baffi alla Banca d'Italia si è svolta lungo un arco di piú di quarant'anni, venti dei quali nel direttorio, e ha segnato profondamente l'intera seconda metà della vita dell'Istituto.

Il Servizio Studi nel marzo del 1936 riuscí a distoglierlo, giovanissimo, da una carriera accademica che, sotto la guida di un economista e statistico quale Giorgio Mortara, si annunciava brillante. Da allora, senza soluzione di continuità, l'apporto di Baffi è stato di grande momento, per livello scientifico, acutezza d'analisi, statura morale, lucidità nell'assolvere ai compiti del governo monetario dell'economia. I risultati di tale apporto si distribuiscono nelle tre fasi in cui esso si è dispiegato all'interno della Banca: quella dell'analisi e della consulenza economica; quella dell'opera quale Direttore generale; quella, infine, della politica monetaria e creditizia quale Governatore. Tra tali risultati, tuttavia, ne va sottolineato innanzitutto uno, perché esso riassume gli altri, rispetto ai quali si pone in un rapporto quasi da causa a effetto. L'azione di Baffi è stata decisiva nel dotare la Banca d'Italia del rigore di un metodo e, quindi, di uno stile: il metodo in base al quale la fondatezza di una valutazione, la correttezza di una scelta, la riprova di una soluzione, si riscontrano esclusivamente sul piano della coerenza del procedimento logico, della ricchezza delle argomentazioni e dell'attendibilità delle informazioni da cui esse sono scaturite o risultano suffragate.

Baffi ha sostanziato il richiamo continuo a tale metodo con importanti contributi analitici e operativi, sin dagli anni trascorsi nel settore degli studi. Sotto la sua guida, l'attività di ricerca economica all'interno della Banca ricevette particolare impulso nel primo decennio postbellico. Furono consolidate allora le strutture organizzative del Servizio Studi; soprattutto, fu fissata un'impostazione di fondo basata sul principio della complementarità fra acquisizione dei riferimenti teorici e ricerca applicata. La finezza delle tecniche d'indagine delle determinanti della quantità di moneta e dei flussi dei fondi; la pronta ricezione degli

schemi di contabilità nazionale; il rilievo attribuito alla riflessione sui temi dell'economia e della finanza internazionali; le cure rivolte alla base statistica e agli aspetti filologici dei documenti prodotti; sono, questi, alcuni dei connotati dell'attività del Servizio Studi che si fissano in quel torno d'anni e che saranno poi conciliati con successo con l'ampliamento delle dimensioni del Servizio e con l'arricchimento delle metodologie.

Tra il 1960 e il 1975, nell'espletamento dei suoi compiti di conduzione interna dell'Istituto quale Direttore generale, Paolo Baffi ha costituito con il Governatore Carli una combinazione dirigenziale di eccezionale livello, il cui prestigio si è consolidato negli anni. Ciò è avvenuto in un contesto di crescenti difficoltà per l'economia italiana, le cui manifestazioni hanno assunto piena evidenza con l'emergere, negli assetti dell'economia mondiale, di quella che viene sempre più frequentemente definita come la crisi degli anni settanta. Deve essere esteso a Baffi il duplice riconoscimento che egli stesso rivolse a Guido Carli nell'esordio delle Considerazioni finali della Relazione sul 1975: di aver saputo offrire al dibattito di politica economica internazionale una partecipazione di grande rilievo e di aver impiegato al meglio gli strumenti della tecnica monetaria e valutaria.

Nell'agosto del 1975 Baffi ha assunto come Governatore l'onere della conduzione della politica monetaria in una fase in cui erano solo sopite le forze destabilizzanti, internazionali e interne, che sarebbero poi riesplose nell'autunno e nell'inverno successivi, rivelando quanto sia precaria l'espansione della domanda quando non vengano affrontati i nodi che avviluppano la struttura di un'economia. Nel 1976 quelle forze ridussero le riserve in valuta a 600 milioni di dollari, in gennaio; fecero salire il cambio con il dollaro a 916 lire, in maggio, e il ritmo mensile dell'inflazione al di sopra del 2 per cento, nel febbraio-maggio. Le vicende bancarie, in taluni casi traumatiche, nel Regno Unito, nella Germania federale e negli Stati Uniti avevano reso altresì manifesto che il ristagno dell'attività economica e le oscillazioni dei corsi dei titoli e delle valute proponevano in termini più pressanti il problema della stabilità degli intermediari finanziari e, quindi, quello della loro supervisione da parte delle autorità di vigilanza.

Superata, con un complesso di misure economiche, creditizie e valutarie, la fase piú acuta della crisi, Baffi è riuscito a cogliere, all'interno di un triennio di persistenti difficoltà, tutti i possibili spiragli di riequilibrio che all'Italia potevano dischiudere la crescita meno instabile, ancorché modesta, della domanda mondiale e la relativa moderazione degli aumenti del prezzo del petrolio.

Nell'intento di realizzare un riequilibrio non precario nei conti con l'estero insieme con un appropriato grado di utilizzo del potenziale produttivo, la manovra del cambio è stata accompagnata dalla restrizione della domanda interna secondo la combinazione richiesta in un'economia caratterizzata da rigidità verso il basso dei prezzi, soprattutto nei settori non esposti alla concorrenza internazionale, e da diffuse forme di indicizzazione dei redditi. L'inflazione è stata ricondotta alla fine del 1978 in prossimità della soglia al di sotto della quale prevalgono la componente strutturale nel lungo periodo e quella importata nel breve. La bilancia dei pagamenti ha realizzato dal 1977 ampi attivi che hanno permesso di far fronte a oneri per il servizio del debito con l'estero pari a 13 miliardi di dollari nel triennio 1977-79 e di ricostituire le riserve valutarie. I progressi sul fronte dell'inflazione e dei conti con l'estero sono stati ottenuti evitando situazioni di assoluto ristagno; anche se inadeguata rispetto alle esigenze sociali del Paese, la crescita del prodotto lordo in termini reali è risultata non dissimile da quella dell'intera area dell'OCSE.

Il riequilibrio della condizione monetaria dell'economia ha consentito all'Italia di non mancare all'appuntamento con il Sistema monetario europeo. E' merito di Baffi aver operato, tenacemente e con efficacia, perché ciò avvenisse a condizioni che fossero le piú rispondenti, a un tempo, a progressi non effimeri nella costruzione europea e alle capacità italiane di dare a tale costruzione un apporto di stabilità.

Gli squilibri riapparso sulla scena economica e politica internazionale rendono certo piú difficile, ma anche piú urgente, l'impegno di non lasciare nulla di intentato affinché i progressi che l'azione di Baffi ha concorso a realizzare non vengano dispersi. Quei progressi si riveleranno solo contingenti se non sapremo trarre il massimo dai margini che essi oggi ancora offrono, in termini di tempo e di risorse, per un'a-

zione volta ad affrontare in modo coordinato i problemi economici di breve e di lungo periodo.

Le vicende che hanno preceduto la rinuncia di Baffi al suo incarico ci chiamano a un'altra responsabilità, non meno ardua. Esse hanno dato corpo al duplice dubbio che si siano ristretti in Italia gli spazi per persone di alta competenza, integrità morale, senso delle istituzioni e che la tradizione di efficienza e di autonomia della Banca centrale possa incrinarsi. E' compito del nostro Istituto, ne siamo consapevoli, anche quello di dissipare, con comportamenti concreti, questo dubbio.

La via da seguire è proprio quella di attenersi al metodo di rigore etico e professionale che l'azione di Baffi ha concorso a formare. Dell'applicazione di questo metodo la Banca d'Italia si è avvalsa costantemente, diffondendolo all'interno delle sue strutture organizzative. L'Istituto ne ha tratto benefici di lungo periodo in termini di capacità e indipendenza di giudizio, e quindi di autonomia operativa entro i limiti fissati dal dettato istituzionale.

Alle maggiori difficoltà e ai più gravosi compiti, che l'evolversi nell'anno trascorso della situazione economica interna e internazionale ha comportato, la Banca ha saputo far fronte attingendo a quei valori, frutto dell'impegno professionale e morale delle generazioni, che in essa hanno operato e operano, e garanzia verso il Paese del suo corretto funzionamento. Anche nella maggiore tensione dell'intelletto e talora nell'amarezza dell'animo non è venuta meno la dedizione ai compiti quotidiani.

L'attività di istituto e l'introduzione di innovazioni tecniche e organizzative, alcune di notevole portata, non hanno registrato battute di arresto; la collaborazione con gli organi di governo, con le istituzioni internazionali, con i centri di ricerca è stata richiesta e fornita in misura non certamente inferiore al passato.

Di questo il direttorio, al quale il nuovo Direttore generale Lamberto Dini ha recato il contributo di una valida competenza tecnica e di una lunga esperienza internazionale, ritiene doveroso dare atto in questa sede ai dirigenti e al personale tutto.

La capacità della Banca di corrispondere ai compiti istituzionali in modi appropriati alle esigenze di tempi in rapida evoluzione potrà trarre giovamento dagli accordi di recente raggiunti con le organizzazioni sindacali. Essi rappresentano un importante momento per i numerosi elementi di innovazione che, innestandosi nella continuità di vita dell'Istituto, potranno veder rafforzata la loro validità.

*Carlo Azeglio Ciampi*

*Dalle « Considerazioni finali » lette in occasione dell'Assemblea generale ordinaria dei partecipanti tenuta in Roma il 31 maggio 1980.*

*Ai fini di una consultazione per quanto possibile rapida e sicura si è ritenuto di munire la presente raccolta di un indice per argomento, in cui la materia si ritrova classificata in titoli e sottotitoli, e di un indice alfabetico di questi ultimi, con l'indicazione delle pagine di riferimento per i vari esercizi considerati.*

# INDICI

## INDICE PER ARGOMENTO

## INDICE PER ARGOMENTO

	1975	1976	1977	1978
<b>L'ECONOMIA INTERNAZIONALE</b>				
<i>Produzione, investimenti, consumi, salari, prezzi e occupazione</i> . . . . .	406 408-13 415	384-86 390	380-82 384 392-93 397	354-55 366-67 381
<i>Politiche economiche nazionali</i> . . . . .	410-11	385-86		376
<i>Coordinamento nell'ambito della CEE e poli- tiche comunitarie</i> . . . . .	407 411-12	389	381-82 385	356 359-60
<i>Commercio internazionale</i> . . . . .	406-07 415	387	381	
<i>Bilance dei pagamenti</i> . . . . .	406-07 411	387-88	381-83	354-56
<i>Finanziamento degli squilibri delle bilance dei pagamenti</i> . . . . .	407	388-89	381 383-85	357
<i>Movimenti internazionali di capitali a medio e a lungo termine</i> . . . . .	410	390	384	
<i>Tassi di interesse</i> . . . . .	411			356
<i>Mercati finanziari privati internazionali</i> . . . .		388	383-85	361
<i>Liquidità internazionale ufficiale</i> . . . . .	406-08	388 394	384-85 388	355 362 357 359
<i>Tassi di cambio</i> . . . . .	408-09	389-91	383-85	356-57 375
<i>Sistema monetario internazionale</i> . . . . .	407	389	384-85	356
<i>Sistema monetario europeo (SME)</i> . . . . .				357-59 375

*(indice per argomento)*

	1975	1976	1977	1978
<b>L'ECONOMIA ITALIANA</b>				
<i>EVOLUZIONE CONGIUNTURALE E FORMAZIONE DEL REDDITO</i>				
<i>Andamento congiunturale</i> .....	415-17	396-98	397 418	364
<b>La domanda interna</b>				
<i>Domanda totale</i> .....				366
<i>Consumi</i> .....	428-29	396-97 400	391-92	364-65 368
<i>Investimenti</i> .....	414 417 430 433-34 436	396-97 400	391-92 419	365-66 368 379-81
<b>L'offerta interna</b>				
<i>Prodotto interno</i> .....	415-16		397-98	364 368 372
<i>Attività agricola</i> .....			391 419	
<i>Attività industriale</i> .....	415-17	396-97	391 397 406	365 381
<i>Edilizia</i> .....	417		392 397 419	
<i>Bilancio dell'energia</i> .....	415		419	355
<i>Sviluppo economico e commercio con l'estero</i>	421 423	400 421-22	388 397-98	

*(indice per argomento)*

	1975	1976	1977	1978
<b>L'occupazione, le retribuzioni, i prezzi e la distribuzione del reddito</b>				
<i>Occupazione</i> .....	414 416	397 400-01	391 394-95 418-19	363
<i>Retribuzioni</i> .....	412-14 416 440	386 390 398-401	393 418 395 397	361 363
<i>Prezzi</i> .....	413-14 416-17	385-86 396 398-99 421	386 406 389-93 418 395 420 398	361-64 375 377 381
<i>Scala mobile e fiscalizzazione degli oneri sociali</i> .....	416 428-29	386 390 398	393-94 420	363
<i>Distribuzione del reddito</i> .....	416 430		394 420	
<i>Produttività</i> .....	414 416-17	398-400	418	363
<b>LA BILANCIA DEI PAGAMENTI</b>				
<i>Bilancia dei pagamenti complessiva</i>				
andamento generale .....	414-16 422-24	391 398-400 421	386-87 392 406	360 368
rapporti con la liquidità interna .....	422 425			368
<i>Partite correnti</i>				
scambi di merci e servizi .....	416 426 418 421-23	396-97 399	388-89 392 419	362 366-67
competitività e concorrenza internazionale .....	414		388 393	361 365-67
<i>Movimenti di capitali</i>				
andamento generale .....	414 423	392		

*(indice per argomento)*

	1975	1976	1977	1978
investimenti .....			387	
prestiti .....	415 421 424-26	394 422	387 389-90	361
crediti commerciali .....	422	394 422	390	
<i>Movimenti monetari</i>				
posizione sull'estero della Banca d'Italia e dell'UIC .....	421 425	394	388-89	
consistenza e e adeguatezza delle riserve ufficiali .....	424-25	391-95 422	386-89	360
posizione sull'estero delle aziende di credito .....	421-22	392 394 422-23	387-90 405	
Tasso di cambio della lira .....	414 421-25 427	391-95 422	386-87 420	361-62 364
<i>LA FINANZA PUBBLICA</i>				
<i>Bilancio dello Stato</i>				
settore pubblico, disavanzo .....	418 427-28 430 440-42	401 410	395-96 403-06 418	362 368
analisi della spesa pubblica .....	428-30	401	396 419 399 405	368 373
<i>Operazioni del settore statale</i>				
incassi tributari dello Stato .....		401	391 396	373
erogazioni del settore statale .....		401-02	396	373

*(indice per argomento)*

	1975	1976	1977	1978
<i>Politica del debito pubblico</i>				
fonti di finanziamento .....	418-19	410-13		372-73
buoni ordinari del Tesoro .....	419-20	410 422-23 412		369
<i>Enti di previdenza</i> .....		402	396	
<i>Conto consolidato del settore pubblico</i>	418 430	401-02 410	396 419 403 405	362 368
<i>Programmi di ristrutturazione</i> .....	417 433	403-06	400-02	365 382-83
<i>Programmazione economica</i> .....			396 399 410	368 375 378
<i>Riforma sanitaria</i> .....			396	
<b>MERCATO MONETARIO E MERCATO FINANZIARIO</b>				
<b>Le operazioni della Banca centrale e la regolazione della base monetaria</b>				
<i>Attivo della Banca centrale e creazione di base monetaria</i>				
creazione complessiva .....	428 440	410	402 405	369
<i>Canali di creazione di base monetaria</i>				
Estero .....		410		
Tesoro, copertura del deficit .....	428 432	410	403-04 418	368-69
Aziende di credito .....	432	410		

(indice per argomento)

	1975	1976	1977	1978
<i>Passivo della Banca centrale ed usi della base monetaria</i>				
<i>Forme di utilizzo</i>				
riserve libere e obbligatorie delle aziende di credito .....	420 425 432-33	414-15	412-13	373-75
<i>Sistema di emissioni dei buoni ordinari del Tesoro</i> .....	433	415		370
<i>Politica monetaria e fiscale in Italia</i> .....	417 421	411	402-03	365 371-73 375-76
<b>L'attività delle aziende di credito</b>				
<i>Andamento generale</i> .....	431 433	417		378
<i>Tassi di interesse</i> .....	418 431 440	397 399 407-09	386 405-06 399 409 403	
<i>Credito bancario sull'interno</i> .....	431 433	417	404 414-15 406	375
<i>Massimali di credito</i> .....	432	413-14 416	402 409 411	369
<i>Titoli di proprietà</i> .....	419-20 432	414		
<i>Vincolo sul portafoglio delle aziende di credito</i> .....	432 435	403 415-16	403 409	370
<i>Depositi di clienti</i> .....		417 423	405 410	369 374
<i>Conti interbancari</i> .....	440		415	
<i>Crediti e depositi per settori</i> .....	436			

*(indice per argomento)*

	1975	1976	1977	1978
<i>Liquidità</i> .....	420	414	416	
<i>Conti economici</i> .....	431-32	403 417 419	410	
<i>Struttura del sistema bancario</i>				
concorrenza tra le aziende di credito ..	431	415 418-19		
riassetto organizzativo e patrimoniale, concentrazione e distribuzione degli sportelli	434-35 439	417-19	413 416	374-75
<i>Revisioni di leggi e disposizioni</i> .....	402 435-36	418	412 414 416	375
<b>La Banca d'Italia</b>				
<i>Attività della Banca, in generale</i> .....	437-39	382	379 413	354
<i>Funzioni di vigilanza</i> .....	439	383 416 420	414-17	353-54 384-85
<i>Funzioni di Banca centrale e azione di governo della liquidità</i> .....	439-40	382		369 377-78
<i>Segreto d'ufficio e obbligo di rapporto alla autorità giudiziaria (art. 10 L.B.)</i> .....		420		386-89
<i>Funzioni di collaborazione esterna con altri enti e organi dello Stato</i> .....	402-03	384 420	379	386-88
<i>Direzione e organizzazione dell'Istituto</i> .....	401-02	383	379-80	353-54

*(indice per argomento)*

	1975	1976	1977	1978
<b>Il mercato dei valori mobiliari</b>				
<i>Titoli a reddito fisso</i>				
offerta di titoli . . . . .	419-20	410-13	405 407	369-70
domanda di titoli . . . . .	420		398	
tassi di interesse . . . . .	418-20	397 399 407-09 412 414	399 403 409	369 372
<i>Azioni e obbligazioni convertibili</i>				
raccolta di fondi . . . . .		404		
domanda di azioni e attività dei fondi comuni di investimento . . . . .		404		
obbligazioni convertibili . . . . .		406		
<i>Mutamenti strutturali</i> . . . . .	433	404-06 415	400 408 411-12	370-73
<i>Piani pluriennali del settore pubblico</i> . . . . .	417 433		400	
<i>Quotazioni e rendimenti dei valori mobiliari</i>			408-09	369 372
<i>Funzionalità dei mercati finanziari e monetari</i>	414 418-19		407-08	369-71 374
<b>L'attività degli istituti di credito speciale</b>				
<i>Andamento generale</i> . . . . .	431			378-83
<i>Attività di provvista e gestione della liquidità</i>	435		415	369

*(indice per argomento)*

	1975	1976	1977	1978
<i>Andamento e distribuzione degli impieghi . . .</i>			414-15	380-81
<i>Credito agevolato e costo dei finanziamenti a medio e a lungo termine . . . . .</i>		404 419	415	379-83 389
<i>Finanziamenti all'industria e ai servizi . . . . .</i>	434-35	402-06 410 417	400-01 404 406 414	365-66 379-81
<i>Finanziamenti all'edilizia . . . . .</i>		419		
<i>Mutamenti strutturali . . . . .</i>				384
<i>Finanziamenti all'esportazione . . . . .</i>	417-18			
<i>Conti economici . . . . .</i>		419		
<b>La formazione delle attività finanziarie e il finanziamento degli investimenti</b>				
<i>Attività finanziarie e risparmio delle famiglie .</i>	409 430 432-34	400	391 410-11 398 405	368-69
<i>Attività finanziarie e situazione di liquidità delle imprese . . . . .</i>	432-34		393	368-69
<i>Finanziamento delle imprese . . . . .</i>	434-35	402-06 410 417	400-01 404 406 414	365-66 379-81

## INDICE ALFABETICO DEI SOTTOTITOLI

## INDICE ALFABETICO DEI SOTTOTITOLI

	1975	1976	1977	1978
Attività finanziarie dell'Economia . . . . .	409 430 432-34	400	391 405 393 410-11 398	369
Aziende di credito:				
conti economici . . . . .	431-32	403 417 419	410	
conti interbancari . . . . .	440		415	
depositi bancari . . . . .		417 423	405 410	369 374
impieghi . . . . .	431 433	417	404 414-15 406	375
liquidità . . . . .	420	414	416	
posizione verso l'estero . . . . .	421-22	392 394 422-23	387-90 405	
titoli . . . . .	419-20 432	414		
Banca d'Italia:				
collaborazione con enti e organi dello Stato . . . . .	402-03	384 420	379	386-88
collaborazione con l'autorità giudiziaria		420		386-89
direzione e organizzazione . . . . .	401-02	383	379-80	353-54
funzioni di Banca centrale e di governo della liquidità . . . . .	439-40	382		369 377-78
funzioni di vigilanza . . . . .	439	383 416 420	414-17	353-54 384-85

(indice alfabetico dei sottotitoli)

	1975	1976	1977	1978
Base monetaria:				
creazione . . . . .	428 432	410	403-04	368-69
utilizzo . . . . .	420 425 432-33	414-15	412-13	373-75
Bilancia dei pagamenti:				
nei principali paesi industriali . . . . .	406-07 411	387-88	381-83	354-56
in Italia . . . . .	414-16 418 421-24 426	391 396-400 421	386-89 392 406 419	360 362 366-68
Bilancio dell'energia . . . . .	415		419	355
Bilancio statale . . . . .	418 427-28 430 440-42	401-02 410	395-96 403-06 418-19	362 368
Buoni ordinari del Tesoro . . . . .	419-20 433	410 412 415 422-23		369-70
Commercio con l'estero . . . . .	421 423	400 421-22	388 397-98	
Commercio e prezzi internazionali . . . . .	406-09 412-13 415	385-87 390	380-81 384	354-55 366-67 381
Congiuntura, andamento in Italia . . . . .	415-17	396-98	397 418	364
Consumi e reddito disponibile . . . . .	428-29	396-97 400	391-92	364-65 368
Conti finanziari . . . . .	409 430 433-34	400	391 410-11 393 398 405	369
Coordinamento delle politiche nazionali . . . . .	407 411-12	389	381-82 385	356 359-60

*(indice alfabetico dei sottotitoli)*

	1975	1976	1977	1978
Credito agevolato .....		404 419	415	379-83 389
Credito all'esportazione .....	417-18			
Debito pubblico .....	418-20	410-13 422-23		372-73 369
Edilizia .....	417		392 397 419	
Fabbisogno di cassa del settore statale .....	418 430	401-02 410	396 403 405 419	362 368
Finanziamenti all'Economia .....	434-35	402-06 410 417	400-01 404 406 414	365-66 379-81
Finanziamento degli investimenti .....	434-35	402-06 410 417	400-01 404 406 414	365-66 379-81
Fondi comuni d'investimento .....		404		
Imprese private e pubbliche .....	434-35	406	400-01 406	366
Investimenti e risparmio .....	414 417 430 433-34 436	396-97 400	391-92 410-11 419	365-66 368 379-81
Istituti di credito speciale:				
mezzi di provvista .....	435		415	369
impieghi .....			414-15	380-81
Liquidità internazionale .....	406-08	388 394	384-85 388	355 357 359 362

*(indice alfabetico dei sottotitoli)*

	1975	1976	1977	1978
<b>Mercato dei valori mobiliari:</b>				
offerta di fondi . . . . .	420		398	
domanda di fondi . . . . .	419-20	410-13	405 407	369-70
quotazioni dei valori mobiliari . . . . .			408-09	369-72
funzionalità del mercato . . . . .	414 418-19		407-08	369-71
Movimenti internazionali di capitali . . . . .	410 414-15 421-26	390 392 394 422	384 387 389-90	
Movimenti monetari internazionali . . . . .	406-08 421-22 424-25	388 391-95 422-23	384-90 405	355 357 359-60 362
Occupazione . . . . .	414 416	397 400-01	391 394-95 418-19	363
<b>Politica economica:</b>				
nei principali paesi industriali . . . . .	410-11	385-86		376
in Italia . . . . .	417 421	411	402-03	365 371-73 375-76
Prezzi interni e internazionali . . . . .	408 409 412-13	385-86 390	380 382 384	354-55 362-64 366-67 381
<b>Prezzi, salari, produttività:</b>				
nei principali paesi industriali . . . . .	409 412-13	385-86 390	380-81 384 392-93 397	354-55 366-67
in Italia . . . . .	412-14 416-17 440	385-86 390 396 398-401	386 389-93 395 398 406 418 420	361-64 375 377 381

*(indice alfabetico dei sottotitoli)*

	1975	1976	1977	1978
Problemi dell'energia .....	415		419	355
Produzione: agricola .....			391 419	
industriale .....	415-17	396-97	391 397 406	365 381
Programmazione economica .....			396 399 410	368 375 378
Programmi di ristrutturazione aziendale . . .	417 433	403-06	400-02	365 382-83
Reddito disponibile e consumi .....	428-29	396-97 400	391-92	364-65 368
Riserva obbligatoria .....	425	414-15	412-13	373-75
Riserve ufficiali italiane .....	421-22 424-25	391-95 422-23	386-90 405	360
Risparmio e investimenti .....	414 417 430 433-34 436	396-97 400	391-92 410-11 419	365-66 368 379-81
Salari, andamento in Italia .....	412-14 416 440	386 390 398-401	393 395 397 418	361 363
Sistema bancario, struttura .....	431 434-35 439	415 417-19	413 416	374-75
Sistema monetario europeo (SME) .....				357-59 375
Sistema monetario internazionale .....	407	389	384-85	356

(indice alfabetico dei sottotitoli)

	1975	1976	1977	1978
Sviluppo economico e commercio con l'estero	421 423	400 421-22	388 397-98	
Tassi di cambio, variazioni dei . . . . .	408-09 414 421-25 427	389-95 422	383-87 420	356-57 361-62 364 375
Tassi di interesse:				
nei principali paesi industriali . . . . .	411			356
in Italia . . . . .	418-20 431 440	397 399 407-09 412 414	386 399 403 405-06 409	369 372

## “CONSIDERAZIONI FINALI”

## CONSIDERAZIONI FINALI

1975

*Signori Partecipanti,*

durante l'anno sul quale mi accingo a riferirVi la Banca ha affrontato i complessi problemi posti dai suoi compiti istituzionali e dalla realtà del Paese cercando di vivere concretamente il concetto di servizio alla collettività. Lo ha fatto sia nei rapporti esterni sia negli indirizzi interni di azione.

Ancor piú che ai mezzi tecnici, pur costantemente aggiornati, l'efficienza dell'Istituto si affida alla valorizzazione del patrimonio umano. In questa convinzione, che è largamente condivisa nelle istanze rappresentative del personale, una cura particolare è stata rivolta alle procedure di lavoro.

Riunioni ai vari livelli della struttura delle filiali e dei servizi sono state introdotte e si aggiungono, quali nuove occasioni di incontro e di dialogo per l'intero personale della Banca, ai sistemi già praticati di formazione e di addestramento, che hanno ricevuto un piú intenso e diffuso impulso. Dallo scambio e dal confronto di idee e di esperienze, che per non scadere in dissertazioni improduttive debbono rispettare definiti confini di materia, di tempo e di partecipazione, si attendono un miglioramento della professionalità e una piú concorde e convinta collaborazione. A quest'ultimo fine potranno contribuire gli incontri periodici, di recente stabiliti fra l'amministrazione e le organizzazioni sindacali per l'informazione reciproca su qualificanti aspetti della gestione del personale.

La diversità di formazione della compagine del personale, largamente rinnovata con assunzioni basate esclusivamente sulla selezione per merito, e la molteplicità di interessi che ne discende troveranno modo di amalgamarsi in una conduzione che sia come in passato rigorosamente volta al conseguimento dei nostri fini istituzionali. Questo orientamento è il piú atto a realizzare ad ogni livello di responsabilità la coincidenza tra l'adempimento dei doveri del proprio stato lavorativo e di quelli verso la società.

Le nuove capacità si confermano valide a mano a mano che ad elementi assunti dalla fine degli anni Cinquanta sono affidate primarie responsabilità amministrative e si sono espresse anche nel decorso anno, allorché il personale è stato chiamato a più intensi compiti sia al centro sia nelle filiali, presso le quali, pur con i crescenti collegamenti, si palesa l'esigenza di autonomi e pronti interventi decisionali. Lo documentano le vicende esposte nella relazione, alla cui stesura ha atteso principalmente il servizio Studi e che presento come espressione dell'impegno del personale tutto dell'Istituto.

All'esterno, la collaborazione della Banca agli organi dello Stato si è quotidianamente manifestata in un'ampia gamma di materie, senza frapporre alle richieste ricevute le remore dell'attinenza ai compiti d'istituto interpretati restrittivamente o quelle del sovraccarico d'impegni.

Nel quadro delle attività volte alla produzione normativa, la Banca ha fornito elaborati e studi preparatori e ha partecipato con suoi esponenti ed esperti a commissioni di studio. Fra i contributi apportati ricorderò quelli concernenti la riforma del credito fondiario, edilizio e delle opere pubbliche; le disposizioni in materia di infrazioni valutarie; norme fiscali tra cui quella sull'intermediazione del sistema bancario nel pagamento delle imposte dirette; lo schema del conto dei profitti e delle perdite per le aziende e gli istituti di credito, in attuazione della legge istitutiva della Consob; l'elaborazione tuttora in corso di norme sulle cooperative di credito e di norme regionali.

Il rapporto personale con le sedi governative è intrattenuto a vari livelli dirigenziali, in alcuni casi con la partecipazione a commissioni miste, come è avvenuto per lo studio della riforma delle partecipazioni statali o per il miglioramento delle misure di sicurezza. La Banca è al fianco degli organi amministrativi dello Stato, con una informativa aperta e col fervore di comune ricerca per la soluzione dei problemi, nei settori dell'emissione dei prestiti, del loro collocamento, del complesso meccanismo dei rapporti di tesoreria (in cui si inserisce la proposta disciplina dell'assegno di Stato come modalità di erogazione della spesa pubblica); in quello delle procedure attinenti agli scambi con l'estero; in quello della lotta ad alcune forme di criminalità. Frequente è la presenza nelle sedi internazionali di esponenti della Banca accanto ai rappresentanti dell'amministrazione statale.

In sede parlamentare, l'Istituto ha fornito attraverso i suoi massimi esponenti il richiesto apporto conoscitivo nelle audizioni disposte

dalla quinta Commissione del Senato in relazione al bilancio dello Stato per il 1976, dalla seconda Commissione del Senato ai fini dell'esame del decreto legge relativo alla repressione degli illeciti valutari, dalla Commissione parlamentare d'inchiesta per l'indagine sulle strutture, sulle condizioni e sui livelli dei trattamenti retributivi e normativi.

In sede giudiziaria, la Banca è spesso chiamata a fornire il sussidio della sua esperienza: dalle perizie per i biglietti falsi a quelle, sempre più richieste dalla Magistratura, per fatti inerenti all'attività bancaria.

Questi molteplici rapporti si inseriscono in quel costante aggiornamento professionale che si avvale anche dell'esperienza e della ricerca in sedi esterne.

Un importante servizio verso la collettività la Banca svolge nel comunicare all'esterno, nei limiti di legge, un complesso di dati che le pervengono per lo svolgimento dei suoi compiti istituzionali.

Nello scorso agosto, Guido Carli rinunciava alla carica di Governatore che aveva coperto durante quindici anni con sommo prestigio, impegnandosi con tutto il vigore di una personalità eccezionale ai problemi sempre più gravi che all'autorità monetaria poneva il corso generale dell'evoluzione politica ed economica. Il suo impegno era reso più difficile perché i fattori di crisi, i cui effetti venivano cumulandosi negli anni, erano in parte di natura strutturale, e meno facilmente contrastabili con gli strumenti della politica monetaria, sia pure i più raffinati e modernamente intesi.

Sul piano internazionale quei fattori possono essere identificati nel progressivo affermarsi di mercati « dei venditori » per insostituibili prodotti primari; in una dinamica salariale più sostenuta, e più disuguale tra le singole economie nazionali, esposte a spinte sociali di diversa forza e natura; negli squilibri della distribuzione della liquidità internazionale, aggravati dall'emergere di un mercato finanziario incontrollato. Il mancato compimento dell'unione economica e monetaria dell'Europa — alla cui attuazione Carli ha lavorato con tenacia e profondità di pensiero ed alla quale certamente prodigherà nuove energie — ha fatto sì che, ottenuti i vantaggi della integrazione commerciale, l'Europa soffrisse sotto aspetti importanti della vita econo-

mica nazionale, come sono i cambi, le bilance dei pagamenti, l'occupazione, lo sviluppo regionale, degli squilibri derivanti da un processo rimasto a mezza strada.

Grazie a Carli l'Italia ha potuto recare, nei consessi in cui si è cercato di introdurre nel sistema elementi di razionalità, un contributo vitale, ispirato all'obiettivo di muovere verso un ordine monetario che assegnasse allo stesso mercato internazionale del credito un ruolo di distribuzione razionale delle risorse finanziarie, in un quadro di stabilità che non escludeva lungo il cammino dell'unificazione europea un margine di flessibilità dei tassi di cambio. Alla credibilità finanziaria del nostro paese il suo prestigio personale ha concorso in larga misura, accrescendo la disposizione della comunità internazionale a sostenere lo sforzo che l'Italia ha fatto e dovrà fare per superare le sue difficoltà. Lasciata la carica di Governatore, il prestigio di Guido Carli si viene confermando ogni giorno, nell'attenzione con cui gli ambienti internazionali seguono i suoi contributi al dibattito sui grandi temi dell'economia.

Sul piano interno, dopo un decennio di sostenuto cammino e di coesistenza, anzi di mutuo impulso, tra stabilità e sviluppo, egli ha dovuto far fronte, per quanto potevano gli strumenti della banca centrale ed una personale capacità di argomentare usata con fermezza e vigore dialettico, all'emergere di squilibri sempre più seri e frequenti, che hanno messo capo alle crisi del 1963-64, del 1969-70 e del 1973-74. Crisi cicliche e di fiducia intervengono in paesi che non hanno gravi problemi strutturali, così dimostrando che non soltanto in termini di questi ne vanno ricercate le ragioni; ma da noi esse sono rese certamente più acute dal tessuto dualistico dell'economia, che lo sviluppo del reddito negli ultimi trent'anni ha solo in parte ricomposto; dalla diversità di condizioni occupazionali e di reddito che lo Stato è chiamato a ridurre con onerose spese per trasferimenti; dalla coesistenza di settori avanzati, esposti alla concorrenza esterna, con situazioni variamente protette a bassa produttività; da problemi di scarsa efficienza amministrativa. Agendo in senso limitativo dello sviluppo e della coesione sociale, queste condizioni hanno creato una incapacità del sistema a rispondere appieno alle domande della società civile e frequenti conflitti tra gli obiettivi di stabilità e quelli di crescita, ossia una incapacità di perseguire più obiettivi ad un tempo, che ha condotto la politica economica a privilegiarne or l'uno or l'altro, in un avvicendamento reso sempre più rapido dall'ansia o dalla necessità di recuperare l'obiettivo di volta in volta negletto. L'alterno mutare degli obiettivi ha impresso all'eco-

nomia italiana un andamento ciclico pronunciato, al quale si sono accompagnati un deterioramento progressivo delle strutture finanziarie delle imprese, delle gestioni pubbliche, dello Stato e, negli ultimi anni, in presenza di fattori esterni destabilizzanti, un grave disavanzo nei conti con l'estero e quindi una sempre minore possibilità di assorbire gli urti con l'uso delle riserve valutarie.

Sotto la guida di Carli, l'Istituto di emissione è riuscito a moderare, tra non pochi vincoli, le ripercussioni negative di tali squilibri sulla tenuta interna ed esterna della moneta.

La manovra anticiclica delle leve monetarie si è intensificata, dapprima con l'attivazione degli strumenti classici; ma la padronanza delle tecniche finanziarie e la fertilità inventiva del Governatore guidavano la successiva applicazione di nuovi strumenti, attinenti alla posizione sull'estero e in valuta delle banche, alla composizione della riserva obbligatoria, agli interventi sul mercato dei titoli, al volume e alla struttura degli attivi bancari.

In un quadro istituzionale sostanzialmente non modificato da innovazioni legislative, questi interventi hanno assicurato nell'insieme continuità al processo di intermediazione finanziaria, le cui crescenti dimensioni erano imposte dalla maggiore dissociazione tra risparmio e investimento. La stessa propensione del risparmiatore italiano per le attività liquide è stata a lungo contrastata, negli anni Sessanta, ampliando la quota di titoli collocata presso il pubblico.

Al servizio di questa azione monetaria Guido Carli ha orientato il modo di operare dell'Istituto nei suoi vari momenti: di concorso alla definizione delle linee generali della politica monetaria, mediante il rapporto personale e il flusso delle informazioni posti in atto con gli organi di governo e gli altri poteri dello Stato; di mediazione tra la sfera degli intermediari finanziari e le sedi politiche; di condotta autonoma degli interventi quotidiani sui mercati dei cambi, dei titoli e del denaro, entro la cornice così definita.

Egli ha curato gli strumenti dell'azione garantendo un elevato livello di professionalità del personale, sia nei settori operativi sia in quelli della elaborazione e della ricerca. Alla ricerca dà la propria opera quale presidente dell'Ente Einaudi, che sotto la sua direzione ha avviato un'indagine di ampio respiro sulle strutture finanziarie dell'impresa e sul sistema creditizio italiano.

Lungo tutte queste linee, l'attuale gestione della Banca continua ad ispirarsi al suo esempio.

Se la molteplicità e la variabilità di interventi modellati in rapida successione su congiunture monetarie diverse possono avere appagato l'inclinazione di Carli a cimentare il suo ingegno in situazioni cariche di difficoltà anche analitiche, credo che qualche volta egli abbia provato nostalgia per le linee più semplici che, in un diverso contesto, avevano potuto seguire con indubbia efficacia i suoi due eminenti predecessori. Vi è, a mio avviso, qualcosa di profondamente insoddisfacente nel dovere indirizzare l'azione della banca centrale ad inviluppare un sistema che dispone di propri validi parametri e meccanismi; nel dovere costringere il volume del credito potenzialmente espresso dal flusso di base monetaria, perché non si riesce a regolare questo flusso; nel dovere orientare il credito lungo linee obbligate, perché le libere decisioni degli operatori vengono distorte da aspettative inflazionistiche o sul cambio, in assenza di politiche di bilancio e retributive che valgano esse stesse ad eliminare quelle aspettative. Insoddisfacente non solo sul piano logico, ma anche della permanenza degli effetti, che tendono ad essere labili perché la mobilità dei circuiti del credito, i giudizi di convenienza, la capacità di adattamento degli operatori riconducono alla lunga i flussi sotto l'impero delle condizioni di fondo.

Penso di esprimere il sentimento Vostro oltreché mio ringraziando Carli per avere egli elaborato queste nuove forme di ingegneria finanziaria, per averle usate in modo tempestivo e corretto: omaggio, questo, dovuto e sincero alla sua capacità creativa. Guardando all'avvenire, penso si debba anche formulare per tutti l'augurio che l'attuale grave condizione del Paese evolva in senso tale da consentire un graduale ritorno a modi di intervento meno vincolanti: perché il pluralismo dell'attività bancaria si svuota di senso a misura che schemi uniformi d'impiego delle risorse finanziarie vengono prescritti dal centro.

### L'economia internazionale.

La recessione e gli sforzi per uscire da essa hanno dominato la scena dell'economia mondiale nel 1975. Il commercio internazionale, che nel periodo post-bellico è stato un costante fattore di espansione con tassi di sviluppo più elevati di quelli del prodotto mondiale, ha avuto questa volta un effetto riduttivo della domanda, avendo registrato una contrazione del 6 per cento in termini reali. La recessione ha coinciso con un processo di concentrazione della liquidità internazio-

nale presso un ristretto numero di paesi: gli esportatori di petrolio e alcuni paesi industriali. Gli andamenti di lungo periodo indicano che, quando la distribuzione delle riserve si concentra, lo sviluppo del commercio internazionale tende a rallentare: la concentrazione equivale ad una riduzione della liquidità globale. Si aggiunga che i paesi i quali dispongono di una importante scorta aurea non sono stati in grado di contare su di essa come sopra una riserva effettivamente liquida. Dal negoziato sulla riforma del sistema monetario internazionale, conclusosi alla riunione della Giamaica del gennaio scorso, è emersa una situazione che ancora non consente, in linea di fatto, di reinserire l'oro nel circuito dei pagamenti internazionali. Affinché ciò avvenga si dovrebbe poter procedere a trasferimenti di oro ad un prezzo derivato da quello di mercato nel quadro di un sistema amministrato in modo atto a salvaguardare la sua funzione di conservatore di valore. A tale scopo sarebbe auspicabile che i paesi membri della CEE intensificassero l'azione che finora si sono sforzati di perseguire nelle varie sedi internazionali, in favore dello scongelamento dell'oro in un contesto in cui i valori del commercio internazionale sono stati fortemente gonfiati dall'aumento dei prezzi dei prodotti oggetto di scambio e, in particolare, del prezzo del petrolio.

Questa azione, se accompagnata da un rafforzamento del ruolo dei diritti speciali di prelievo affinché essi possano divenire lo strumento principale di regolazione della liquidità internazionale, attenuerebbe progressivamente gli inconvenienti di un sistema monetario internazionale oggi incentrato essenzialmente sul dollaro e che affida alle banche americane la funzione di prestatrici di ultima istanza.

Il difetto di liquidità internazionale, avvertito da un numero crescente di paesi, potrebbe essere alleviato, oltre che con emissioni di diritti speciali di prelievo, adeguando i meccanismi di finanziamento esistenti nell'ambito di istituzioni europee e internazionali allo sviluppo delle correnti dei traffici. Un arricchimento, che è divenuto attuale dato il forte dinamismo dimostrato negli ultimi anni dagli scambi Est-Ovest, potrebbe essere rappresentato dall'introduzione, a livello comunitario o internazionale, di facilitazioni di risconto per i crediti a medio e lungo termine che i paesi dell'Occidente concedono per il finanziamento delle loro esportazioni a quelli dell'Europa orientale. Meccanismi comuni per il risconto di crediti a medio e lungo termine all'esportazione eviterebbero la distorsione della concorrenza internazionale dovuta alla diversa potenzialità di credito dei paesi esportatori.

Comportamenti dettati dalla scarsità di riserve non sono stati estranei all'abbassamento, osservato nel 1974-75, della propensione ad importare da parte dei paesi industriali in disavanzo, né alla più recente caduta delle importazioni dei paesi in via di sviluppo, non produttori di petrolio.

Essendo intervenuti nella scia di una forte espansione produttiva e di una violenta inflazione, quei comportamenti si sono manifestati attraverso politiche economiche restrittive perseguite a fini di stabilizzazione, piuttosto che mediante limitazioni amministrative alle importazioni. Inoltre, la fluttuazione generalizzata dei tassi di cambio, riducendo il bisogno di riserve, ha attenuato il rischio di un crollo degli assetti multilaterali degli scambi e dei pagamenti, realizzati con paziente tenacia in questo dopoguerra.

D'altra parte, la scarsità di riserve, come quella che si è manifestata in Italia tra la fine del 1975 e l'inizio di questo anno, ha accentuato la variabilità dei tassi di cambio, in quanto ha intralciato la compensazione dei fattori stagionali e della speculazione a breve, mentre ha incoraggiato l'estendersi al periodo medio delle aspettative di tipo estrapolativo e della loro influenza destabilizzante.

All'instabilità contribuisce la reciproca influenza tra tassi di cambio e prezzi interni. Quanto maggiori sono il grado di apertura delle economie e i meccanismi di indicizzazione dei redditi al costo della vita, tanto maggiore è l'interazione tra variazioni del tasso di cambio e andamento dei prezzi. In assenza di una politica dei redditi atta a mitigare quei meccanismi automatici di determinazione dei costi e dei prezzi, che rendono rapidamente inefficaci le variazioni del tasso di cambio come strumento di aggiustamento, vi è il rischio che il deprezzamento della moneta si trasformi da « processo finito » in processo circolare in cui ciascun deprezzamento costituisce la premessa per quello successivo. Tale rischio si allontana evitando di finanziare l'aumento dei costi e dei prezzi, ossia perseguendo una politica monetaria e creditizia restrittiva; ma l'alternarsi più frequente delle fasi restrittive a quelle espansive si ripercuote negativamente sul tasso di sviluppo di lungo periodo.

In un sistema di cambi fissi, l'eccesso di domanda in un paese tende a scaricarsi, con forte impiego di riserve, sulle bilance dei pagamenti, e quindi anche sulla domanda e sui prezzi, dei paesi concorrenti. In un sistema di cambi flessibili questa solidarietà automatica si indebolisce: per i paesi in posizione forte, si accrescono i gradi di libertà della

politica monetaria, la quale può piú coerentemente perseguire il sistema di obiettivi assegnatole; per quelli in posizione debole, la scarsità di riserve impone che il processo di aggiustamento si faccia entro margini piú ristretti, se si vuole evitare di cadere nell'instabilità monetaria esterna e interna.

La recessione della quale hanno sofferto le principali economie industriali è stata la piú grave del periodo post-bellico. Essa è stata resa piú preoccupante dalla persistenza di tendenze all'inflazione nel mezzo della contrazione dell'attività economica. Nell'insieme dei principali paesi industrializzati, il prodotto nazionale lordo, già in leggera flessione nel 1974, è diminuito a prezzi costanti di quasi il 2 per cento nel 1975; i prezzi al consumo sono aumentati in media del 13 per cento nel 1974 e del 10 per cento nel 1975.

Dal lato della domanda, il forte aumento dei prezzi ha decurtato il valore reale della ricchezza finanziaria delle famiglie; di conseguenza la loro propensione al risparmio si è accresciuta senza incontrarsi con una corrispondente espansione degli investimenti. Sul rallentamento della domanda finale si è innestato un forte movimento di liquidazione delle scorte, la cui accumulazione aveva raggiunto livelli anormalmente elevati durante l'esplosione inflazionistica del 1973-74.

Dal lato dell'offerta, il processo di aggiustamento è stato ostacolato da strozzature e da rigidità, queste ultime dovute in alcuni casi all'introduzione di restrizioni concernenti l'uso degli impianti e della manodopera. L'insufficiente elasticità dell'offerta doveva poi indebolire l'efficacia sulle variabili reali della manovra di espansione della domanda monetaria, la quale in tali condizioni agiva piuttosto nel senso di mantenere in vita le tensioni inflazionistiche, soprattutto quando era originata da disavanzi del settore pubblico dovuti ad incrementi delle spese correnti.

Il balzo all'insú del prezzo del petrolio aveva aggiunto nel 1974 una forte spinta esterna al processo di inflazione e recessione. Gli aggiustamenti che esso rese necessari non possono, tranne qualche caso, considerarsi compiuti, sebbene i paesi importatori abbiano preso provvedimenti, talvolta severi, per ridurre la quota del prodotto nazionale destinata ad usi interni; per la parte in cui il trasferimento di risorse reali agli usi esterni non si realizzi, sorgono problemi di finanziamento del disavanzo corrente delle bilance dei pagamenti, che per alcuni paesi hanno assunto una dimensione prima sconosciuta. L'attività di investi-

mento è caduta, oltre che per cause interne, perché il riciclaggio degli avanzi finanziari sul resto del mondo da parte dei paesi produttori non ricompone i precedenti equilibri tra offerta di risparmio e formazione di capitale reale nei paesi importatori.

Mentre si affacciava il timore che si venissero costituendo le condizioni di una crisi sconvolgente dell'economia mondiale, nei principali paesi industriali si faceva strada fra le autorità la convinzione che la consueta manovra dell'espansione monetaria in funzione anti-recessiva rischiava di aggravare il male rilanciando la rincorsa fra salari e prezzi, indebolendo l'incentivo ad una riallocazione delle risorse coerente con il nuovo prezzo dell'energia e con i nuovi orientamenti della domanda mondiale, in definitiva riattizzando i focolai di una non spenta inflazione. La percezione che, per allontanare il rischio di un allargamento del moto oscillatorio dell'economia mondiale lungo una linea tendenzialmente decrescente, il rimedio non poteva trovarsi in una generale espansione della domanda monetaria, ha ispirato le politiche di rilancio dell'attività economica, specialmente nei paesi che hanno il peso maggiore nell'economia mondiale. Perciò, quelle politiche sono state applicate con cautela e flessibilità. Dapprima si è lasciato che il declino dell'attività economica e della domanda di credito esplicasse il proprio effetto distensivo automatico sui mercati monetari e creditizi; successivamente, a mano a mano che divenivano disponibili i dati sull'ampiezza della recessione, si esercitava una vera e propria azione di stimolo soprattutto mediante provvedimenti fiscali, scelti in funzione della loro attitudine a produrre un effetto di sostegno della domanda a scadenza ravvicinata e per un periodo limitato. Si sono preferiti in generale strumenti capaci di esaurire automaticamente la loro azione di stimolo quando fosse stato eliminato il vuoto di domanda previsto durante parte del 1975. In Germania, simultaneamente all'adozione di provvedimenti che accrescevano il disavanzo pubblico nel 1975, si sono prese misure che ne assicuravano la riduzione già nel 1976.

I primi accenni di ripresa si sono avuti in Giappone e negli Stati Uniti nel corso del secondo trimestre del 1975; in Germania, essi si sono manifestati verso la fine dell'estate, con un anticipo seppur breve sugli altri paesi europei. Sebbene la ripresa americana abbia rapidamente acquistato vigore, essa non ha sviluppato apprezzabili effetti di traino sulle altre economie; infatti, gli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata e il deprezzamento del dollaro intervenuto negli anni precedenti hanno impedito che la ripresa si traducesse in maggiori importazioni nette di merci e servizi. Anzi nel 1975 gli Stati Uniti hanno

conseguito un'eccedenza in conto merci e servizi di 16 miliardi di dollari, pari a oltre quattro volte quella dell'anno precedente.

L'andamento favorevole degli scambi di merci e servizi ha posto la premessa per un apprezzamento del dollaro; vi ha contribuito anche la politica monetaria ispirata a cautela, la quale, in presenza di un'attiva domanda di credito, ha fatto lievitare i tassi di interesse nei due trimestri centrali dell'anno, mentre essi continuavano a scendere negli altri paesi industriali. Il dollaro ha avuto in effetti un andamento quasi sempre sostenuto dal marzo e la tendenza all'apprezzamento si è accentuata a partire dall'estate. Quest'evoluzione del dollaro e la sostenutezza delle valute di quei paesi europei che hanno avuto maggiore successo nel 1975 sulla via del ripristino della stabilità monetaria interna hanno colto gli altri paesi in una fase in cui le politiche fiscali e monetarie venivano rivolte al rilancio dell'attività produttiva. Ciò ha generato aspettative che hanno concorso ad avviare in alcuni paesi, tra cui l'Italia, un processo di deterioramento nella posizione dei pagamenti con l'estero, con il risultato ultimo di far scattare il vincolo esterno già nello stadio iniziale della ripresa.

Per la maggioranza dei paesi europei, il punto di svolta della produzione industriale si è collocato nell'autunno. Il ritardo con cui la ripresa dell'attività economica si è generalizzata ha comportato nel volgere dei mesi successive revisioni in peggio delle previsioni per il 1975. Quelle dell'OCSE relative all'andamento del prodotto nazionale lordo in termini reali nei paesi membri sono scese da un incremento dello 0,5 indicato nella previsione iniziale a un declino del 2 per cento. L'evoluzione in atto ha indotto le organizzazioni internazionali e le istituzioni europee a sollecitare più volte dai paesi industriali provvedimenti di rilancio della domanda. In particolare la Commissione CEE adottava nel luglio una raccomandazione « sulla lotta contro la recessione », a termini della quale alcuni paesi membri, inclusa seppure « in misura limitata » l'Italia, erano invitati a prendere « misure addizionali di rilancio della congiuntura ». Verso la fine del mese successivo, i ministri europei dell'economia e delle finanze, riunitisi a Venezia, si dissero « preoccupati per l'ampiezza e la persistenza della recessione economica e delle sue conseguenze sull'occupazione ». Essi decisero che « uno sforzo complementare di rilancio sarà fatto immediatamente dai paesi membri la cui situazione in materia di bilancia dei pagamenti correnti, dei prezzi e delle finanze pubbliche lo consenta ». Ancora in dicembre il Consiglio della Comunità affermava, per quanto riguardava l'Italia, che « il Governo

dovrebbe fare il possibile per accelerare l'attuazione delle misure di rilancio adottate, in quanto ritardi in questo settore potrebbero compromettere, in un prossimo futuro, le condizioni per uno sviluppo economico equilibrato ».

Negli anni Settanta i disavanzi dei bilanci pubblici nei principali paesi industriali hanno mostrato una tendenza ad accrescersi. In termini di prodotto nazionale lordo, essi si erano mantenuti inizialmente entro i limiti di qualche punto percentuale; il salto è avvenuto fra il 1974 e il 1975 ed ha avuto funzione chiaramente anticiclica. Ma in alcuni paesi, in virtù del carattere di reversibilità dato ai provvedimenti, la manovra di bilancio non ha contraddetto l'orientamento teso a spostare il sistema degli obiettivi verso il contenimento dell'inflazione.

Un contesto delle finanze pubbliche strutturalmente abbastanza sano e il raggiungimento del consenso tra le parti sociali su aumenti salariali compatibili con l'obiettivo di smorzare l'inflazione stanno abbassandone il tasso, specie nei paesi a valuta forte, verso i livelli degli anni Sessanta. Poiché i moderati aumenti delle retribuzioni saranno quasi interamente compensati da guadagni di produttività, che tendono ad accentuarsi durante la fase ascendente del ciclo, si va delineando un miglioramento delle prospettive di profitto, il quale stimola l'attività di investimento in un circolo « virtuoso » analogo a quello che sostenne il processo di espansione economica in Italia negli anni Cinquanta, allorché il beneficio della maggiore produttività veniva trasferito ai lavoratori nella forma di aumento delle retribuzioni e alla collettività nella forma di riduzione dei prezzi relativi dei manufatti.

La consapevolezza della necessità di dare priorità al contenimento dell'inflazione si è estesa anche a paesi, come il Regno Unito, dove le condizioni sia della finanza pubblica sia delle relazioni tra impresa e lavoro erano obiettivamente più difficili. E' stato raggiunto l'accordo su una norma che consente di limitare al 13 per cento l'incremento medio dei salari nei dodici mesi terminanti a luglio di quest'anno, con un dimezzamento rispetto all'anno precedente; la norma stabilita recentemente permetterà di contenere entro il 5 per cento l'incremento nei dodici mesi che mettono capo al luglio 1977. La caduta del tasso di aumento nominale dei salari, che comporta nei due periodi una seppur lieve flessione dei medesimi in termini reali, sta rendendo possibile una sensibile riduzione del ritmo di aumento dei prezzi che, mentre era il più elevato fra quelli dei principali paesi industriali nella prima metà del 1975, dovrebbe scendere verso la fine del 1977 intorno

al 4-5 per cento, ossia al livello che la Germania si è proposto come obiettivo per l'anno in corso.

Nei primi mesi del corrente anno si confermava la generalizzazione della ripresa; tuttavia, mentre il successo delle politiche di stabilizzazione tendeva a consolidarla nei paesi che erano usciti prima dalla recessione, gli altri risentivano delle aspettative di recrudescenza dell'inflazione e di aggravamento dei conti con l'estero, che in alcuni casi davano luogo a notevoli perdite di riserve e a flessioni nei tassi di cambio. Queste ultime, e l'incremento dei prezzi all'origine, ponevano in atto ulteriori fattori di tensione per il sistema dei costi e dei prezzi interni.

Ne sono derivati in alcuni paesi una ripresa del ritmo di aumento dei prezzi e, in generale, un peggioramento nelle prospettive di ripristino della stabilità monetaria, che ha nuovamente consigliato un atteggiamento di cautela, dopo le forzature della politica espansiva che, secondo le valutazioni congiunturali prevalenti specialmente in Europa durante l'estate e l'autunno 1975, erano apparse necessarie. Laddove il deterioramento nei pagamenti con l'estero è stato più accentuato, la tendenza dei principali aggregati monetari è stata rovesciata in direzione restrittiva. Ne sono nate incertezze e preoccupazioni, che tendono a incidere sulla domanda e in particolare sulla propensione ad investire, in una fase in cui la ripresa è da poco iniziata e perciò non ha ancora riportato quelle economie in prossimità della linea di sviluppo potenziale.

#### Il quadro congiunturale, le valutazioni e gli interventi del 1974-75.

Anche in Italia l'azione di regolazione della congiuntura economica durante gli anni 1974-75 si è rivolta prima al ristabilimento dell'equilibrio esterno ed all'attenuazione della pressione inflazionistica, indi al rilancio. Nella fase della stabilizzazione, le politiche restrittive hanno comportato un abbassamento dei livelli produttivi e un calo delle importazioni. A quell'abbassamento si è associata una forte crescita del costo del lavoro per unità di prodotto: dietro una facciata di prezzi in minor tensione, il problema dell'inflazione, lungi dall'essere vinto, si andava così riproponendo, in una forma anche meno trattabile, dal lato dei costi.

Dopo l'autunno del 1969, le imprese industriali, in presenza di una minore flessibilità nell'impiego delle forze di lavoro e degli impianti, avevano cercato di assorbire almeno in parte gli aumenti intervenuti nel costo del lavoro mediante più ampi investimenti in macchine ed attrezzature, intesi a razionalizzare i processi produttivi e ad acquisire nuove tecnologie. Questo sforzo ha elevato il tasso di aumento della dotazione di capitale per ora lavorata, tra il 1970 e il 1973, assai oltre quello degli anni precedenti. Ma l'aumento della produttività era ugualmente sopravanzato dalla spinta salariale, che nel triennio 1971-73 faceva aumentare il costo del lavoro per unità di prodotto in ragione del 10 per cento all'anno. La concorrenza internazionale permetteva solo in parte di traslare i maggiori costi sui prezzi e imponeva alle imprese di subire una contrazione dei profitti unitari.

Mentre l'impiego del fattore di produzione più largamente disponibile, il lavoro, ristagnava, si determinava una ulteriore tensione sul mercato dei capitali. La capacità di concorrenza della nostra economia diminuiva e la nostra quota di partecipazione al commercio mondiale cessava di accrescersi.

Nel 1973, per la prima volta in un decennio, la bilancia dei pagamenti dell'Italia presentava un disavanzo di parte corrente. La pressione sulle riserve si faceva pesante, anche per effetto dei movimenti di capitali; la fissità del cambio veniva abbandonata e la fluttuazione sfociava in una svalutazione del 20 per cento in due anni, nonostante il largo ricorso al credito estero.

Era bastato un non lungo periodo di ripresa della domanda per porre in tensione il sistema, nonostante la non piena utilizzazione degli impianti in numerosi settori. Questo rapido insorgere di condizioni di crisi dava la misura della riduzione dei margini economicamente sfruttabili degli impianti causata dall'aumento dei costi, dalle rigidità nell'impiego del capitale e del lavoro e dalla direzione in cui lo sviluppo dei consumi nazionali si era orientato fin dagli inizi degli anni Sessanta. Le pressioni inflazionistiche venivano accentuate dai bassi tassi di crescita della produttività nelle aree meno esposte alla concorrenza.

Nel tentativo di correggere le distorsioni di fondo della nostra economia, i mercati monetari e finanziari venivano sottoposti a crescenti vincoli; oneri sempre maggiori erano trasferiti sul bilancio dello Stato con l'effetto ultimo di superare i limiti di compatibilità finanziaria dell'intervento pubblico.

Ad accrescere le tensioni del sistema sopravvenne nell'autunno del 1973 la crisi del petrolio, che colpì l'economia italiana più gravemente di quelle degli altri paesi industrializzati per la nostra povertà di fonti energetiche, comportando nel 1974 un aggravio nel costo dei rifornimenti pari a circa quattromila miliardi di lire, ossia al 3,8 per cento del prodotto nazionale, contro l'1,8 per la media degli altri paesi dell'OCSE.

Fu subito chiaro che l'eventuale tentativo dei paesi importatori di petrolio di ristabilire l'equilibrio esterno mediante politiche restrittive avrebbe alimentato e diffuso spinte recessive. Cosicché, quando nel febbraio-marzo del 1974 l'Italia trattò con il Fondo monetario internazionale la concessione del credito *stand-by*, al nostro paese fu chiesto di eliminare, entro la fine del 1975, esclusivamente la quota del deficit di parte corrente non causata dall'aumento del prezzo del petrolio. Ma in difetto di accordi internazionali per il finanziamento integrale del disavanzo « petrolifero », e di fronte al persistere di una bilancia passiva, già nel secondo trimestre del 1974 andò sviluppandosi, all'interno e all'estero, la convinzione che l'Italia fosse alla vigilia di una grave crisi. Da ciò nasceva la necessità di proporsi l'assorbimento, nel corso del 1975, non solo del disavanzo « non petrolifero » ma anche di larga parte di quello petrolifero. Tuttavia, sempre nell'autunno del 1974 la Relazione previsionale e programmatica indicava come obiettivi di politica economica quelli di mantenere invariato per il 1975 il livello della domanda interna in termini reali e di destinare l'aumento del reddito, indotto dallo sviluppo delle esportazioni, alla riduzione del disavanzo delle partite correnti, che dai 5.300 miliardi di lire del 1974 si riteneva dovesse discendere nel 1975 a 2.900 miliardi, pari a una proporzione sempre assai alta del disavanzo petrolifero.

La recessione italiana si inseriva in quella internazionale. Tra il secondo semestre del 1974 e il primo semestre del 1975 il commercio mondiale subiva una imprevista diminuzione dell'11 per cento su base annua. Sempre contro le previsioni, le più importanti economie mondiali presentavano, nella primavera-estate del 1975, i più accentuati declini dell'attività industriale, pari nel giro di un anno al 13 per cento in Giappone, al 12 negli Stati Uniti, all'11 in Germania e in Francia, al 7 nel Regno Unito. Le nostre esportazioni riuscivano a stento a mantenere i livelli raggiunti in termini di valore.

Nel nostro paese la produzione industriale alla fine di giugno era diminuita del 12 per cento rispetto a quella di dodici mesi prima; il prodotto lordo interno formatosi nel primo semestre era del 6 per

cento minore di quello del primo semestre del 1974. Massiccio era il ricorso alla Cassa per l'integrazione dei guadagni. Il miglioramento della bilancia dei pagamenti rifletteva l'eccezionale calo delle importazioni, diminuite nel primo semestre, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, dell'8 per cento in valore e del 19 per cento in quantità.

Nell'estate del 1975 il disavanzo di parte corrente della nostra bilancia con l'estero risultava quasi annullato; l'indice dei prezzi all'ingrosso era stabile da diversi mesi, anche per la tendenza cedente dei prezzi delle materie prime, e l'aumento dei prezzi al consumo era sceso al 12 per cento dal 24 per cento del 1974.

L'obiettivo dell'equilibrio dei conti con l'estero era stato raggiunto in tempi piú brevi del previsto grazie anche alla riduzione ciclica delle scorte, ed a prezzo della forte riduzione dei livelli di attività e del grave peggioramento di fondo nel rapporto costi/prezzi, mitigato in parte portando a carico del bilancio pubblico il mantenimento dell'occupazione ed altri costi. Nel periodo dell'aggiustamento, la remunerazione del lavoro, invece di atteggiarsi in direzione coerente col deterioramento delle ragioni di scambio dovuto al minor potere d'acquisto in termini di fonti di energia e di materie prime, cresceva piú che proporzionalmente all'aumento del reddito nazionale a valori correnti, per effetto dei miglioramenti retributivi e del rafforzamento del sistema di scala mobile negoziati nel gennaio 1975. Nell'industria il costo del lavoro per unità di prodotto, già accresciutosi del 20 per cento nel 1974, subiva nel 1975 un abnorme aumento del 33 per cento, dovuto per due terzi alla crescita dei salari e per un terzo alla diminuzione della produttività.

A seguito della descritta evoluzione congiunturale all'interno e all'estero, le linee della nostra politica economica furono sottoposte a riconsiderazione nelle sedi ufficiali, negli ambienti imprenditoriali e sindacali, in quelli accademici. Il clima di opinione portò ad allargare il dibattito dai problemi congiunturali a quelli di struttura e a prefigurare interventi di ampia portata finanziaria, in presenza di equilibri di cui una piú attenta osservazione avrebbe rivelato quel carattere precario che il seguito degli eventi ebbe a confermare: questi equilibri infatti si giovavano dell'incidenza dei fattori ciclici sulla bilancia corrente ed erano minati dalla sottostante evoluzione dei costi unitari. L'interesse si rivolse sia agli aspetti produttivi delle imprese industriali, sia a quelli finanziari delle imprese in genere. Da un lato, per migliorare la posizione concorren-

ziale del sistema, si tentò di individuare i settori produttivi con piú stabili prospettive di sviluppo e le innovazioni aziendali atte ad elevare la produttività; dall'altro, si ricercarono modi per diminuire il grado dell'indebitamento e per attenuarne il costo. Per la ristrutturazione finanziaria delle imprese alcuni proposero apporti di capitale di rischio da parte di organi finanziari di nuova istituzione, o da parte degli istituti di credito speciale e delle stesse banche; altri, il concorso dello Stato che sostituisse debiti con capitale di rischio offerto a condizioni agevolate; altri ancora, la conversione dell'indebitamento a lungo termine assunto a tassi elevati nel 1974. Ai programmi di risanamento delle imprese si accompagnarono proposte di modifica degli assetti istituzionali degli stessi intermediari finanziari. Sul terreno normativo alcune delle idee dibattute in quei mesi avrebbero trovato poi collocazione nel piano per la ristrutturazione e la riconversione industriale presentato al Parlamento il 2 gennaio di quest'anno quando ormai incombevano la crisi di governo e quella valutaria.

Alla diversità di opinioni sulle modifiche di struttura faceva riscontro, sul piano congiunturale, un largo consenso a favore di una politica espansiva. Si riconosceva che il sistema produttivo italiano poteva risultare compromesso da una recessione troppo prolungata, che avrebbe comportato, oltre i costi umani, la distruzione o dispersione di capitale tecnico, di forze lavorative e imprenditoriali. Anche in sede internazionale venivano formulate, come ho già avuto occasione di ricordare, raccomandazioni a favore di una politica di reflazione.

Prese consistenza, quindi, l'iniziativa di un rilancio, affidato in prima istanza alla sollecitazione delle esportazioni, accompagnata da provvedimenti per il sostegno degli investimenti specie nei settori delle infrastrutture sociali, dell'edilizia abitativa e delle imprese interessate alle esportazioni. Dati gli scarsi margini di manovra, costituivano presupposti essenziali per il successo di siffatto tentativo l'evitare ulteriori aggravii dei costi e ulteriori dilatazioni della spesa pubblica corrente nonché la formazione di un maggiore consenso delle forze politiche e sociali sulle scelte e sui modi della loro realizzazione.

Entro queste linee fu chiesto il contributo della politica monetaria, che operò lungo le direttrici del rifinanziamento delle esportazioni e della riduzione dei tassi di interesse a breve termine.

Nel mese di agosto fu elevato da 1.400 a 2.500 miliardi il *plafond* assicurativo dell'INA per i crediti all'esportazione e fissato un *plafond* particolare di altri 1.000 miliardi per la copertura di operazioni in precedenza assicurate solo parzialmente. Parallelamente fu incrementato

di 300 miliardi il fondo di dotazione del Mediocredito centrale, al quale furono assegnati anche 50 miliardi per contributo interessi alle operazioni di credito finanziario legate all'esportazione.

I provvedimenti di rilancio delle esportazioni presero, nel settore a breve termine, la forma di un rifinanziamento alle banche nella misura del 50 per cento del credito concesso da esportatori italiani ad importatori stranieri. Per le cifre da esse indicate, le aziende di credito accendevano riporti di valuta a fronte dei quali erano costituiti presso la Banca d'Italia depositi utilizzabili a misura che venisse comprovato il finanziamento delle dilazioni di pagamento concesse dalla clientela esportatrice. Il riporto doveva essere automaticamente accordato a richiesta; la sua entità era gonfiata dalla domanda precauzionale delle aziende di credito, cosicché solo una parte dei depositi costituiti in contropartita poteva dirsi suscettibile di effettivo utilizzo e quindi riserva di liquidità.

Nel medesimo turno di tempo il disavanzo di cassa del Tesoro subiva una dilatazione non prevista. Nel mese di ottobre la previsione per il 1975 era ancora di 11.000 miliardi, ma a fine anno il disavanzo si collocava sui 14.200. Il fabbisogno era di 5.400 miliardi nel quarto trimestre, superiore di 3.200 a quello del quarto trimestre 1974 e alle previsioni. Nello stesso trimestre dovevano essere effettuati rimborsi di titoli precedentemente emessi per le occorrenze del Tesoro nella misura di 8.122 miliardi; confrontato con quello dei corrispondenti periodi degli anni precedenti, tale importo è pari a due volte e mezzo quello del 1974, oltre nove volte quello del 1973. I crescenti disavanzi hanno fatto dei titoli pubblici in scadenza una massa imponente che riesce sempre più difficile spostare in avanti. I ragionamenti condotti sul fabbisogno netto spesso ignorano questa difficoltà.

Parallelamente all'azione sulla liquidità, un'altra ne veniva decisa e condotta in sede politica, perché l'effetto sui tassi di interesse si sviluppasse con rapidità: in settembre le principali aziende di credito venivano invitate a diminuire di due punti i tassi attivi. Nello stesso mese si riduceva di un punto il tasso di sconto; in ottobre veniva diminuito il tasso base dell'asta sui buoni ordinari del Tesoro; in novembre venivano ridotti a beneficio delle imprese i tassi base riconosciuti per le diverse forme di credito agevolato.

Il provvedimento sulle esportazioni entrò in vigore il 15 settembre; alla fine di quel mese i riporti ammontavano a 1.198 miliardi, 1.063 dei quali ancora giacenti inutilizzati nei depositi costituiti a fronte di essi. Nei mesi successivi l'apertura di credito crebbe fino a 1.776 miliardi e i depositi scesero a 1.026.

L'ampiezza del ricorso alle emissioni di titoli a breve termine per il finanziamento del Tesoro, d'altra parte, se ha permesso che la creazione di base monetaria per la copertura del disavanzo pubblico venisse contenuta in una misura che la sola emissione di titoli a lunga non avrebbe certamente consentito, ha assicurato al sistema bancario una disponibilità aggiuntiva alla liquidità in senso stretto. Anche limitando la considerazione all'importo dei BOT in scadenza in ciascun mese, queste vere e proprie riserve di liquidità secondaria ammontavano a 3.000 miliardi in settembre, a 1.300 in ottobre e a 2.600 in novembre; dicembre non presentava buoni in scadenza.

L'ammontare dei BOT per investimenti liberi in circolazione è salito da 2.300 miliardi a fine 1973 a 19.400 a fine 1975; nello stesso arco di tempo quelli di proprietà delle aziende di credito e del pubblico sono passati da 900 a 7.500 miliardi.

Nell'ambito delle direttive della politica economica intrapresa, e nel vincolo di non far mancare allo Stato i mezzi per il finanziamento del suo disavanzo di cassa, l'istituto di emissione ha usato gli strumenti di propria diretta pertinenza al fine di assicurare un ordinato svolgimento delle operazioni sui mercati monetari e finanziari. Tali strumenti sono le operazioni di finanziamento alle banche, gli acquisti e le vendite di titoli di Stato ed obbligazionari sul mercato secondario, le domande alle aste dei BOT.

In agosto il sistema bancario azzerava il suo debito con l'istituto di emissione nelle forme del risconto e dell'anticipazione a scadenza fissa; da quel momento e anche nel mese di dicembre, nel quale il ricorso delle banche è normalmente elevato, non avevano luogo operazioni di questo tipo.

Per quanto riguarda i titoli, tra il settembre e il dicembre la Banca ne assorbiva per 7.873 miliardi all'emissione ed effettuava collocamenti netti sul mercato per 3.882 miliardi. Confrontato con quelli di corrispondenti periodi, l'importo degli acquisti all'emissione era pari a due volte e mezzo quello del 1974, a cinque volte quello del 1973. Nonostante questa progressione, l'importo dei collocamenti rappresentava una quota degli acquisti solo di poco inferiore a quella del 1974, e di gran lunga superiore a quelle degli anni precedenti.

Parallelamente, la Banca orientava i propri interventi nelle borse valori al fine di mantenere il tasso a lunga ad un livello abbastanza elevato per incoraggiare l'investimento obbligazionario da parte del

pubblico. A partire dall'ultima settimana di ottobre la Banca diveniva venditrice netta e tale rimaneva fino al mese di gennaio. Questa condotta non ha precedenti nell'ultimo quinquennio.

Sul fronte dei tassi a breve, l'indirizzo alla diminuzione era perseguito con energia in settembre ed in ottobre; successivamente diveniva prudente, con larghi collocamenti di buoni subito dopo l'asta di ottobre e con l'aumento del tasso offerto all'asta di novembre per i buoni a sei mesi. Nel trimestre settembre-novembre l'Istituto vendeva sul mercato buoni ordinari del Tesoro per 2.546 miliardi.

Quale effetto combinato dei provvedimenti e delle operazioni sopra descritti la liquidità bancaria, comprensiva dei depositi precauzionali intesi al finanziamento delle esportazioni, salì a circa 3.000 miliardi in settembre, e si mantenne intorno a tale livello sino alla fine dell'anno.

In particolare, nel dicembre, mese nel quale a causa dell'andamento stagionale della liquidità si evita normalmente di porre BOT all'asta, l'Istituto di emissione continuava le vendite in borsa e acquisiva al proprio portafoglio ingenti emissioni di titoli del Tesoro. Le banche effettuavano acquisti di obbligazioni per 728 miliardi; presso il pubblico non bancario, che in dicembre è usualmente assente dal mercato obbligazionario, venivano collocati 260 miliardi di titoli.

In gennaio venivano collocati presso il pubblico e le aziende di credito titoli di Stato a medio e lungo termine per un ammontare netto di 1.000 miliardi e 580 miliardi di BOT, di cui 370 all'asta del mese.

Confrontando la vicenda del 1975 con la corrispondente congiuntura del precedente ciclo di politica monetaria, la quale ebbe inizio allorché, verso la metà del 1970, si uscì dalla fase di restrizione, si osserva che tra il secondo trimestre del 1970 ed il secondo trimestre del 1971 il rapporto della liquidità rispetto ai depositi salì dal 2,7 al 5,3 per cento. Tra il quarto trimestre del 1974 ed il quarto trimestre del 1975 esso è salito dal 2,1 al 3,1 per cento; nello stesso periodo la liquidità calcolata al netto dei rifinanziamenti a breve termine concessi dalla banca centrale (risconti, anticipazioni a scadenza fissa e depositi precostituiti a fronte di crediti all'esportazione) è passata dallo 0,9 al 2,1 per cento dei depositi, mentre tra il secondo trimestre del 1970 e il secondo trimestre del 1971 era salita dallo 0,4 al 5,4 per cento.

Nell'ultimo trimestre del 1975 il rapporto tra liquidità netta e depositi è stato superiore a quello del quarto trimestre del 1974, periodo di severa restrizione monetaria, ma al di sotto dei livelli osservati nei corrispondenti periodi degli anni 1971, 1972 e 1973.

## Il cambio.

Per comporre il quadro delle cause vicine della grave crisi valutaria insorta al principio del 1976 occorre a questo punto ripercorrere la vicenda dei mercati valutari lungo l'intero 1975.

Nei primi mesi dello scorso anno il dollaro aveva manifestato sui mercati internazionali una tendenza cedente, cui fecero seguito una maggiore fermezza e, da metà anno, la forte ripresa di cui si è detto prima. Questi movimenti, insieme con la ripresa del franco francese e con l'indebolimento della sterlina, producevano tensioni dalle quali la nostra moneta rimaneva al riparo. L'orientamento della politica monetaria, ancora ispirato a cautela, invogliava gli operatori nazionali all'acquisizione di finanziamenti in dollari e in altre valute; questo comportamento, e la caduta delle importazioni, conferivano al cambio della lira una intonazione forte, che consentiva alle autorità di procedere ad acquisti di valuta sul mercato. Il rafforzamento delle riserve che ne seguiva, anche per effetto dell'incasso di 400 milioni di dollari sul prestito del Fondo monetario internazionale, consigliava il rimborso anticipato di 500 milioni sul deposito della Bundesbank.

Nei mesi di aprile e maggio, nonostante i violenti movimenti che scuotevano i mercati esteri e l'avvio di una politica monetaria più permissiva, che si manifestava in maggio nella riduzione del tasso di sconto e nella revoca dell'obbligo del finanziamento in valuta dei pagamenti anticipati delle importazioni, la lira si consolidava ancora, consentendo alle autorità nuovi acquisti di valuta, che veniva destinata all'estinzione di debiti in scadenza. L'andamento del cambio e quello delle transazioni ufficiali in valuta rispecchiavano il miglioramento delle partite correnti, i cui effetti erano rafforzati dall'afflusso di capitali e dall'indebitamento delle banche all'estero conseguenti alla propensione dei residenti ad assumere debiti in valuta.

Nella prima metà di giugno le operazioni sul mercato si saldavano ancora con rilevanti acquisizioni di valuta alle disponibilità ufficiali. Una improvvisa svolta interveniva alla metà del mese in un mutato contesto di aspettative.

Nel luglio-agosto l'apprezzamento del dollaro accentuava i motivi di apprensione per le monete più deboli, soprattutto la sterlina e la lira. Gli operatori residenti erano indotti ad estinguere finanziamenti in

valuta e ad acquistare anticipatamente divisa da utilizzare per pagamenti futuri, in ciò favoriti dal nuovo indirizzo della politica di liquidità, intesa al rilancio dell'economia. In questa fase si colloca l'adozione, avvenuta il 13 agosto, dei provvedimenti anticongiunturali. La stabilità del tasso di cambio ponderato, che non escludeva una flessione rispetto al dollaro, veniva assicurata mediante interventi di sostegno.

La situazione si appesantiva dopo la metà di settembre, per il concorso di cause esterne ed interne: all'estero, il delinarsi di un nuovo regime dell'oro che ne deprimeva il prezzo e sospingeva ulteriormente il dollaro al rialzo; in Italia, l'accelerazione della domanda, alimentata da una ripresa di accumulazione di scorte, e l'introduzione del meccanismo di finanziamento agevolato a breve all'esportazione, i cui effetti di liquidità facevano scendere i tassi a breve. Questa riduzione sollecitava la richiesta di valuta da parte della clientela residente e, in un secondo tempo, induceva il sistema bancario ad investire all'estero liquidità in lire, nei limiti consentiti dal massimale « pronto contro termine ».

Tuttavia a partire dal luglio e fino all'ottobre il livello delle riserve risentiva negativamente soltanto della riduzione della posizione debitoria delle banche e dell'inversione di tendenza nei movimenti di capitale « autonomi », specie nei crediti commerciali, il cui andamento appariva strettamente legato alla riduzione in atto nella consistenza dei depositi obbligatori all'importazione. Nei primi dieci mesi dell'anno, anzi, il saldo « autonomo » della bilancia dei pagamenti risultava in attivo di circa 200 milioni di dollari. Sembravano così confermate le più recenti previsioni, secondo le quali la parte corrente avrebbe potuto, nel 1975, chiudersi in pareggio. Dalla già ricordata stima di un disavanzo di 2.900 miliardi di lire, formulata nell'autunno del 1974, si era scesi per successive revisioni migliorative fino all'ipotesi del pareggio, avanzata nella tarda estate del 1975 in presenza di un andamento spiccatamente recessivo dell'economia. Alcuni organismi internazionali giunsero in quell'epoca ad ipotizzare un avanzo. Esistevano quindi un clima di opinione non favorevole al deprezzamento della lira e un andamento della bilancia dei pagamenti che non offriva giustificazioni a un tale indirizzo.

Nella condotta della politica valutaria, inoltre, si facevano valere le considerazioni che il deprezzamento avrebbe alimentato l'inflazione e che una ripresa produttiva avrebbe potuto innalzare la produttività e far recuperare ai costi unitari una linea compatibile con il vigente livello del cambio.

In tutto questo arco di tempo e mentre la ripresa tardava a concretarsi, piú insistenti e giustificate si facevano le pressioni degli esportatori per essere sostenuti con azioni collaterali, diverse dal deprezzamento del cambio. In tale contesto si inseriscono la direttiva del Comitato del credito per un accesso privilegiato alle facilitazioni a tasso normale della Banca d'Italia a favore delle aziende che allargassero il credito all'esportazione, adottata fin dal marzo; i provvedimenti già menzionati dell'agosto, tra cui il finanziamento agevolato; la riconduzione dei termini di regolamento posticipato delle esportazioni da 3 a 4 mesi, concessa in dicembre; l'accelerazione nei rimborsi dell'IVA sulle merci esportate; l'idea, autorevolmente proposta, di un'imposta sostitutiva di oneri sociali rimborsabile all'esportazione.

Salvo la decisione del marzo, che non trovò pratica applicazione, queste varie facilitazioni, se potevano giustificarsi con la stabilità del cambio in presenza di costi in aumento, avevano però l'effetto di ridurre il controllo delle autorità sui flussi della liquidità interna e sul movimento valutario, cioè creavano condizioni che rendevano piú vulnerabile la difesa del cambio.

La bilancia valutaria peggiorava decisamente nella seconda metà di novembre; soltanto a gennaio la disponibilità dei dati analitici rivelò che il deterioramento riguardava la parte corrente. Essa ritornò in pareggio nella prima metà di dicembre, facendo apparire il dato di novembre come un movimento che, dopo l'avanzo dei primi dieci mesi, avrebbe riportato gli andamenti per l'intero anno entro le previsioni. Nella seconda metà di dicembre sopravvenne invece un forte peggioramento, per cui nei dati analitici complessivi, conosciuti a febbraio, il mese, preso nel suo insieme, segnò un cospicuo disavanzo di parte corrente; il peggioramento riguardò anche le voci degli invisibili, nelle quali possono nascondersi deflussi di capitali, e il cui andamento manifestava che la pressione in atto sulla lira non era soltanto addebitabile alle importazioni, bensí anche ad una grave crisi di fiducia.

Nonostante il peggioramento in fine d'anno, la bilancia economica si è chiusa, per l'intera annata, con un disavanzo di parte corrente di appena mezzo miliardo di dollari, che si confronta con gli 8 miliardi del 1974; la flessione delle riserve di 1,7 miliardi derivando per due terzi dal saldo passivo del movimento di capitali, dal miglioramento della posizione estera delle banche e dai rimborsi netti di prestiti.

Nelle settimane a cavallo tra il 1975 e il 1976, la crisi di governo, l'attenzione posta con accenti polemici al livello delle nostre riserve,

la diffusione di notizie circa una riconsiderazione critica dei crediti bancari verso l'Italia da parte di una delle autorità di controllo americane, sviluppavano le pressioni sulla lira; la difesa richiedeva interventi che se non potevano dirsi grandi alla stregua di quelli che si osservano nelle crisi valutarie, lo erano per rapporto alle nostre stremate riserve, e mettevano capo il 20 gennaio alla sospensione delle quotazioni ufficiali e degli interventi stessi. Il volume degli interventi in vendita nei mesi di dicembre e gennaio è stato uguale ad appena un quinto di quelli con cui la Francia ha difeso la sua moneta dalla fine di gennaio al marzo di quest'anno.

La crisi di gennaio sul mercato dei cambi non ha quindi tratto origine da un persistente disavanzo di bilancia dei pagamenti, bensì trova le sue cause remote negli squilibri di fondo che si sono venuti aggravando nel corso degli anni, e quelle immediate nella povertà delle riserve e nella nostra ridotta affidabilità di credito per il carico dei debiti accumulati nel triennio 1972-74.

Una economia ad alto sviluppo di intermediazione finanziaria, come la nostra, trova sempre nel suo interno i margini di liquidità per movimenti speculativi sulla valuta, e ciò non solo nella liquidità del sistema bancario preso nel suo insieme, costituita da depositi e linee di credito sull'istituto di emissione, ma nei cuscinetti di liquidità del sistema, costituiti dai depositi interbancari, e nei succedanei della liquidità, tra cui i buoni del Tesoro a breve termine. Quando queste liquidità interne e questi crediti quasi monetari vengono attivati, l'istituto di emissione non può, senza gravi conseguenze, negare il suo concorso agli istituti centrali e alle aziende che subiscono i ritiri di depositi interbancari, o allo stesso Tesoro. E ancora, a monte della liquidità esterna e interna del sistema bancario, esiste la liquidità dell'economia, che può trarre sulle linee di credito inutilizzate, pari da noi a 30 mila miliardi di lire (contro 2-3 mila di liquidità bancaria), e sulla stessa consistenza di depositi e di titoli a breve in suo possesso.

La povertà delle riserve che stavano a fronte dell'ampia domanda potenziale di valuta è stata resa più acuta dalle limitazioni fraposte al ruolo dell'oro come mezzo di pagamento internazionale. Il ricorso possibile al credito di autorità ufficiali, inoltre, si è palesato di fatto meno ampio del previsto per la difficoltà incontrata in gennaio ad attivare, se non per una modesta frazione, la linea di credito reciproca con la Banca di riserva federale di New York, che in ogni caso rappresenta un sollievo solo nel breve termine.

La sospensione delle quotazioni ufficiali si produceva in corrispondenza con una fase di negoziati per il rinnovo di grandi contratti nazionali di lavoro impostati su piattaforme nettamente inflazionistiche, e tali da distruggere ogni prospettiva di compatibilità tra il vecchio livello del cambio e gli incombenti nuovi livelli del costo del lavoro.

Essa costituiva al tempo stesso un richiamo alla gravità della situazione e la condizione per una prima verifica di mercato del valore esterno della lira. Se, anche in virtù di quel richiamo, si fosse addivenuti alla formazione di un governo dotato di sufficiente forza politica e all'adozione di un programma adeguato di azione economica, la verifica avrebbe potuto mettere capo a un tasso di cambio capace di reggersi su un qualche livello di stabilità. Ma in assenza di quelle condizioni e in periodo stagionalmente avverso, il cambio si riportava prima sulla linea di tendenza flettente del 1973-74, e nella terza decade di febbraio accelerava la caduta a un ritmo tale da rendere indispensabile la ripresa immediata degli interventi. L'annuncio stesso della riapertura del mercato dal primo marzo invertiva per qualche giorno la tendenza.

Durante i quaranta giorni di chiusura del mercato, intanto, pur nel difetto di un programma globale di risanamento, erano state prese varie misure in senso restrittivo: la revoca dei finanziamenti agevolati alle esportazioni, con conseguente distruzione di liquidità potenziale per oltre 800 miliardi di lire; l'aumento della riserva obbligatoria sui depositi, che assorbiva altri 800 miliardi di base monetaria; la riduzione a 15 giorni dei termini di validità dei conti valutari; l'aumento di due punti nel tasso di sconto. Sul piano esterno, era stato provveduto alla ricostituzione delle riserve in valuta da 600 a 1.900 milioni di dollari, mediante la parziale attivazione della linea di credito con la Federal e il ripristino all'importo iniziale del deposito della Bundesbank. Erano anche stati condotti innanzi negoziati per prestiti con la Comunità e con il Fondo monetario.

Riaperto il mercato, gli ordini che si erano venuti accumulando durante la chiusura, forse anche per effetto dell'attesa di un intervento calmieratore della Banca d'Italia, si traducevano in una forte domanda di valuta sollecitata anche dalla crisi della sterlina e del franco francese. La caduta del cambio e la perdita di riserve che ne seguirono portavano a metà marzo ad un nuovo giro di vite sul piano fiscale, monetario e valutario. Il tasso di sconto veniva elevato dall'8 al 12 per cento; veniva ripristinato l'obbligo di finanziamento bancario in valuta per i regolamenti anticipati di importazioni.

Ma ad ogni restrizione sono seguiti nuovi motivi di tensione. Così, dopo di allora, la crisi politica e lo scioglimento delle Camere si sono riflesse in aspettative che hanno reso necessario ripristinare il deposito obbligatorio all'importazione, estendendolo ad ogni acquisto di valuta, sancire l'obbligo di parziale finanziamento in valuta dei crediti all'esportazione, negoziare nuovi crediti esteri ad integrazione delle riserve, portare i tassi del mercato monetario su livelli molto elevati.

La Banca d'Italia e l'Ufficio italiano dei cambi assolvono l'amaro compito di gestire un processo che, nel governo dei flussi monetari e valutari, ci assimila all'economia di stato d'assedio.

### Oltre la crisi.

L'inversione di questo processo richiede che la società italiana, in una riscossa di volontà, affronti il problema dell'espansione dell'offerta reale con mezzi meno facili e illusori della mera sollecitazione dalla domanda monetaria.

Nella misura in cui la Banca centrale non disponga di riserve valutarie atte a contrastare i possibili utilizzi della liquidità per scopi improduttivi che si innestano su politiche monetarie espansive, l'economia è esposta a crisi di cambio per fatti imprevedibili, alcuni dei quali altrimenti irrilevanti, che si aggiungono agli squilibri latenti.

Questi squilibri sono stati esaltati dal gravame che la moltiplicazione per quattro del prezzo del petrolio e gli aumenti delle materie prime hanno imposto ad un sistema economico sul quale nel corso degli anni si erano venuti cumulando gli effetti di indebolimento delle strutture e di abbassamento dei rendimenti.

Anche quando saranno raggiunti gli obiettivi del programma energetico nazionale, la cui realizzazione è prevista in un decennio e che è ancora nella fase di discussione, il risparmio valutario per le importazioni di fonti di energia, calcolato ai prezzi correnti, non sarà molto superiore alla terza parte dell'attuale disavanzo petrolifero. E' necessario quindi trovare compenso alla parte non eliminabile, attraverso l'espansione delle esportazioni e il contenimento delle importazioni di altri beni.

L'intervenuto deprezzamento del cambio fornisce margini di manovra per procedere lungo questa linea. Ma i suoi effetti saranno presto riassorbiti se lo slittamento inflazionistico non verrà frenato con altre azioni di politica economica; in un sistema in cui i redditi di lavoro sono altamente indicizzati, potrebbero anzi diventare perversi.

In passato il bilancio pubblico è stato chiamato a compensare gli squilibri nei conti economici delle imprese nascenti sia da una crescita salariale eccedente la produttività, sia da un aumento difforme di quest'ultima per settori e territorialmente. I margini dell'azione pubblica di intervento furono considerati ampi dal lato della domanda, dati i livelli insoddisfacenti nell'utilizzo dei fattori produttivi e in particolare del lavoro. Ma un'azione di stimolo della domanda monetaria avrebbe dovuto tener conto di una duplice esigenza: la transitorietà dell'intervento e la flessibilità della sua misura. Ciò non è avvenuto; ne sono derivate una più rapida vulnerabilità ciclica della bilancia dei pagamenti ed una dipendenza cronica dal bilancio pubblico di ampie zone dell'occupazione, con alterazioni permanenti delle forme di mercato e, in ultima istanza, dell'efficienza del sistema economico, per la presenza di imprese sussidiate.

Osservando l'esperienza inglese è stato affermato che l'occupazione può essere sostenuta solo creando le condizioni per l'« autofinanziamento » dei posti di lavoro, cioè facendo in modo che il loro costo sia almeno coperto dal valore di mercato del prodotto ottenuto. Ogni volta che il principio è violato, il posto di lavoro viene economicamente distrutto. Se interviene lo Stato, ne deriverà prima o poi una maggiore imposizione fiscale o l'inflazione; se interviene l'impresa, ne conseguirà un suo indebolimento patrimoniale o il trasferimento dell'onere sui finanziatori o, ancora, una spinta all'inflazione.

La ripartizione dei posti di lavoro tra quelli che si autofinanziano e quelli che sollecitano imposte per essere mantenuti mostra l'insufficienza interpretativa delle posizioni di coloro che spiegano la crisi in chiave di squilibrio salariale e di quelli che ritengono dominanti gli effetti inflazionistici e di « spiazzamento » della spesa privata prodotti dall'eccessivo disavanzo pubblico. L'interpretazione della crisi viene ricondotta ad un denominatore comune: i modi di impiego della forza lavoro. La spesa pubblica e il salario sono quindi reinterpretati in funzione degli effetti reciproci, cioè degli stimoli che l'una variabile invia all'altra, e che entrambe irradiano sulla solidità della base di impiego del lavoro.

Astraendo dai pur rilevanti problemi della dimensione e della composizione della spesa pubblica, per ricondurci sul terreno della definizione di comportamenti i quali, in un contesto di stabilità monetaria, rimuovano gli ostacoli allo sviluppo e ricreino le condizioni per l'accumulazione e per la valorizzazione delle capacità produttive, riteniamo di dover enunciare due regole: che la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto non ecceda quella dei paesi concorrenti sui mercati internazionali e che la creazione di base monetaria a fronte della spesa della pubblica amministrazione proceda secondo linee di sviluppo non dissimili da quelle seguite dagli stessi paesi.

Nel più recente passato l'economia italiana si è troppo discostata dal rispetto di queste norme. Infatti, nei sei anni che vanno dal 1970 al 1975 i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria sono aumentati del 137 per cento, misura che eccede quella di tutti gli altri maggiori paesi: 107 per cento nel Regno Unito, 84 in Giappone, 75 in Francia, 51 in Belgio, 43 nella Germania federale, 40 nei Paesi Bassi, fino a un minimo del 29 per cento negli Stati Uniti. Nello stesso periodo il contributo del settore statale alla crescita della base monetaria complessiva è ammontato al 238 per cento, contro l'87 del Giappone, il 48 degli Stati Uniti e il 6 della Germania federale; una misura dell'eccesso monetario che si è venuto a determinare sul nostro mercato per effetto del comportamento del settore statale è data dalla crescita complessiva di base monetaria: in Italia essa è stata del 194 per cento, in Giappone del 167, negli Stati Uniti del 48 e in Germania dell'86.

I modi in cui il sistema attuale può riavvicinarsi al rispetto di queste regole, sulle quali converge ormai un largo consenso, possono essere vari e sono stati oggetto di esame in diverse sedi.

In materia di crescita delle retribuzioni si è dibattuto recentemente sulla compatibilità degli effetti congiunti della scala mobile e dei rinnovi contrattuali. La scala mobile è sorta come strumento di attenuazione della conflittualità salariale, in quanto dovrebbe garantire al lavoratore il potere di acquisto e all'imprenditore più stabili prospettive di programmazione aziendale. Questa finalità è in larga parte vanificata da forme di contrattazione permanente; inoltre è contraddittoria l'indicizzazione di eventi inflazionistici di origine esterna, quali quelli determinati dall'aumento del prezzo del petrolio e delle materie prime, o voluti dalla politica economica, quali l'aumento dell'imposizione indiretta, il cui effetto nel breve periodo è necessariamente quello di ridurre

il potere di acquisto dei redditi del paese. Il mantenere immutato, in situazioni come la presente, il modo di operare della scala mobile determina sul rapporto di cambio della lira uno stato permanente di squilibrio per i nessi tra deprezzamento e inflazione e richiede, per annullare il disavanzo dei conti con l'estero o attenuare il tasso d'inflazione, una contrazione del prodotto interno maggiore di quella che si avrebbe in assenza del meccanismo stesso; in ultima istanza, un peggioramento delle condizioni dei lavoratori ancor più grave di quello che gli eventi impongono.

Uno studio effettuato in Inghilterra, a supporto del « patto sociale » là concordato, dimostra che, sotto le ipotesi di costanza della spesa pubblica e di flessibilità del cambio, una crescita salariale modesta (6 per cento) conduce a un tenore di vita più elevato di quello che si avrebbe nel caso di un aumento sostenuto (20 per cento). Diminuirebbero in particolare, nel secondo caso rispetto al primo, l'occupazione e il reddito reale disponibile: l'economia si muoverebbe « verso una situazione decisamente peggiore da qualsiasi punto di vista ».

Sul piano pratico, per una correzione delle distorsioni che la scala mobile provoca in situazioni di grave squilibrio, si potrebbe ipotizzare che una volta effettuate da parte degli organi tecnici le previsioni annuali sull'andamento, comparato internazionalmente, delle principali grandezze ed una volta definite le scelte di politica economica, venisse concordato con le confederazioni sindacali il tasso di inflazione di riferimento compatibile con il rispetto della regola di crescita salariale. qualora nel corso dell'anno il tasso dell'inflazione assumesse un ritmo superiore a quello di riferimento, il punto di scala mobile dovrebbe essere alleggerito o differito, tutelando peraltro le classi di reddito più basse.

Già questo meccanismo allenterebbe la pressione che gli eccessi retributivi scaricano, attraverso i bilanci dissestati delle imprese, sull'erario. Tuttavia, presupposto di una efficace applicazione della regola salariale è una azione diretta sul disavanzo pubblico per ridurre gli effetti inflazionistici. Di questa azione occorre distinguere gli aspetti aventi un'incidenza diretta sull'economia reale, come in particolare la premienza da dare agli investimenti sociali a scapito di altre spese pubbliche, da quelli che riguardano i mercati monetari e finanziari. Limitando l'analisi a questi ultimi, occorre procedere ad una periodica verifica di tendenza della creazione monetaria per conto del settore pubblico, con una programmazione dei flussi che non si limiti al fabbisogno finanziario

netto ma si estenda alla considerazione del rinnovo del debito pubblico, specialmente di quello fluttuante; e della alimentazione della liquidità che ne può derivare.

Qualora la spesa pubblica in disavanzo o il mancato rinnovo del debito a breve determinino situazioni di eccesso monetario rispetto alle linee di tendenza prevalenti nel resto del mondo interessato al nostro commercio, il controllo del rapporto di cambio richiede che il settore direttamente produttivo venga razionato, cioè che il suo fabbisogno finanziario sia solo parzialmente soddisfatto. La riduzione del volume del credito che resta disponibile per il settore produttivo e l'innalzamento del suo costo registreranno l'incidenza negativa sull'investimento privato derivante dall'indebitamento pubblico. Al fine di limitare tali effetti negativi occorre dare una maggiore elasticità congiunturale al bilancio pubblico dal lato delle spese e, ove ciò non sia possibile o sufficiente, da quello delle entrate. L'aliquota delle imposte dirette dovrebbe essere manovrata in funzione del realizzarsi degli obiettivi fissati in materia di prezzi e di bilancia dei pagamenti nell'ambito delle concertazioni riguardanti la crescita salariale.

Il disavanzo corrente della pubblica amministrazione è attualmente pari a circa il 6 per cento del reddito nazionale netto; esso assorbe circa un terzo del risparmio delle famiglie. La parziale distruzione del risparmio delle famiglie operata dal disavanzo corrente della pubblica amministrazione e, in misura minore, la caduta del risparmio d'impresa fino a livelli ormai anch'essi negativi, sono alla radice della paurosa contrazione del risparmio nazionale netto: dal 22 per cento del reddito nazionale netto nel 1960, al 19 dieci anni dopo, al 16 nel 1973, al 12 nel 1975.

In siffatte condizioni non può ipotizzarsi un'azione sufficientemente rapida di contenimento del disavanzo senza passare attraverso un riesame in Parlamento di spese deliberate allorché il quadro di riferimento era ben diverso da quello critico in cui attualmente si trova l'economia italiana. E' parte essenziale di questo riesame la riconsiderazione dei disavanzi nelle gestioni e nei servizi pubblici, distinguendo, tra i servizi, quelli a carattere sociale, il cui costo deve essere coperto prevalentemente con l'imposizione fiscale, e gli altri, per i quali l'adeguamento delle tariffe al costo deve valere come regola. La società, attraverso i suoi rappresentanti, deve, coerentemente con i suoi obiettivi, far cessare la distruzione, che avviene per questo canale, di risparmio altrimenti applicabile al miglioramento delle infrastrutture sociali e delle attrezzature produttive.

### Un sistema creditizio imbrigliato.

Dall'inosservanza, nella politica di bilancio e in quella retributiva, di regole compatibili con la stabilità monetaria, derivano due conseguenze. La prima, che la capacità del sistema creditizio di operare come meccanismo di allocazione delle risorse è menomata; la seconda, che l'autorità è indotta a tentare di ristabilire quella compatibilità mediante interventi di carattere amministrativo. Il sistema creditizio viene investito da un processo che lo stringe in vincoli sempre più stretti e al tempo stesso lo sottopone a censura per l'altezza dei tassi e per l'orientamento degli impieghi.

L'esperienza ormai prolungata della inflazione ha distrutto l'illusione monetaria, e fatto sì che i tassi seguano meno lentamente il deprezzamento della moneta. Tuttavia l'adeguamento non è completo; i tassi reali degli ultimi tre anni sono stati da noi, salvo che per breve tratto di tempo, vicini a zero o negativi. In questa condizione, il sistema bancario agisce in effetti come un gigantesco meccanismo di redistribuzione della ricchezza finanziaria accumulata dalle famiglie a favore degli utilizzatori del credito, principalmente il settore pubblico e le imprese.

L'instabilità del mercato obbligazionario induce rischi di perdite per i possessori di titoli così come perdite possono insorgere negli impieghi a favore di imprese in precarie condizioni patrimoniali e di redditività; i prestiti a favore di enti e amministrazioni del settore pubblico, sebbene non diano tecnicamente luogo a casi di sofferenza, celano l'insidia non minore dell'immobilizzo. Gli elevati margini tra i tassi attivi e passivi delle aziende di credito riflettono anche il maggior rischio nel quale l'attività bancaria si svolge, e l'azione cautelativa che le aziende compiono, spesso di concerto, nella fissazione dei tassi. L'autorità di vigilanza ha peraltro, negli anni recenti, introdotto nuovi elementi di competitività intesi a sollecitare l'economicità delle gestioni bancarie, allargando la sfera di operatività delle aziende in senso sia spaziale sia temporale, attraverso le norme sulla competenza territoriale e sugli impieghi oltre il breve termine.

Circa l'orientamento del credito, è indubbio che in presenza d'inflazione e di deprezzamento del cambio nasce negli utilizzatori una più frequente convenienza a ricorrere al credito per usi speculativi come l'accumulazione di scorte o di altri beni reali, l'anticipo dei

pagamenti o il ritardo degli incassi in valuta. Tuttavia è estremamente difficile con gli interventi sceverare e colpire la componente speculativa delle gestioni industriali e commerciali senza recar pregiudizio agli aspetti propriamente produttivi.

Piú grave è la distorsione che viene imposta dal settore pubblico. Esso chiama la Banca centrale e le altre banche a finanziarlo, in un processo che crea base monetaria e la moltiplica nella creazione dei depositi. L'istituto di emissione e il sistema gonfiano i propri passivi, e dunque la liquidità dell'economia, acquisendo attività sulle quali non hanno esercitato scelta, e sacrificando il compito di distribuzione del risparmio tra impieghi alternativi.

Uno strumento nato per il temporaneo sostegno del finanziamento degli investimenti produttivi, quale il vincolo di portafoglio, sta consolidandosi in realtà acquisita. Auspichiamo che esso non venga allontanato dall'iniziale obiettivo per essere chiamato in soccorso di altri prenditori di fondi ai quali, a differenza degli istituti di credito speciale, non è impedito il ricorso diretto al mercato con l'emissione di titoli a breve. Restringendo l'area nella quale possono esplicarsi il comportamento spontaneo delle banche e l'azione della concorrenza, l'obbligo d'investimento in titoli entra in conflitto con l'intento delle autorità monetarie di promuovere lo sviluppo di un efficiente mercato monetario; questo infatti, mentre intensificherebbe la concorrenza sul mercato degli impieghi e della raccolta bancaria, potrebbe dar luogo a un piú rapido aggiramento dei controlli amministrativi.

Ancora, l'esperienza sofferta di controlli amministrativi, nelle forme del vincolo di portafoglio e dei massimali di credito, destabilizza le aspettative. Se ne è avuta la prova nello scorso gennaio, quando essa, in una sorta di riflesso condizionato, ha indotto nel mercato anticipate reazioni a misure amministrative di cui solo si paventava l'introduzione.

E infine, l'accrescimento negli attivi bancari della quota costituita da titoli a lunga scadenza, soprattutto ove concorra una esasperazione nella frequenza e nell'ampiezza di movimento dei tassi a breve, crea un'alterazione ciclica nel rapporto che in una ordinata gestione bancaria dovrebbe esistere tra il rendimento medio degli impieghi e quello della raccolta. Da ciò derivano seri problemi in termini di instabilità sia dei risultati del conto economico sia delle valutazioni patrimoniali. Questi problemi si farebbero piú gravi quando una parte dei rapporti di credito con la clientela venisse definita a condizioni tali

da irrigidire la struttura dei rendimenti dell'attivo oltre limiti compatibili con la variabilità del costo della raccolta a breve. Ad evitare questa conseguenza, in alcuni casi importanti di conversione nel tempo di debiti verso banche l'organo di vigilanza ha subordinato il suo assenso alla condizione che venisse concordato un tasso attivo variabile con riferimento ai tassi del mercato monetario. Il corso successivo dei saggi di interesse ha confermato che si trattava di un criterio di elementare prudenza.

L'esercizio dell'azione di controllo offre costante motivo di riflessione circa gli assetti che devono porsi a base di una corretta gestione del credito.

Uno dei problemi che si presentano riguarda il volume dell'intermediazione bancaria. La dissociazione tra i centri di formazione del risparmio e quelli dell'investimento o della spesa, la preferenza per attività immuni dalle variazioni dei corsi, la protezione contro il rischio dell'insolvenza bancaria offerta ai depositanti, la concorrenza per l'acquisizione dei depositi, le condizioni fiscali e generali che limitano l'apporto di capitale di rischio, sono da annoverare fra i fattori che in Italia hanno dilatato l'intermediazione bancaria in una misura che non trova riscontro in altri paesi. Un eccesso di attività liquide e un difetto di riserve valutarie formano lo scenario più probabile di crisi del cambio. E poiché il sistema bancario è chiamato a subire gli interventi di crisi, esso non dovrebbe vedere con sfavore lo svilupparsi di circuiti alternativi di finanziamento, ma attivamente promuoverli facilitando, con la sua capacità di contatto coi risparmiatori, un collegamento diretto tra questi ed i prenditori di fondi. Il nuovo modo di emissione dei buoni ordinari del Tesoro, contribuendo a rendere molte aziende di credito più sensibili alla esigenza di una razionale gestione della tesoreria, stimola la concorrenza bancaria. Che questa oggi cominci a manifestarsi attraverso cessioni di buoni al pubblico è fatto positivo, come è positivo l'altro, che la politica dei tassi passivi abbia ricondotto la composizione della raccolta verso una minor quota della sua componente più direttamente monetaria.

Su un piano più largo, poiché il vincolo della bilancia dei pagamenti condiziona anche nei prossimi anni le possibilità di crescita della domanda interna, l'attuazione dei programmi di ristrutturazione (piano energetico, riconversione industriale, ammodernamento agricolo) potrà richiedere un aumento del tasso di risparmio, realizzabile sia attraverso l'incremento del risparmio pubblico e dell'autofinanziamento

delle imprese, sia mediante una piú elevata propensione al risparmio delle famiglie. Fra gli strumenti atti a favorire la formazione del risparmio ed una sua efficiente allocazione, un importante ruolo potrà essere svolto, soprattutto in presenza di elevate aspettative inflazionistiche, dal perfezionamento e dall'arricchimento della gamma degli strumenti finanziari.

Oggetto di riesame in varie sedi è stato lo scorso anno il problema dei regimi di proprietà delle aziende di credito. La varietà degli assetti, che, a somiglianza di quello di altri paesi, il nostro sistema creditizio presenta, salvaguarda la funzione allocativa. Che, in questa varietà, le aziende di credito siano soggette ad un'autorità di controllo unica è, d'altra parte, una garanzia di coerenza offerta dall'attuale ordinamento istituzionale, alla quale proposte legislative tendono a pervenire anche in altri paesi. Se le direttive e gli impulsi trasmessi alle istituzioni creditizie dalle autorità di controllo venissero differenziati in funzione del regime della proprietà, facendo dipendere le diverse categorie di aziende da diverse autorità di controllo, o differenziando i principi ispiratori dei controlli, l'unicità di indirizzo della politica creditizia verrebbe perduta.

Questo criterio vale in particolar modo per le aziende di credito che, in varie forme giuridiche, rientrano nella sfera pubblica, cioè quella stessa nella quale si esercita la funzione di indirizzo e di controllo. In linea generale, la coesistenza di imprese pubbliche e private in un medesimo settore di attività economica non implica né che l'interesse pubblico alla disciplina di quel settore debba limitarsi al segmento di esso che è in mano pubblica, né che l'azione di controllo debba identificarsi con l'esercizio del diritto di proprietà. Soprattutto quando si desideri mantenere la coesistenza fra diversi assetti, l'esercizio unitario della funzione di controllo e di indirizzo potrà assicurare la distinzione tra un momento politico-economico ed un momento economico-tecnico, senza la quale verrebbe meno la parità delle condizioni operative.

Di piú delicata determinazione sono i criteri e gli obiettivi che dovrebbero informare l'esercizio del credito da parte degli istituti e delle aziende di credito di proprietà pubblica. Alla domanda se questi debbano privilegiare, nella concessione del credito, imprese del medesimo gruppo cui appartengono, non può essere data altro che risposta negativa. Se in una gara di appalto di un'opera di pubblica utilità risultasse assegnataria non l'impresa che presenta il progetto migliore od il piano di

attuazione piú economico, ma quella che è di proprietà dello Stato, si farebbe indebitamente prevalere una logica di gruppo in una materia di pubblico interesse.

Problemi analoghi si pongono anche per le aziende di credito che, rientrando nella sfera della proprietà privata, sono controllate da gruppi finanziari e industriali. Il fenomeno delle banche di gruppo, tipico degli ordinamenti creditizi di altri paesi, si è andato accentuando in Italia negli anni recenti. Proprio perché nasce in un sistema nel quale si sono ridotte le capacità di autofinanziamento delle imprese, esso presenta anche i pericoli che abbiamo sopra delineato per le aziende di credito che rientrano in gruppi di proprietà pubblica. Nell'esaminare le domande di autorizzazione a concedere fidi eccedenti i limiti consentiti, la Banca d'Italia presta una particolare attenzione a questi pericoli.

Il frequente ripetersi di fasi di stretta monetaria ha sottoposto gli istituti di credito speciale, ed in particolare quelli non collegati con aziende che raccolgono risparmio a breve, a ricorrenti difficoltà di provvista non sanabili con la piú accorta delle politiche di tesoreria, e che incidono quindi dannosamente sulla continuità del flusso di finanziamento degli investimenti. Il vincolo di portafoglio è stato inteso a gettare un ponte tra l'impiego a lunga e la raccolta a breve mediante una duplice intermediazione. Occorre riflettere ai modi e ai limiti in cui sia opportuno porre in atto legami organici tra istituzioni creditizie di diverse categorie che rendano l'operatività del sistema meno dipendente da vincoli amministrativi.

Problemi si pongono anche per le aziende di credito caratterizzate da un assetto proprietario frazionato: tra queste, le cooperative di credito sono state interessate, nel 1975, da progetti di riforme riguardanti la piú generale disciplina della cooperazione. In proposito, e proprio per le considerazioni che abbiamo svolto sopra, il nostro Istituto non ha mancato di far presente nelle sedi competenti l'unità della funzione creditizia, la quale, pur nel rispetto delle diversità strutturali delle singole banche e categorie di banche, postula il mantenimento dei vigenti assetti di controllo e di indirizzo da parte dell'autorità monetaria.

La revisione delle leggi speciali riguardanti le due categorie di cooperative di credito potrebbe realizzare il contemperamento delle esigenze di sviluppare la mutualità e di ridefinire gli ambiti operativi delle aziende bancarie di minori dimensioni con quelle di mantenere

strutture patrimoniali adeguate e di sviluppare l'accumulazione del risparmio nella forma di capitale di rischio di imprese bancarie a larga partecipazione popolare.

Quando la cornice operativa non sia profondamente alterata dall'inflazione, l'avviare il risparmio verso quegli impieghi a breve termine che le prospettive di profitto delle imprese e le garanzie offerte dal cliente facciano apparire come più raccomandabili è opera nella quale non riteniamo che alcuna norma o indirizzo possa sostituire utilmente l'apprezzamento di chi amministra gli istituti di credito. Non possiamo quindi associarci alle richieste che, fuor di ogni riferimento alla ripresa inflazionistica in atto, si rinnovano da varie parti perché, oltre i vincoli già operanti, siano impartite norme di selezione anche nell'area del credito a breve. Nell'affrontare il problema, la Relazione sull'anno 1963 osservava che l'azione di orientamento dell'attività economica da parte dei pubblici poteri trova la sua collocazione più appropriata nel momento delle decisioni di investimento. Per questa azione lo Stato dispone di numerosi strumenti, finanziari e non finanziari; se essa è efficace, verrà poi naturalmente assecondata anche da una distribuzione del credito di esercizio ispirata ai normali principi operativi delle banche. Ulteriori criteri di selettività applicati alla sfera del credito bancario potrebbero, anziché rafforzare il sistema degli interventi, renderlo contraddittorio. Concludeva dunque che « nella strategia economica di uno Stato moderno, il controllo qualitativo del credito bancario debba classificarsi tra i dispositivi di riserva e che esso debba essere usato moderatamente in talune situazioni congiunturali, piuttosto che costituire una componente permanente della politica del credito ». Non ci sembra che in questi anni siano state proposte idee che invalidino la logica di quelle argomentazioni, mentre anzi conforta constatare che esse sono state autonomamente riprese da altri. Il ricorso a misure selettive del credito a breve, fatto nella emergenza del 1973-74, ha messo in luce difficoltà di applicazione a volte superiori a quelle previste allora.

Tra i mezzi dei quali le autorità dispongono per indirizzare gli investimenti, vi è il controllo selettivo attuato attraverso le autorizzazioni amministrative all'emissione dei titoli a reddito fisso. La recente estensione di questa disciplina alle cartelle fondiarie è un importante contributo di completezza e di coerenza agli strumenti della politica selettiva.

## La Banca e la collettività.

I compiti attribuiti alla nostra Banca si pongono come strumenti per realizzare fini che interessano la collettività.

Si compiono in questi giorni cinquant'anni da quando il ruolo di interesse pubblico della Banca d'Italia trovò la sua consacrazione sul piano formale dell'ordinamento giuridico. Infatti, nel 1926 la Banca d'Italia venne riconosciuta come unico istituto regolatore della circolazione monetaria sotto la vigilanza degli organi governativi e parlamentari, ed insieme a questa funzione di banca centrale le si attribuirono compiti di controllo sulle aziende di credito in appoggio ai poteri di intervento riconosciuti ai dicasteri già competenti in materia.

Furono con ciò conferiti alla Banca d'Italia, che aveva struttura giuridica di società per azioni, poteri intesi a soddisfare finalità pubbliche sia per quanto concerne la liquidità del sistema sia per quanto concerne la correttezza della gestione delle banche.

Questo modello organizzativo di ente a struttura bancaria, dotato di autonomia negoziale, chiamato a svolgere funzioni pubbliche in ausilio ad organi tipici dell'apparato burocratico dello Stato, venne solo parzialmente utilizzato dieci anni dopo nella legislazione del 1936 che portò all'attribuzione a due enti separati delle funzioni di banca centrale e di vigilanza bancaria ma che prevede per l'Ispettorato una struttura organizzativa agile e non burocratica. Ponendo il Governatore a capo dell'Ispettorato, il legislatore mantenne nondimeno un collegamento tra l'esercizio delle funzioni di banca centrale e di vigilanza e cercò di evitare che prevalesse un controllo amministrativo sull'attività bancaria orientato lungo linee meramente formali e repressive.

Trascorso un altro decennio, la legislazione del 1936 fu oggetto di approfondito dibattito in sede di Commissione economica presso il Ministero per la Costituente. In quella sede si espresse un giudizio positivo sulla legge bancaria e sugli effetti da essa prodotti, ma si avvertì per la vigilanza l'esigenza di un maggior « controllo sostanziale » da parte di un organo posto in condizioni di esercitare la propria funzione con la massima obiettività mediante il necessario riconoscimento ad esso di uno spazio di autonomia decisionale che consentisse di realizzare l'azione di controllo con criteri essenzialmente tecnici. Si ritenne che dovesse essere chiamato ad esercitare la funzione diretta di controllo del

credito l'istituto di emissione per « le esigenze di prontezza di decisione volute dall'attività creditizia ». Si affermò infatti, in quella sede, che « per attività, ordinamento e funzionamento » la Banca d'Italia si dovesse riconoscere più vicina di altri organismi alle aziende e agli istituti di credito, in relazione ai suoi quotidiani contatti con essi e alla sensibilità ai loro bisogni, e pertanto si ritenne che, ove le si fosse mantenuta una sufficiente autonomia, essa avrebbe potuto provvedere ad ogni occorrenza di vigilanza.

A tal fine si reputò che dovessero essere « devolute all'Istituto di emissione tutte le facoltà già demandate dalla legge del 1936 all'Ispettorato del credito », e si ritenne altresì che dovesse rimanere, per la Banca, la struttura organizzativa conferitale con la riforma del 1936, la quale le lasciava un'operatività che garantiva la sua capacità di interpretare i bisogni del mercato. Si riconosceva, infatti, che la sua struttura organizzativa dovesse essere difesa « per il suo carattere di medietà tra il pubblico e il privato, che la rende sensibile alle direttive del Tesoro, ma le conserva una relativa autonomia, che la pone in grado di svolgere con continuità la sua funzione di organo regolatore del mercato monetario ».

Si riaffermava in tal modo per la Banca la necessità che essa salvaguardasse il modello organizzativo ricevuto nel 1936: il modello di un ente collegato alla volontà degli organi statali, e perciò pubblico, che, agendo con poteri negoziali, è in grado di garantire la propria autonomia e, attraverso questa, la sua funzione.

Si intendeva attribuire la vigilanza sul settore creditizio ad un ente così organizzato poiché si riteneva che « nel presupposto del mantenimento dell'attuale ordinamento economico della società, lo Stato non dovrebbe proporsi di esercitare con organi propri un'attiva e diretta ingerenza nel funzionamento delle aziende di credito » e che, pertanto, l'intervento dello Stato per la manovra del credito e degli investimenti si giustifica « come azione generale di difesa della base obbiettiva della moneta ».

Seguendo queste linee, si giunse nel 1947 alla definitiva soppressione dell'Ispettorato e all'attribuzione dei relativi poteri ad un ente pubblico, quale la Banca d'Italia, che fosse istituzionalmente in grado di filtrare nel sistema creditizio le concrete finalità pubbliche di tutela del risparmio e di esercizio del credito provenienti dalle autorità di governo e di svolgere un'azione regolatrice del mercato monetario e dei flussi creditizi secondo linee di produttività; essa, mantenendo la pro-

pria autonomia di gestione, avrebbe posto l'azione di vigilanza al riparo da pressioni esterne, sia politiche sia provenienti dallo stesso settore bancario. Con la legge del 1947 si affermava definitivamente quella impostazione che fu l'essenza della legge del 1936, e che si era manifestata fin dalla legislazione del 1926, in una linea di sviluppo che va da Stringher a Menichella.

L'autonomia negoziale così conferita dall'ordinamento alla Banca d'Italia attraverso l'attribuzione di poteri per lo svolgimento della funzione di banca centrale ha immediato riflesso sull'ambito e sul contenuto dei poteri amministrativi attribuiti all'Istituto in materia di vigilanza bancaria, e viceversa questi ultimi poteri accrescono i primi e li definiscono su un piano più propriamente pubblicistico. Di qui l'avvertito dovere di elaborare, con un costante impegno di riflessione e di analisi, generali parametri di riferimento che esplicitino gli indirizzi perseguiti per lo svolgimento di ambedue le funzioni.

Per quanto concerne l'attività di vigilanza questa, nel vigente quadro istituzionale, deve essere coerente con l'impostazione generale che si dà all'attività di politica monetaria, in quanto si è voluto che esse fossero tra loro collegate attraverso un unico soggetto giuridico, la Banca d'Italia, attributario della loro gestione. Il ricorso a strumenti amministrativi di controllo come i vincoli di portafoglio e i massimali di credito ha dato la misura, di recente, del legame tra politica monetaria e assetti di bilancio delle aziende di credito.

L'azione di vigilanza richiede alla Banca d'Italia uno stretto contatto con le aziende e una capacità di immedesimarsi nella vita e nelle prospettive delle stesse per apprestare efficaci interventi nel rispetto delle regole di un dovuto procedimento amministrativo.

L'elaborazione di indirizzi e criteri, in riferimento ai poteri autorizzatori dell'Istituto, è un processo aperto che si applica a materie come quella della istituzione di nuovi sportelli bancari, degli investimenti immobiliari, delle assunzioni di partecipazioni da parte delle banche al capitale di altre aziende, che vengono autorizzate solo se rientranti tra quelle indicate nelle direttive del Comitato interministeriale.

Anche per l'erogazione del credito di ultima istanza è opportuno che, nell'esercizio della propria autonomia, l'istituto di emissione si uniformi a parametri che assicurino la razionalità e la trasparenza del suo comportamento. L'azione di governo della liquidità si diffonde attraverso i cerchi concentrici di un sistema di relazioni, nel quale i

conti interbancari rappresentano lo strumento tecnico di collegamento: le aziende minori usando depositare le proprie eccedenze di liquidità presso gli istituti di categoria e le aziende maggiori, che a loro volta intrattengono analoghi rapporti con la banca centrale. Questa, considerando tale realtà, svolge le proprie operazioni di impiego soprattutto verso gli istituti che sono gestori della liquidità del sistema.

Della struttura del sistema, e di come essa si è andata evolvendo negli ultimi anni, dovrebbe tenersi conto anche nella fissazione del costo del credito di ultima istanza. Per molti anni il passaggio di fondi tra aziende di credito avveniva secondo rapporti bilaterali, spesso consolidatisi al riparo da stimoli concorrenziali; i tassi di mercato monetario erano scarsamente significativi ed il costo del rifinanziamento rimase stabile. Stimolata anche dall'ingresso sul mercato di nuovi intermediari finanziari, la ricerca di una più efficiente gestione di tesoreria ha in seguito sviluppato una concorrenza che tende a fare del tasso interbancario un indicatore delle condizioni di liquidità. In questa nuova condizione è opportuno che i tassi di intervento della banca centrale, compresi quelli ufficiali, acquistino a loro volta maggiore mobilità così da non perdere il collegamento con i tassi del mercato monetario.

\* \* \*

A monte di questi aspetti distributivi, si pone il problema maggiore della nostra stessa partecipazione al processo della creazione di moneta.

Negli ultimi anni, il disavanzo pubblico e la spinta delle retribuzioni, insieme presi, hanno assunto in questo processo un ruolo dominante, relegando l'Istituto di emissione in una situazione che si caratterizza sia per la quasi estraneità operativa ai flussi di alimentazione della massa monetaria sia per lo scarso inserimento nel processo decisionale che mette capo alla definizione del disavanzo e della dinamica salariale.

Già nella relazione sul 1946 Luigi Einaudi aveva evocato, con l'immagine del fato, il ricorrere di condizioni che costringevano l'istituto di emissione a « crescere la circolazione o creare il caos economico. Mali amendue, ma di gran lunga peggiore il secondo ». E Guido Carli, nella relazione sul 1973, ponendosi l'interrogativo se la Banca avrebbe potuto rifiutare il finanziamento del disavanzo, rispondeva che al rifiuto sarebbero seguiti la paralisi delle istituzioni, il caos amministrativo.

Ma se in presenza di dissesto finanziario e di inflazione salariale il controllo della massa monetaria deve essere abbandonato per evitare, almeno nell'immediato, mali maggiori, da ciò si evince che l'istituto di emissione dovrà battersi per la stabilità monetaria su fronti più lontani. Dovrà cioè documentare, argomentare, ammonire prima di tutto perché le condizioni che determinano gli stati di necessità descritti da Einaudi e da Carli non abbiano a prodursi. Rivolgendosi all'opinione, alle forze politiche e sociali, avverrà che esso riesca molesto ai destinatari e procuri a se stesso l'amarezza di risposte evasive od insofferenti; ma il cercare di convincere quelle forze a non abusare del loro dominio ultimo sulla moneta è un modo di essere cui la banca centrale non può rinunciare senza tradire il suo ruolo.

In taluni paesi, la legislazione le offre una adeguata base giuridica assegnandole espressamente il compito di tutelare la stabilità monetaria. Così in Germania la legge assegna alla Bundesbank lo scopo di difendere la moneta, *die Währung zu sichern*; in Olanda la legge chiama la banca centrale a stabilizzare la moneta; in Svezia, la banca risponde direttamente al Parlamento.

Un interessante accenno in ugual senso si è avuto da noi lo scorso febbraio con la formulazione di un programma economico di governo nel quale si affermava che « una volta definito il volume di creazione di liquidità, l'istituto di emissione possa attuare i suoi programmi senza la preoccupazione di assicurare in ogni momento i mezzi necessari alla gestione di Tesoreria ».

Tuttavia i brillanti risultati conseguiti dalla Germania e dall'Olanda in termini di stabilità e di sviluppo, piuttosto che alle formulazioni legislative, debbono ascrivere a un clima di opinione che al maturarsi dell'analisi e dell'esperienza ha cessato di assegnare al disavanzo durevoli effetti espansivi, o agli aumenti nominali delle retribuzioni effetti migliorativi della condizione della classe operaia in termini di reddito reale e di occupazione. Una visione ugualmente disincantata sta facendosi luce in Inghilterra e negli Stati Uniti.

Il nostro paese soffre invece, oggi specialmente, di una obiettiva alleanza che promuove e sostiene l'inflazione, stretta tra le forze politiche e sociali: quelle che definiscono il contenuto del bilancio e quelle che definiscono il contenuto dei contratti di lavoro.

Il disavanzo dello Stato genera, pur in presenza di altissimi tassi d'interesse, un volume di liquidità che tende ad eccedere le dimensioni corrispondenti al fabbisogno totale dell'economia in una situazione che

non sia accesa inflazionistica. Esso esercita l'effetto diretto di espandere il flusso dei redditi monetari nelle aree dell'impiego pubblico e dei trasferimenti, e quello indiretto di immettere nel circuito monetario una liquidità sufficiente a finanziare una crescita inflazionistica nei redditi da lavoro e di riflesso negli altri.

Nell'ipotesi di equilibrio del bilancio, la compatibilità tra l'espansione del flusso dei redditi monetari e la liquidità del sistema dovrebbe realizzarsi o con avanzi della bilancia dei pagamenti o con il ricorso delle banche all'istituto di emissione. Questo si troverebbe a trattare con una molteplicità di banche sollecitanti il suo credito, anziché come ora avviene con un solo richiedente che è investito delle funzioni fondamentali del vivere civile e portatore della legittimità democratica. Le resistenze opposte dall'istituto di emissione alle banche verrebbero da queste trasferite alle imprese, e si farebbero valere nel processo di formazione dei prezzi e dei redditi.

In un contesto nel quale l'estensione nazionale dei contratti di lavoro protegge la singola impresa dagli impatti specifici delle concessioni salariali; nel quale l'industria presa nel suo insieme si sente in qualche modo protetta dalla concorrenza estera per la flessibilità del cambio; nel quale l'inflazione riduce il peso del largo indebitamento delle imprese; nel quale opera un vasto ed arrendevole settore pubblico, il disavanzo dello Stato crea in termini di liquidità la condizione permissiva di fondo dell'inflazione dei redditi.

Se questa analisi è valida, il primo passo in un processo che restituisca all'istituto di emissione un maggiore spazio di manovra deve essere compiuto nella direzione del contenimento del disavanzo dello Stato; e deve trattarsi di un passo sufficientemente lungo per ricondurre la creazione di liquidità per conto dello Stato sensibilmente al disotto del flusso complessivo di liquidità compatibile con il controllo dell'inflazione. L'istituto di emissione ritroverà allora un ambito nel quale far valere in sede operativa una visione che ricollochi la stabilità monetaria nella rosa degli obiettivi.

In questo anno in cui ricorre il bicentenario di due storici messaggi di libertà, vale ricordare un principio che è parte del nostro retaggio democratico. Esso si compendia nella massima: *No taxation without representation*. Il principio è violato dall'inflazione, che pone in atto nella nostra società un meccanismo redistributivo gigantesco e interamente arbitrario. In una visione di legittimità democratica, quel principio investe l'istituto di emissione del diritto-dovere di farsi assertore

delle ragioni della difesa monetaria, soprattutto in una congiuntura inversa a quella dello scorso anno, ossia caratterizzata, com'è l'attuale, da ripresa produttiva con instabilità monetaria.

*Signori Partecipanti,*

dalla sua costituzione la Banca ha attraversato vicende alterne, strettamente legate a quelle del Paese, sotto il duplice profilo delle strutture patrimoniali e del controllo della massa monetaria. Sotto entrambi gli aspetti, l'anno trascorso, al pari di quelli che lo hanno immediatamente preceduto, non è stato felice.

Nel bilancio consolidato Banca d'Italia-Ufficio italiano dei cambi, la struttura dell'attivo si è venuta modificando a scapito delle attività in valuta, mentre al passivo ha preso corpo un grosso indebitamento verso l'estero. Il bene pregiato, la valuta, è dunque piú scarso, od appare col segno sbagliato.

Nel controllo della massa monetaria, altre forze hanno preso il sopravvento rispetto all'influenza che possono esercitare le nostre normali operazioni d'impiego a favore delle banche, o gli avanzi, ormai lontani nel tempo, della bilancia dei pagamenti.

Di fronte a questi risultati deludenti, possiamo solo trarre conforto dalla coscienza della tensione di energie e del fervore con cui la compagine della Banca ha svolto e svolge i propri compiti nelle difficoltà dell'ora presente.

Una nuova, agguerrita generazione, attenta alle esperienze ed alle correnti di pensiero della comunità nazionale e internazionale, devota all'Istituto, e già ora largamente partecipe del processo decisionale, è pronta a svolgere con leale impegno il suo ruolo nel lungo ed aspro cammino che attende l'Italia sulla via del risanamento finanziario.

## CONSIDERAZIONI FINALI

*Signori Partecipanti,*

nell'anno decorso hanno lasciato l'Istituto il Vice Direttore Generale Antonino Occhiuto a fine giugno e il Direttore Generale Rinaldo Ossola a fine luglio. Entrambi provenivano da un gruppo di giovani assunti con selezione severa, intesa specificamente a rafforzare le strutture degli studi e della vigilanza, dopo la promulgazione della Legge bancaria e la costituzione dell'Ispettorato del credito. Di quel gruppo, alcuni hanno poi, in tempi vari, lasciato la Banca, cogliendo brillanti affermazioni nell'insegnamento universitario e nelle attività del credito.

1976

Rinaldo Ossola ha diviso il suo servizio tra le delegazioni all'estero e gli studi, sino alla chiamata nel Direttorio avvenuta simultaneamente a quella di Occhiuto nel 1969. Questi vari momenti della sua carriera hanno come elemento unificante il contributo da lui dato al rinnovamento del sistema monetario internazionale, grazie ad una forte capacità di elaborazione concettuale e di realizzazione. Idee, che spesso da lui hanno tratto origine, sono state dibattute nelle sedi internazionali e fissate in documenti che hanno costituito tappe importanti del progresso verso la conclusione di accordi internazionali. L'espressione maggiore di questa capacità di azione al servizio della cooperazione monetaria internazionale è la stesura del rapporto del 1965, che reca il suo nome, sulla creazione dei diritti speciali di prelievo.

Antonino Occhiuto ha trascorso i primi ventun anni della sua carriera nella funzione degli studi economici, in stretta, affettuosa colleganza di lavoro con chi in questo momento ha l'onore di ricordarne l'opera. Chiaro studioso di scienze sociali, ha coltivato nelle ricerche di demografia e statistica la sua rara capacità di allargare ad orizzonti temporali lontani lo sforzo di previsione e programmazione, applicandola sul piano operativo nel seguito del suo corso in Banca, prima in funzioni di organizzazione interna (segretariato, personale, ispettorato) poi in seno al Direttorio. Attento alla rilevanza formale dei problemi ed agli aspetti giuridici, entro la cornice così definita egli sapeva ricercare e situare, con fervore d'ingegno e di impegno morale, il luogo delle soluzioni

giuste, rispettose al tempo stesso dei criteri di pubblico servizio e di imprenditorialità, e nelle quali la severità amministrativa non è disgiunta dalla partecipe comprensione dei lati umani. La sua nomina a Direttore generale onorario premia un'opera generosa, che non solo è rimasta fedele ai valori dell'Istituto ma li ha arricchiti.

Rivolgiamo il nostro cordiale augurio a questi due uomini egregi, negli alti uffici ai quali sono stati chiamati.

I vuoti apertisi nel Direttorio sono stati chiusi mediante designazioni e deliberazioni sollecite ma ponderate ad ogni appropriato livello decisionale, concluse con la nomina a Direttore generale di Mario Ercolani, e con quelle a Vice direttori generali di Carlo Ciampi e Mario Sarcinelli. Nel giro di appena un anno, ossia tra l'agosto del 1975 e quello del 1976, il Direttorio della Banca si è rinnovato per tre quarti, esclusivamente con nomine interne, ed anche nella nuova formazione è composto da persone legate tra di loro da un vincolo di reciproca fiducia e lealtà cementato da molti anni di lavoro comune.

### La Banca.

Il compito di direzione della Banca si è venuto in questi ultimi anni modificando lungo linee che lo rendono al tempo stesso più impegnativo e meno gratificante.

Questo cambiamento attiene in primo luogo ad una mutata importanza relativa delle funzioni affidate alla Banca e degli strumenti con cui essa le assolve.

Per la funzione propria di banca centrale, ciò è posto in chiara luce, nelle situazioni patrimoniali della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi, dal dilatarsi dei crediti verso lo Stato, dal restringersi di quelli verso il sistema bancario e dall'instaurarsi, nei rapporti con l'estero, di una posizione netta debitrice in valuta la quale dà luogo a perdite patrimoniali di cui dirò in seguito. L'azione di governo della moneta da parte della Banca è in tal modo venuta decadendo, nel senso che si è ridotto il suo inserimento effettivo nel processo decisionale che mette capo alla creazione di base monetaria. Nello schema che ho proposto lo scorso anno in questa sede, e che è ancora attuale, la creazione di moneta è sollecitata dal disavanzo del settore pubblico e la sua fissazione nel sistema avviene ad opera della scala mobile e dei contratti di lavoro: la manovra elastica della massa monetaria, in par-

icolare attraverso gli sconti e le anticipazioni, è quasi cessata, e attende che una più severa politica di bilancio e dei redditi le ridia spazio. Per contro, si è venuta accrescendo l'azione che la Banca svolge come organo di polizia del credito, perché la nostra società, all'assottigliarsi della formazione del capitale, ha reagito intensificando gli interventi sul sistema degli intermediari finanziari piuttosto che migliorando le condizioni di formazione e di investimento del risparmio.

Il cambiamento attiene, in secondo luogo, alla Banca come comunità di lavoro. L'accentuarsi, nelle relazioni con l'ambiente economico, del momento della costrizione e il concentrarsi della creazione monetaria in poche decisioni, inevitabile quando questa avviene in contropartita di un unico debitore pubblico piuttosto che di una moltitudine di debitori privati, diradano il legame con i punti vivi della produzione e dell'investimento.

Il compito di amministrare e dirigere l'Istituto è reso più impegnativo anche dalle discontinuità e dalle tensioni che si creano nella gestione della nostra non meno che delle altre aziende per effetto della rapidità con cui mutano i valori sociali e si susseguono interventi legislativi a volte orientati in direzioni opposte, ed atti a creare in chiunque sia chiamato a prendere decisioni il senso di una indeterminatezza delle regole del gioco; ne derivano comportamenti cui mancano sufficiente spazio di riflessione e un quadro certo di riferimento. Per fare due esempi, la diffusione di titoli di studio sovente concessi con facilità mal si concilia con le esigenze di una appropriata selezione dei candidati all'impiego. Così ancora gli interventi legislativi, avvenuti o temuti, che hanno sollecitato in modo abnorme il ricambio del personale, specie nei gradi superiori, creano la necessità di adattamenti interni che, quando siano spinti oltre il ritmo compatibile con un'ordinata evoluzione, causano la distruzione di beni immateriali.

L'azione amministrativa poggia sulle strutture e l'Istituto non si dissimula la necessità di affinamenti nella propria organizzazione. Nel periodo più recente l'opera di revisione di norme e di prassi si è tra l'altro realizzata nella formale istituzione di un coordinamento tra le aree variamente competenti al perseguimento delle finalità della Banca e, all'interno dei Servizi, nell'attribuzione ai dirigenti intermedi di compiti collegiali consultivi e di specifiche funzioni per il coordinamento degli uffici. Nella stessa linea si opera per la politica degli organici e dell'addestramento, nel difficile momento di quasi totale ricambio di generazioni.

Intenta a mantenere i valori di professionalità del suo personale, la Banca ha introdotto ulteriori modifiche nel proprio ordinamento per consentire a tutti i meritevoli, quale che sia la carriera di appartenenza

iniziale, di competere per il raggiungimento di posizioni migliori; ma non ritiene di potere, senza ledere gli interessi del Paese e quelli dello stesso personale, rinunciare al principio della distinzione nell'attribuire ai piú idonei determinati compiti e connesse responsabilità, in una linea evolutiva che non deve portare alla lacerazione delle strutture.

Il richiamo a queste esigenze appare piú essenziale in una fase in cui il moto veloce e disordinato col quale si viene chiudendo il ventaglio dei redditi di lavoro dipendente, il malessere sociale, l'attenuato rilievo di alcune qualificanti funzioni d'istituto possono incidere sensibilmente sullo slancio di coloro che sono chiamati a compiti piú ingrati e piú onerosi in termini di carico di lavoro e di esercizio di responsabilità. L'apprezzamento verso il personale che con noi collabora costituisce anche invito a non abdicare agli oneri di un sensibile impegno civile.

La Banca affronta i problemi che la realtà le propone con una apertura ed un impegno conoscitivo dei quali offrono testimonianza il costante rapporto con interlocutori del mondo politico, amministrativo e scientifico, e l'ampio dibattito che precede anche all'interno l'adozione delle decisioni. Questa stessa adunanza è ormai una soltanto delle occasioni in cui la direzione dell'Istituto è chiamata a dar conto della sua azione globalmente o per singoli aspetti: e ciò nelle sedi governative, parlamentari e internazionali. E' però quella in cui essa può contare su una maggiore comunanza di esperienze, e quindi forse di sentire, con chi deve giudicarla.

### L'economia internazionale.

Nell'ambito dei principali paesi industriali, l'evoluzione economica è stata caratterizzata nel corso del 1976 dalla prosecuzione della ripresa produttiva e dal rallentamento dell'inflazione che erano già in atto al suo inizio.

Nella media dell'anno, i tassi d'incremento del prodotto nazionale lordo in termini reali si sono addensati intorno al 5-6 per cento; ha fatto eccezione il Regno Unito, dove l'aumento è stato inferiore all'1 per cento. L'occupazione è generalmente salita, senza peraltro comportare un sostanziale riassorbimento della disoccupazione.

Gli aumenti della domanda per consumi privati si sono collocati fra il 3 e il 6 per cento e la ripresa della domanda per investimenti fissi è proseguita generalmente a ritmo contenuto. Premute dalla spinta ascendente dei costi, le imprese hanno effettuato investimenti di razio-

nalizzazione, in cui è predominato il processo di sostituzione di macchinari alla manodopera.

Pur in presenza di un rafforzamento delle strutture finanziarie delle imprese, conseguente ad un ricupero dei margini di profitto e all'aumento delle emissioni azionarie, l'attività d'investimento non ha avuto slancio sufficiente a promuovere nella misura necessaria la riallocazione delle risorse imposta ai paesi industriali dal mutamento dei prezzi relativi fra le materie prime e i prodotti finiti. I motivi di questo torpore degli investimenti sembrano doversi ricercare nei livelli di capacità non occupata e nell'incertezza sull'evoluzione della domanda e dei prezzi assoluti e relativi, dovuta all'accresciuta instabilità dell'economia mondiale; per gli investimenti all'estero, nella fluttuazione dei cambi. Dove i disavanzi ingenti dei bilanci pubblici hanno ostacolato una lotta efficace all'inflazione, l'attività d'investimento è stata anche trattenuta dall'instabilità del quadro monetario, talora dello stesso quadro politico, e dall'assorbimento di risorse finanziarie nella copertura di quei disavanzi. Nei paesi in cui le politiche di restrizione monetaria e di bilancio sono riuscite ad ottenere un sensibile rallentamento dell'inflazione e a mantenere o accentuare la posizione di forza nei pagamenti esteri, hanno concorso a frenare la domanda d'investimento l'aumento del costo reale dei finanziamenti e il contenimento della domanda interna. Gli oneri elevati che questi paesi hanno sopportato nella fase di transizione verso condizioni di sviluppo non inflazionistico sono posti in evidenza dal fatto che tra il 1973 e il 1976 l'occupazione nell'industria manifatturiera è diminuita di quasi il 6 per cento negli Stati Uniti, dell'8 per cento in Giappone e dell'11 per cento nella Germania federale. La carenza, che dura da almeno un triennio, dell'attività d'investimento intesa ad ampliare le capacità produttive, spiega in parte le difficoltà che si incontrano nell'assorbire la disoccupazione. Nell'area OCSE questa sfiora i 16 milioni di unità, costituite per più del 40 per cento da persone al di sotto dei 25 anni.

La diffusa esperienza recente, di coesistenza fra l'inflazione e il ristagno, ha ridato dovunque spicco alla lotta contro l'inflazione tra gli obiettivi di politica economica; ma la diversità nell'energia usata e nelle resistenze incontrate ha reso il successo assai ineguale da paese a paese. Per quelli industriali, il tasso medio d'aumento dei prezzi al consumo è diminuito per il secondo anno di seguito, essendosi ragguagliato all'8 per cento, a fronte dell'11 e del 13 per cento nel 1975 e nel 1974, rispettivamente. Ma attorno al dato medio si è avuta una forte dispersione, con la Svizzera e la Germania federale al limite inferiore (1,7 e 4,6 per cento) e l'Italia e il Regno Unito nella posizione opposta (17 per

cento). D'altra parte, disuguale è la misura nella quale le singole economie, variamente caratterizzate sul piano della dotazione dei fattori e delle strutture produttive, sono state colpite dalla crisi di compatibilità fra le risorse prodotte e le richieste di reddito provenienti dall'interno ad opera dei gruppi sociali organizzati e, dall'estero, come effetto del peggioramento delle ragioni di scambio.

Nei paesi che hanno privilegiato il conseguimento della stabilità, il profilo congiunturale mostra un rallentamento graduale del ritmo di aumento dei prezzi e suggerisce l'esistenza di condizioni di fondo grazie alle quali le politiche di restrizione dell'espansione degli aggregati monetari hanno condotto ad una revisione verso il basso delle aspettative inflazionistiche e a comportamenti coerenti con la loro realizzazione.

Negli altri paesi, tra cui l'Italia, il profilo dei prezzi in corso d'anno mostra, invece, un rovesciamento di tendenza rispetto al rallentamento che si era delineato nel 1975. La politica di restrizione degli aggregati monetari tende a scontrarsi con rigidità le quali impediscono nel settore pubblico ed in quello privato la riallocazione delle risorse fra i vari usi, e quindi ritardano il processo che attraverso l'investimento produttivo mette capo all'aggiustamento esterno.

In alcuni paesi l'aggiustamento si è rivelato particolarmente faticoso anche perché non è stato possibile controllare la dinamica salariale in guisa coerente con un rapporto tra costi unitari e prezzi che, tenuto conto del peggioramento delle ragioni di scambio seguito alla crisi del petrolio, fosse in grado di approssimare il sistema economico alla sua linea di sviluppo potenziale. Allorché sono operanti meccanismi di indicizzazione formale o di fatto delle retribuzioni e fattori di rigidità nell'impiego, le politiche di restrizione degli aggregati monetari non riescono a conseguire effetti incisivi sul processo inflazionistico, scaricando invece il loro peso sul reddito reale e, in particolare, sugli investimenti.

Il quadro monetario ha influenzato nei singoli paesi il ciclo delle scorte, che è venuto accrescendo il suo peso nelle fluttuazioni dell'attività economica. Mentre nei paesi industriali più decisamente avviati verso il ripristino della stabilità monetaria l'influenza dominante su questa componente della domanda è rimasta quella esercitata dalle variazioni nell'attività produttiva, negli altri paesi una componente speculativa importante ne ha accentuato l'instabilità. In Italia, la domanda di scorte ha contribuito per oltre la metà all'aumento del prodotto nazionale lordo nel primo semestre del 1976; nel secondo, la partecipazione è stata nulla.

In economie di trasformazione fortemente integrate nella rete dei rapporti commerciali e finanziari mondiali, le impennate della domanda di scorte producono un subitaneo gonfiamento delle importazioni; per un sia pur breve lasso di tempo, il livello delle importazioni può spingersi molto al di là di quanto occorre ad alimentare con ritmo regolare il processo produttivo. La successiva correzione serve a ristabilire il quadro generale delle variabili reali dell'economia, ma non a cancellare le deformazioni apportate al quadro monetario: nel caso frequente in cui non intervengano movimenti stabilizzanti di capitali o nell'altro in cui vi sia difetto di riserve valutarie e quindi di interventi sul mercato dei cambi, il gonfiamento patologico delle importazioni si tradurrà nel deprezzamento del tasso di cambio.

Le persistenti difficoltà di bilancia dei pagamenti e le influenze destabilizzanti sugli scambi esteri non hanno impedito nello scorso anno una forte ripresa del commercio internazionale: con un incremento dell' 11 per cento, esso ha più che ricuperato il declino subito nell'anno precedente ed ha di nuovo conferito alla domanda estera una funzione propulsiva dell'attività economica sia nei paesi industriali, sia in quelli produttori primari.

Le variazioni nei saldi delle partite correnti delle principali aree mondiali nello scorso triennio manifestano l'azione di una forte componente ciclica. Il disavanzo corrente dei paesi dell'OCSE, che si era ridotto da 33 a 6 miliardi di dollari fra il 1974 e il 1975, è risalito, in concomitanza con la ripresa dell'attività economica, a 24 miliardi nel 1976. Contemporaneamente, l'avanzo dei paesi dell'OPEC, che si era dimezzato nella recessione del 1975, scendendo da 60 miliardi a 32, è risalito a 46 miliardi. La caduta dell'attività produttiva del 1975 aveva allargato il disavanzo dei paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio da 21 a 32 miliardi; la successiva espansione nei paesi industriali, insieme con misure specifiche volte a contenere le importazioni, lo ha ricondotto a 24 nel 1976.

L'evoluzione recente delle bilance dei pagamenti mostra che il riassorbimento del disavanzo petrolifero procede con lentezza maggiore del previsto. Le stime originariamente effettuate sulla sua durata ed ampiezza sono state recentemente rivedute in aumento a seguito del più lento progresso registrato dai paesi importatori nello sviluppare fonti alternative e risparmi di energia, e da quelli esportatori nell'assorbire l'avanzo corrente. Se l'eccedenza dell'area OPEC non potrà essere riassorbita che verso la metà degli anni ottanta, il problema del suo regolamento e quello dell'indebitamento dei paesi importatori, che ne costituisce l'altra faccia, possono assumere una dimensione cri-

tica specie se non si riuscirà ad ottenere, fra questi ultimi, una più soddisfacente distribuzione dei saldi delle partite correnti. A questo fine occorre che i paesi industriali eccedentari — quali il Giappone, la Germania federale, i Paesi Bassi e la Svizzera, che nel triennio hanno accumulato avanzi di partite correnti pari a 28 miliardi di dollari — pongano in atto politiche economiche volte a ridurre i loro avanzi. Questa riduzione deve essere ricercata ad un livello elevato di scambi che consenta ai paesi in via di sviluppo e ai paesi industriali con posizione di pagamenti debole di mantenere ampio il volume delle proprie esportazioni e quindi di alimentare lo sviluppo del reddito con un adeguato flusso di importazioni.

Nei tre anni seguiti al rincaro del petrolio, il finanziamento dei saldi delle partite correnti è avvenuto principalmente nelle forme a breve termine, con l'intermediazione del sistema bancario internazionale e, in particolare, delle banche americane, favorita dalla preferenza spiccata che i paesi esportatori di petrolio hanno mostrato verso investimenti a breve e a medio termine. Ne è seguito uno sviluppo senza precedenti del volume dei crediti bancari internazionali: nell'ultimo trimestre dello scorso anno il volume lordo dei prestiti effettuati a non residenti dalle banche operanti nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera è aumentato di 40 miliardi di dollari, dai 433 in essere a fine settembre; nei primi mesi del corrente anno la tendenza espansiva si è ulteriormente accentuata.

La nuova prospettiva di disavanzi strutturali che potrebbero persistere per ancora un decennio sottolinea l'urgenza di riesaminare l'impostazione finora prevalsa nel processo di finanziamento. Il debito estero dei paesi in via di sviluppo non petroliferi ammontava a 180 miliardi di dollari a fine 1976; quello di molti paesi industriali ha toccato, o si avvia a toccare, punte senza precedenti.

Il disavanzo petrolifero viene finanziato principalmente con il ricorso al credito internazionale da parte del settore pubblico e delle imprese dei paesi deficitari. Sensibili al pericolo di un eccessivo sviluppo della massa dei crediti internazionali concessi dalle banche, e delle crisi di fiducia che potrebbero derivarne, le autorità monetarie dei paesi cui appartengono le banche creditrici hanno in recenti occasioni sottolineato a queste l'opportunità di applicare maggiore cautela nei rapporti con i paesi in disavanzo strutturale.

Occorre, quindi, che nei flussi internazionali di credito venga ribaltato il rapporto ora esistente fra le componenti private e quelle ufficiali e fra gli strumenti a breve termine e quelli a lungo: i due aspetti essendo complementari.

Nel corso dell'intenso negoziato internazionale, che si è aperto negli ultimi mesi del 1976, si è gradualmente sviluppato un consenso sull'opportunità di far partecipare maggiormente il Fondo monetario internazionale al finanziamento dei disavanzi. A tale scopo è necessario regolare la misura del ricorso alle risorse amministrare dal Fondo in guisa più flessibile di quanto sia consentito dalle regole basate sulle quote e, inoltre, accrescere le risorse alle quali il Fondo stesso può avere accesso.

Il consenso è stato raggiunto anche sul punto che la liquidità somministrata per il tramite del Fondo debba essere principalmente del tipo condizionale, cioè subordinata alla formulazione e alla realizzazione di programmi di riaggiustamento interno, che conducano al graduale riassorbimento del disavanzo petrolifero, eliminino le altre cause dei disavanzi correnti e rendano in tal modo superfluo il ricorso a provvedimenti amministrativi restrittivi degli scambi e dei pagamenti. L'accrescimento delle risorse è parte di un programma inteso ad assegnare al Fondo posizione preminente nel giudizio sull'affidabilità di credito dei paesi deficitari. Questo potenziamento del ruolo del Fondo avviene in una situazione in cui accanto al pericolo dell'eccessivo indebitamento sussiste il rischio opposto, non valutabile secondo i tradizionali canoni del mercato, che un tentativo generalizzato di assorbire rapidamente il disavanzo petrolifero causi un'implosione dell'attività economica mondiale.

Su questi punti si è raggiunto un accordo di principio alla riunione del Comitato interinale svoltasi un mese fa: essi fanno parte di una concezione d'insieme, alla quale si è associata la Comunità economica europea che dovrà sviluppare, al proprio interno, schemi d'intermediazione finanziaria a lungo termine.

Nella riunione del Comitato interinale sono state anche raggiunte intese circa i principi e le procedure che il Fondo osserverà nel vigilare sulle politiche dei tassi di cambio seguite dai paesi membri. Anche se dai recenti dibattiti la presunzione favorevole a realizzare l'equilibrio della bilancia dei pagamenti mediante aggiustamenti di cambio è uscita indebolita, ad essa si deve se non si è provveduto finora a compensare, con congrui flussi di liquidità internazionale ufficiale, la concentrazione di quella esistente presso pochi paesi strutturalmente eccedentari e la minore liquidità dell'oro, il quale figura nei bilanci delle banche centrali anche di molti paesi deficitari.

Le esperienze vissute di recente in vari paesi, e più specialmente nel nostro, portano a concludere che il ruolo importante assegnato nell'attuale contesto internazionale alla flessibilità dei tassi di cambio dovrà evitare la conseguenza aberrante di consolidare nel sistema dei prezzi le

oscillazioni di breve periodo, dovute a fattori speculativi e stagionali. In assenza di interventi stabilizzatori il tasso di breve periodo non esprimerebbe necessariamente il cambio compatibile con il desiderato assetto della bilancia dei pagamenti nel medio periodo. Le discrepanze fra i due valori sono dovute alla velocità con cui reagiscono i movimenti internazionali di fondi, a confronto della relativa lentezza del processo di aggiustamento delle partite correnti, cioè dei mercati dei beni e dei servizi; negli stessi movimenti di fondi hanno spesso il sopravvento quelli di natura destabilizzante, sollecitati dal gioco delle aspettative: quando la scarsità di riserve non permette di neutralizzarli, le oscillazioni del tasso di cambio ne risultano ulteriormente amplificate.

Ai cicli delle scorte e ai movimenti destabilizzanti di fondi occorre aggiungere, per alcuni paesi, la elevata indicizzazione dei redditi da lavoro come fattore che, interagendo con i precedenti, limita l'efficacia di un'impostazione del problema dell'aggiustamento esterno fondata essenzialmente sulle variazioni del cambio. I prezzi interni reagiscono al deprezzamento del cambio con rapidità tanto maggiore quanto più alto è il rapporto delle importazioni al reddito e, facendo salire l'indice al quale sono agganciate le retribuzioni, innescano la spirale prezzi-salari; il mantenimento del potere d'acquisto interno che ne risulta blocca il trasferimento di risorse all'esportazione. Nel periodo lungo, la regola che l'evoluzione del tasso di cambio rispecchia le variazioni nella parità di potere d'acquisto rispetto alle altre monete risulterà confermata, ma per il fatto che l'eccessivo deprezzamento avrà deviato, con la linea di tendenza del tasso di cambio, anche quella dei prezzi e dei costi.

Una gestione del tasso di cambio che eviti questa concatenazione di effetti presuppone una disponibilità di riserve adeguata a renderla praticabile e credibile. Quando questa condizione non sussiste, le autorità monetarie si trovano di fronte al duro dilemma di dover accettare una più alta misura di instabilità o di dovere ricorrere a provvedimenti restrittivi dei rapporti monetari e commerciali con l'estero; dilemma che esse spesso hanno risolto accettando sacrifici nell'una e nell'altra direzione, nel rapporto ritenuto più atto a ridurre il danno per l'economia e le reazioni della comunità internazionale.

## Il cambio.

Nel tempo, il risultato delle azioni e degli indirizzi che si vengono concretando nelle sedi internazionali potrà addurre alla costituzione di un sistema più articolato e stabile di finanziamenti, atto ad offrire

migliore copertura degli squilibri che insorgono nei pagamenti internazionali, sicché il compito di mantenere liberi gli scambi con l'estero si distribuisca meglio tra finanziamento e aggiustamento. Nel tempo, talune cause che attivano la spirale svalutazione-inflazione potranno essere rimosse, ed è sommamente auspicabile che questo avvenga. Ma nelle condizioni attuali il vincolo della bilancia dei pagamenti serra duramente la nostra economia e costringe a frenare, sin quasi a spegnerlo, qualsiasi slancio espansivo della domanda interna.

Di ciò ha offerto nuova esperienza lo scorso anno durante il quale si sono susseguite tre crisi valutarie.

Della prima, che prese corpo, in modo tanto improvviso quanto virulento, nel gennaio, e che condusse alla sospensione di ogni intervento sul mercato dei cambi per 40 giorni, si riferì ampiamente nella scorsa Relazione, nell'intento di ritrovarne le cause antiche e recenti e di illustrare i provvedimenti che vennero presi per fronteggiarla. In assenza di un valido programma di risanamento, quei provvedimenti si rivelarono ben presto semplici misure di tamponamento cosicché, nel perdurare delle incertezze politiche culminate con lo scioglimento delle Camere, le sottostanti tensioni, aggravate dai processi di autoalimentazione tipici di queste situazioni, presero a riemergere, portando, nei primi giorni di maggio, le quotazioni della lira ai livelli più bassi dell'anno.

Fu giocoforza introdurre nuove restrizioni valutarie, atte a ridurre i margini di manovre speculative ed istituire un deposito infruttifero in lire, di durata trimestrale, pari al 50 per cento degli acquisti di valuta, il quale, oltre a comportare un costo aggiuntivo, richiedeva anche uno sforzo addizionale di finanziamento, particolarmente gravoso in periodi di politica monetaria restrittiva. Lo sbarramento protettivo così eretto, seguito anche dal rinnovo del vincolo di portafoglio delle banche, insieme con il favore della mutata stagionalità e con il superamento della fase più acuta di incertezza politica, contribuì a modificare il clima del mercato e a riportare, alla fine dello stesso maggio, la lira sui livelli di due mesi prima.

Il periodo di distensione del cambio si prolungava fin verso la metà di agosto; dopo di allora il rovesciamento della stagionalità, i riflessi di eventi valutari esterni, quali la debolezza della sterlina e il rafforzamento delle monete del « serpente », l'assenza di coordinate misure di risanamento provocarono una nuova crisi che impose, a fine settembre, restrizioni valutarie e monetarie ancora più severe, a protezione del cambio. Le riserve si rivelarono ancora una volta di misura troppo

modesta per sopportare i riflessi di una persistente situazione di squilibrio nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti e le improvvise accensioni del mercato dei cambi causate anche da fattori extra-economici.

Mentre si metteva a punto un importante programma di contenimento della domanda interna, si ponevano in atto nuove difese con l'aumento di tre punti nel tasso ufficiale di sconto e con l'istituzione, per due settimane, di un « diritto speciale » del 10 per cento sugli acquisti di valuta e sui pagamenti verso l'estero. Contemporaneamente si prorogava per breve tempo il « deposito previo », programmandone la graduale smobilitazione secondo tempi correlati alla presumibile progressiva incidenza delle misure dirette alla riduzione della domanda interna.

Il diritto speciale riusciva nell'intento di far cadere bruscamente la richiesta di valuta, ponendo il mercato in una sorta di stato di ibernazione; durante la pausa concessa dalla presenza del diritto veniva adottata un'altra serie di misure restrittive d'ordine valutario e soprattutto si introduceva un massimale all'espansione degli impieghi bancari.

La domanda di valuta, temporaneamente compressa, riappariva con violenza al termine di validità del diritto speciale, assorbendo la scorta accumulata nel frattempo, e il diritto veniva ripristinato, con aliquota ridotta al 7 per cento ma esteso ad un periodo di quattro mesi. La misura dava luogo ad un'inversione di tendenza del tasso di cambio, che si stabilizzava intorno a 865 lire per dollaro e poneva altresì il mercato italiano al riparo dalle perturbazioni nascenti dalle difficoltà incontrate dal franco francese e dalla sterlina, e da un generale aggiustamento delle parità all'interno del serpente.

Positivi effetti continuavano a manifestarsi nei mesi di novembre e di dicembre, nel corso dei quali la stabilità della lira era anche assicurata da altri fattori. Tra questi sono da annoverare i rientri di capitali provocati dalla legge sugli illeciti valutari, la quale produceva anche l'effetto di frenare nuove esportazioni illegali di capitali, in tutte le loro forme; i crediti commerciali esteri concessi agli importatori italiani, i quali, evidentemente, giudicavano il vantaggio certo del minor costo del credito superiore al probabile deprezzamento del cambio; il crescente indebitamento netto delle banche italiane, sollecitato dai maggiori finanziamenti in valuta richiesti sia dagli esportatori, costretti a versare il 50 per cento dei pagamenti posticipati concessi, sia dagli importatori, tenuti a finanziare in divisa i loro pagamenti anticipati, e in generale da operatori con l'estero costretti a ripiegare sui debiti in valuta dalla limitata offerta di credito in lire consentita dal

massimale. Questi fattori neutralizzavano ampiamente la conseguenza sul movimento valutario del disavanzo delle partite correnti.

Le migliorate condizioni del cambio e le sollecitazioni provenienti dalle istituzioni internazionali inducevano ad approntare un piano di eliminazione del diritto speciale del 7 per cento che, dopo l'esperienza dell'ottobre, si decideva di attuare con gradualità, e che si affiancava a quello già operante per il deposito previo.

Fino a tutto lo scorso gennaio, le tappe previste dallo schema di abbattimento dei due vincoli si susseguivano senza creare particolari turbamenti al mercato, tranne qualche sussulto in occasione dei mutamenti quantitativamente più importanti; così, il costo effettivo del dollaro, inclusi gli oneri provenienti dal deposito e dal diritto speciale, che aveva raggiunto un massimo di 947 lire nella prima settimana di novembre, scendeva a fine gennaio a 902. Solo la scadenza del 18 febbraio, con la quale giungeva a termine l'applicazione del diritto speciale, recava con sé un'accensione notevole della domanda di valuta, la quale indicava che gli operatori avevano fatto largo riferimento a quella data nel determinare il periodo di validità dei crediti commerciali, specie prima di aver conosciuto lo schema di abbattimento graduale del diritto speciale. Ma le analisi compiute sui dati del movimento valutario e commerciale e le informazioni raccolte ci avevano resi persuasi, ancor prima di questa conferma data dal mercato, che le larghe acquisizioni nette di valuta avutesi dall'ultima settimana di ottobre alla metà di gennaio dovevano ascrivere a un massiccio spostamento a nostro vantaggio dei termini di pagamento, favorito dal deposito previo e dal diritto speciale, e che al venir meno di queste cause si sarebbe necessariamente prodotto un movimento di opposto senso. Coerente con questa analisi è stato il rilevante intervento in vendita di valuta attuato dopo il 18 febbraio; esso è valso a mantenere stabile il corso del dollaro intorno a 885 lire, e quindi a ridurre ulteriormente il costo effettivo per l'importatore anche in questa fase che, pur avendo seguito un corso accidentato per l'influenza negativa di gravi turbamenti dell'ordine pubblico intervenuti verso la metà di marzo, si è ugualmente esaurita nel giro di alcune settimane.

Nella terza decade di marzo, la situazione del mercato riprendeva a migliorare; neppure la definitiva abolizione del deposito previo a metà aprile, che riunificava prezzo e costo del cambio per l'acquirente di valuta, provocava turbamenti di rilievo nel movimento valutario, che ha continuato sino ad oggi a chiudersi con ampi afflussi di divisa. Al tempo stesso, lo sconto della lira a termine si è ridotto a proporzioni più coerenti col differenziale dei tassi d'interesse, e quello sul mercato parallelo è scomparso.

L'impatto esercitato sulle riserve dal disavanzo corrente e dall'inversione nei termini di pagamento è stato smorzato dal continuo accrescimento del debito bancario verso l'estero che in parte è andato a sostituirsi ai debiti commerciali venuti a scadenza. Nel suo importo netto, questo equivaleva a fine 1976 alle riserve liquide in valuta disponibili, pari a circa 3 miliardi di dollari; alla fine dello scorso aprile esso eccedeva di 2,2 miliardi di dollari la consistenza delle riserve. Il senso di precarietà che il confronto tra i due dati sembra suggerire si attenua quando si rifletta che il fabbisogno di finanziamenti in valuta degli operatori residenti è reso rigido dal permanere degli obblighi imposti agli importatori e agli esportatori, nonché dalla politica monetaria restrittiva seguita all'interno; tuttavia, affinché la posizione debitoria delle banche verso l'estero non subisca improvvise riduzioni, con negative conseguenze sulle riserve, occorre che le politiche interne siano tali da mantenere al nostro Paese un sufficiente grado di credibilità internazionale.

Nel corso del 1976 è stata anche seguita un'elastica politica di prestiti esteri, diretta, nel primo semestre, a proteggere il livello delle riserve ufficiali e, nel secondo, a rispettare gli obblighi di rimborso assunti nell'anno e in precedenza. Così, al prestito della CEE di circa un miliardo di dollari di marzo e di aprile, il cui parziale prefinanziamento era stato assicurato da tiraggi sulla linea di credito reciproco con la Riserva federale, e al ricupero in marzo di 500 milioni di dollari dalla Bundesbank sul deposito incrociato oro-dollari, sono seguite nella seconda parte dell'anno le restituzioni degli importi ricevuti dalla Riserva federale e dalla Bundesbank nonché il rimborso al Regno Unito dell'importo di 486 milioni di dollari da esso sottoscritto, a breve, nel quadro del sostegno a medio termine della CEE. Tale rimborso è stato seguito nell'aprile scorso dalla concessione di un prestito di pari importo da parte della CEE; nello stesso mese si è anche conclusa favorevolmente la trattativa con il Fondo monetario internazionale per una linea di credito di 450 milioni di DSP.

Un confine alle nostre possibilità di ricorso a prestiti esteri è posto anche dall'aggravarsi, ad ogni svalutazione, del peso con il quale i prestiti contratti in passato incidono sul bilancio delle istituzioni monetarie, e dalla volatilità dell'indebitamento bancario a breve termine. Le perdite di cambio sulle passività verso l'estero a medio e a lungo termine accertate nell'esercizio 1976 e quelle che matureranno sui prestiti da rimborsare dal 1977 al 1985, stimate ai cambi di fine 1976, si approssimano a tremila miliardi di lire. Per il 1976 la Banca ha fatto luogo

ad aumenti del fondo di dotazione dell'UIC da 100 milioni a 500 miliardi di lire, resi necessari per equilibrare le perdite già maturate. Per fronteggiare quelle ulteriori è essenziale che la Banca possa valersi dei profitti della rivalutazione dell'oro, la quale ha consentito di iscrivere, nel bilancio dello scorso anno, un fondo di duemila miliardi per la copertura di perdite di cambio derivanti dalla gestione valutaria.

L'interazione esistente tra tasso di cambio e tasso d'inflazione si manifesta nel nostro Paese secondo tempi molto rapidi, a causa dell'elevato volume di rapporti con l'estero e dell'alto grado di indicizzazione dei redditi monetari; in queste condizioni è da ritenere che, sotto la spinta di aspettative orientate in senso eccessivamente negativo, la correzione del cambio abbia in qualche momento oltrepassato il segno, e solo successivamente, nel processo di continua rincorsa tra i due termini, il rapido adeguamento dei prezzi abbia pienamente reso valido il nuovo livello del cambio.

Contro il gioco delle aspettative, l'infittimento dei controlli ha offerto uno stretto spazio di riparo; ma esso, oltre a ridurre la possibilità di scelte aperte agli operatori anche per legittimi fini commerciali, comporta un oneroso accrescimento degli adempimenti ai tre livelli: degli operatori stessi, della gestione cambi delle banche, dell'attività di autorizzazione e controllo demandata all'Ufficio italiano dei cambi. Lo strumentario di questi interventi sembra ormai esaurito; il ripristino di quelli cessati è inibito dalla comunità internazionale; la persistenza di quelli in atto è onerosa.

Sul finire dello scorso anno, il problema dell'aggiustamento esterno è stato nuovamente affrontato dal lato della regolazione della domanda interna. Anche questa azione, se non è accompagnata dal controllo della dinamica dei redditi e da una più efficiente allocazione delle risorse, si compie a prezzo di un maggior sacrificio della capacità di produzione del Paese e delle possibilità di occupazione nel presente e nel futuro; e se l'occupazione viene mantenuta al di sopra delle necessità della produzione, la caduta della produttività vanifica in parte gli effetti della regolazione della domanda. Le terapie atte ad impedire il riprodursi di situazioni di emergenza devono quindi volgersi alla radice dei mali.

Gli interventi sul mercato delle valute, che hanno evitato brusche oscillazioni del cambio pur in presenza di numerosi fattori destabilizzanti, sono stati ampi in entrambi i sensi, offrendo la riprova della necessità, per un paese altamente integrato negli scambi internazionali, di un volume di riserve valutarie atto ad evitare accensioni del cambio

di natura non reversibile. Essi sono stati limitati al mercato a pronti. Il mercato a termine è in Italia di dimensione ridotta rispetto al pronti e il processo di formazione delle aspettative che su di esso si determina è di diretta derivazione dal mercato del contante. Allo scopo di regolare il mercato a termine è stato manovrato in senso riduttivo il massimale entro il quale le banche devono contenere gli impegni a ricevere o consegnare lire future, rendendo in tal modo piú costoso l'acquisto di valuta a termine; è stato altresí disposto che l'utilizzo del massimale dovesse avvenire solo in contropartita con residenti. In tale situazione l'assorbimento di domanda di valuta a termine da parte della Banca d'Italia avrebbe ricreato spazio operativo all'interno del massimale imposto alle banche, l'utilizzo del quale avrebbe prodotto un indebolimento del cambio a pronti, dovendo le banche, al fine di pareggiare la posizione in valuta, procedere a corrispondenti acquisti sul pronti.

#### La congiuntura.

Sulla spinta di uno sviluppo del commercio mondiale superiore alle previsioni e delle politiche di rilancio attuate nella seconda parte del 1975, la nostra economia ha presentato lo scorso anno un andamento espansivo in un clima inflazionistico che ha favorito la diffusione della crescita ma ne ha messo in evidenza la precarietà e i limiti.

L'inversione del ciclo era avvenuta nell'autunno del 1975, ma con l'avvio della ripresa erano subito riemersi gli squilibri di fondo; la bilancia dei pagamenti correnti tornava in disavanzo. I prezzi, non piú frenati dalla depressione della domanda e dalla stabilità del cambio, salivano rapidamente ad un tasso che nel quadrimestre febbraio-maggio è stato pari, in ragione annua, al 56 per cento all'ingrosso e al 30 per cento al consumo.

Nel primo semestre le esportazioni in quantità segnavano modesti incrementi. Le misure prese per far fronte alla crisi valutaria, le aspettative pessimistiche da essa provocate e il drenaggio operato sul reddito disponibile dal nuovo regime di pagamento delle imposte dirette frenavano la domanda interna per consumi e per investimenti fissi. La produzione industriale continuava a crescere sostenuta dall'accumulazione di scorte di prodotti finiti. Le importazioni in quantità rallentavano il ritmo di incremento nel primo trimestre e diminuivano nel secondo. Tuttavia il peggioramento delle ragioni di scambio, connesso

con la svalutazione della lira e con l'aumento sui mercati internazionali dei prezzi delle materie prime rispetto a quelli dei manufatti, dava luogo ad un crescente aggravamento del disavanzo commerciale che nel secondo trimestre, escludendo la componente stagionale, raggiungeva i 1.200 miliardi di lire.

Il riaccendersi della spirale cambio-prezzi, in un momento in cui la ripresa era da poco iniziata ed era ancora incombente il pericolo di un aumento della disoccupazione, rendeva arduo il compito della politica di stabilizzazione. Nella prima parte dell'anno questo compito è stato svolto prevalentemente dalla politica monetaria. Adeguando il costo del credito alle aspettative inflazionistiche si scoraggiavano gli impieghi speculativi all'interno e all'estero.

Sul finire del primo semestre le previsioni erano dominate dalle misure restrittive. A giugno la produzione industriale aveva preso a diminuire in un contesto di generale rallentamento della congiuntura mondiale. Molti avanzavano timori per una « gelata di autunno » con gravi riflessi sull'occupazione. La battuta d'arresto era legata soprattutto all'incertezza, provocata dalla situazione del mercato dei cambi, e al repentino aumento dei tassi d'interesse. Dopo la crisi di settembre, il ricorso agli strumenti creditizi e valutari assunse un più preciso carattere di temporaneità, nell'ambito del nuovo indirizzo che il Governo era in procinto di imprimere alla politica economica, finalizzandola con maggiore impegno ad eliminare gli squilibri reali anziché ad arginare le loro conseguenze monetarie.

Superate le incertezze della pausa estiva, il ciclo riprendeva vigore. Le esportazioni, traendo vantaggio dalla svalutazione della primavera, si accrescevano nel secondo semestre di circa il 10 per cento. Anche i consumi privati segnavano nuovi aumenti per effetto dei miglioramenti salariali della primavera-estate e, in via indotta, dell'aumento dell'attività produttiva. Gli investimenti in impianti, dato il maggior utilizzo delle capacità esistenti, manifestavano un sensibile risveglio.

La produzione industriale, in lieve diminuzione nel terzo trimestre, aumentava nel quarto del 7 per cento, portandosi a un livello superiore del 16 per cento a quello di dodici mesi prima. Ma insieme con l'evidenza di una maggiore intensità della ripresa appariva di nuovo l'impossibilità di continuare a sostenerla. Le importazioni aumentavano dell'11 per cento e il disavanzo delle partite correnti, scomparso nel terzo trimestre, ricompariva con un importo, sempre esclusa la componente stagionale, di 700 miliardi di lire. Ancora una volta il sistema confermava l'incapacità, rilevata lo scorso anno in questa sede, di per-

seguire ad un tempo l'obiettivo della stabilità e quello dello sviluppo e, di conseguenza, la necessità di trascurare or l'uno or l'altro in una dannosa alternanza di oscillazioni sempre più ampie e frequenti.

Nel frattempo prendeva corpo il programma di stabilizzazione. Dopo un acceso dibattito, le misure di politica fiscale e in parte quelle tariffarie venivano decise nell'autunno: subivano aumenti le aliquote di varie imposte, le tariffe postali, telefoniche, elettriche e ferroviarie, nonché alcuni prezzi amministrati.

Il problema del costo del lavoro invece veniva affrontato solo nel febbraio di quest'anno dopo che la conclusione delle trattative fra le organizzazioni sindacali e quelle imprenditoriali non aveva fornito una risposta adeguata alla gravità della crisi e alla situazione congiunturale. Gli impegni sottoscritti in tema di festività, mobilità del lavoro, flessibilità degli orari e assenteismo, pur potenzialmente idonei a permettere incrementi di produzione e di produttività in una situazione espansiva, sono infatti scarsamente efficaci in presenza di modesti incrementi produttivi, quali quelli previsti per l'anno in corso. Anche lo svincolo della indennità di quiescenza dalla scala mobile potrà produrre risultati di una certa entità solo a lunga scadenza, mentre il controllo della spirale inflazionistica richiede un'azione rapida e incisiva.

Per integrare questa insufficiente risposta ad un problema che coinvolge gli interessi dell'intero Paese è stata attuata la fiscalizzazione di una parte dei contributi sociali, finanziandola con l'aumento dell'IVA e di altre imposte indirette. Il decreto-legge prevedeva l'esclusione degli aumenti delle imposte indirette dal calcolo della contingenza e penalizzazioni fiscali per scoraggiare la contrattazione integrativa; la caduta di quella norma ha fatto mancare l'obiettivo del ripristino della sovranità dello Stato sulle zone di reddito attualmente affrancate dagli effetti della manovra dell'imposizione indiretta.

La vicenda congiunturale dell'annata ha messo capo a un aumento del reddito maggiore del previsto, cioè del 5,6 per cento, ma ad esso si sono accompagnate risultanze negative nell'andamento sia dei prezzi sia della bilancia dei pagamenti; il deflatore del prodotto lordo interno è aumentato del 18 per cento, il disavanzo dei pagamenti correnti è salito a 2.300 miliardi.

Nel corso del 1975, a causa della diversa efficacia con la quale l'azione del mercato e quella amministrativa avevano inciso sull'evoluzione dei salari e dei prezzi si era venuta determinando una serie di squilibri. Alla fine dell'anno erano troppo bassi rispetto ai costi non soltanto i prezzi industriali e il tasso di cambio, ma anche i prezzi amministrati e le tariffe dei servizi pubblici; similmente erano troppo

basse, rispetto alla spesa pubblica, le aliquote effettive delle imposte e, rispetto al tasso d'inflazione, i saggi d'interesse. Questi scompensi rappresentavano una pesante carica inflazionistica, poiché l'impossibilità di contenere l'aumento dei costi costringeva a ricercare il riequilibrio dei conti economici delle imprese, dei bilanci delle pubbliche amministrazioni e dei mercati finanziari attraverso un generale adeguamento dei prezzi.

Nel 1976 il costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera è aumentato del 10 per cento dopo l'aumento del 35 per cento nel 1975. Il buon recupero della produttività, favorito dalla ripresa della produzione, è valso a compensare oltre la metà dell'aumento delle retribuzioni, cresciute del 24 per cento contro il 22 dell'anno precedente. Ciò nonostante, si è ripetuto il divario rispetto all'andamento dei costi unitari negli altri principali paesi industriali, fatta eccezione per il Regno Unito: infatti nel Giappone e nella Germania federale i costi unitari sono diminuiti; negli Stati Uniti e in Francia l'aumento è stato dell'1-2 per cento.

Il rialzo dei prezzi praticato dall'industria manifatturiera è stato maggiore di quello dei costi, essendosi ragguagliato al 22 per cento; in tal modo è stato compensato in parte lo squilibrio del 1975, allorché i prezzi dei prodotti manifatturieri erano cresciuti in una misura, l'11 per cento, molto inferiore ai costi unitari.

Se i conti economici delle imprese e il tasso di cambio apparivano alla fine del 1976 meglio equilibrati, l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti era ancora in buona parte da compiere. Le dimensioni del disavanzo derivante dall'aumento del prezzo del petrolio sono di entità che, in rapporto al reddito, non ha l'eguale negli altri paesi industriali. Nel 1976 il costo del petrolio importato per soddisfare la domanda interna ha superato di oltre 4.500 miliardi, nonostante una diminuzione del 7 per cento rispetto al 1973 delle quantità consumate, il livello che avrebbe raggiunto se il prezzo in lire del greggio fosse aumentato negli ultimi quattro anni come quello medio delle esportazioni italiane.

Tra il 1973 e il 1976 le esportazioni e le importazioni di beni e servizi, incluso il turismo, sono aumentate a prezzi costanti rispettivamente del 26 e del 2 per cento. Ne è conseguito nel 1976, rispetto a tre anni prima, un maggior trasferimento all'estero di risorse reali pari al 4,4 per cento del prodotto lordo interno: se viene tutto idealmente imputato alla copertura del fabbisogno di petrolio, tale spostamento copre per intero l'aggravio del maggior prezzo: esso ci ha infatti riportati ad un disavanzo corrente uguale, al netto dei maggiori interessi sui debiti esteri, a quello del 1973.

Il trasferimento reale è stato quindi notevole, avendo assorbito i quattro quinti delle maggiori risorse prodotte; ma esso è stato realizzato essenzialmente a prezzo di una brusca caduta nello sviluppo: infatti, nel giro di tre anni, il reddito e la domanda interna sono aumentati soltanto del 5,9 e dell' 1,2 per cento rispettivamente. Ne hanno sofferto in particolare gli investimenti fissi, passati dal 20 al 18 per cento del totale degli impieghi interni.

Poiché l'aggiustamento richiede di migliorare la posizione competitiva sui mercati internazionali, esso è legato ad un adeguato flusso di innovazione e di investimento nell'apparato produttivo e ad una politica attiva del lavoro. Nel 1976, invece, l'espansione realizzata grazie alla favorevole congiuntura internazionale è stata scarsamente utilizzata per il rilancio degli investimenti fissi. Questi hanno presentato nell'anno un aumento del 2 per cento, dopo la caduta del 13 nel 1975; nell'industria, ove la flessione era stata del 22, si è avuta anzi una nuova diminuzione del 2 per cento.

Nelle fasi cicliche la produttività si muove in sintonia con la produzione a causa della rigidità dell'occupazione; gli ultimi due anni ne sono conferma nei due sensi. Incrementi della produttività non puramente ciclici richiedono un alto coefficiente di accumulazione, non facilmente compatibile con l'equilibrio esterno dato l'elevato contenuto di importazione degli investimenti. Ci si trova quindi in un circolo vizioso: la bassa produttività media del sistema rende stringente il vincolo della bilancia dei pagamenti ed obbliga al contenimento della domanda interna; questo, rallentando l'accumulazione, impedisce di modificare la struttura produttiva, di espandere settori che consentano di aumentare la produzione per addetto e di migliorare le correnti di scambio con l'estero.

Per rompere questo circolo occorre essere capaci di realizzare una politica di sostituzione degli investimenti ai consumi, privati e pubblici.

Strumentali a questa politica sono il contenimento degli aumenti salariali, la riduzione del disavanzo pubblico, congiunta con la qualificazione della spesa, e la destinazione al risparmio di una maggiore quota del reddito del settore privato.

La finalizzazione del contenimento salariale ad espliciti obiettivi di sviluppo rende un disegno di politica economica concepito secondo queste linee socialmente qualificante per i positivi effetti sull'occupazione nascenti dal rafforzamento dell'apparato produttivo.

Nel periodo 1973-76, dando priorità all'obiettivo dell'occupazione si è impedito, a differenza di quanto è avvenuto nelle economie

piú forti quali gli Stati Uniti, la Germania federale e il Giappone, che al rallentamento della crescita si accompagnasse una flessione dell'occupazione. Questa, nell'industria manifatturiera, è rimasta stabile sui livelli raggiunti nel 1974; contemporaneamente le retribuzioni orarie di fatto in termini reali sono cresciute del 18 per cento contro una lieve riduzione negli Stati Uniti e aumenti del 10 e del 7 per cento, rispettivamente in Giappone e nella Germania federale.

Il risultato relativamente migliore ottenuto dal nostro Paese in termini di occupazione e di salario reale ha carattere effimero essendo stato conseguito a prezzo di un tasso d'inflazione, di una caduta degli investimenti e di un disavanzo esterno non sostenibili.

La riduzione del disavanzo del settore pubblico e la qualificazione della spesa sono obiettivi sui quali convergono, in linea di principio, consensi generali e rispetto ai quali, pur nella difficoltà di imprimere continuità di sviluppo alle politiche che essi richiedono, lo scorso anno potrebbe avere segnato un punto di svolta. L'indebitamento netto, che nel 1975 si era quasi raddoppiato, portandosi a 13.900 miliardi, è rimasto pressoché stazionario; conseguentemente il suo rapporto rispetto al prodotto interno lordo è sceso dal 12,2 al 9,8 per cento.

Si tratta pur sempre di valori molto elevati e incompatibili con l'equilibrato sviluppo del sistema; non solo, infatti, tutti gli investimenti pubblici e i trasferimenti in conto capitale sono finanziati con il ricorso all'indebitamento, ma dal 1971 ormai il totale delle entrate è insufficiente a coprire le spese correnti, cosicché si ha da parte del settore pubblico un assorbimento di risparmio che è stato di 7.900 miliardi nel 1975 e di 5.800 nel 1976. In media, nel biennio, oltre un quarto del risparmio nazionale lordo è stato utilizzato per coprire il disavanzo corrente dell'operatore pubblico.

La riduzione dell'indebitamento netto nel 1976 è stata ottenuta principalmente attraverso l'espansione delle entrate tributarie, aumentate del 32 per cento. La loro incidenza sul prodotto interno lordo è salita dal 31 al 33 per cento. Una pressione fiscale maggiore di questa esiste in altri paesi, ma a piú alto livello di reddito.

Occorre che l'azione di contenimento del disavanzo operi anche dal lato della spesa, che nel 1976 ha superato i 67.500 miliardi, circa la metà del prodotto lordo interno. La sua espansione si è fortemente accelerata dalla seconda metà degli anni sessanta; sempre rispetto al prodotto lordo interno essa è passata dal 33 per cento nel 1954 al 36 nel 1964 e al 42 nel 1974, per balzare poi al 48 per cento nel 1975 e nel 1976.

La spinta piú rilevante all'aumento della spesa pubblica è venuta dalle prestazioni sociali, che nel 1976 hanno rappresentato quasi la metà della spesa corrente complessiva a fronte del 42 per cento agli inizi degli anni sessanta.

L'estensione dei benefici della sicurezza sociale, quale è stata praticata negli ultimi anni senza una rigorosa commisurazione di mezzi e di fini, sta creando oneri insopportabili per l'Erario e per le unità produttive, al di là delle finalità sociali che si intendono perseguire. Il cumulo dei trattamenti, l'acquiescenza nell'accedere alla richiesta di prestazioni, senza un rigoroso accertamento dello stato di bisogno, non hanno permesso un adeguato soddisfacimento delle reali esigenze delle categorie assistite, dando luogo invece ad un indiscriminato aumento dei redditi delle famiglie e a dispendio di risorse. Di conseguenza, è stato aggravato il disavanzo pubblico; sono stati accresciuti i consumi; è stato favorito l'impiego irregolare di lavoro presso piccole unità con forme precapitalistiche di produzione, a danno del corretto funzionamento dei mercati dei prodotti e dei fattori.

Il peso della previdenza nei prossimi anni è destinato ad aumentare ulteriormente soprattutto a causa dei meccanismi automatici di adeguamento delle pensioni ai prezzi e alle retribuzioni; ciò accresce l'esigenza di disciplinare organicamente il cumulo dei trattamenti, di introdurre correttivi alla domanda di prestazioni sanitarie, di contenere altre forme di politiche distributive inerenti al basso livello delle tariffe dei servizi di pubblica utilità.

### I problemi finanziari delle imprese.

Nel quadro dell'evoluzione economica degli scorsi anni, i risultati d'esercizio delle imprese si sono venuti deteriorando, e le loro occorrenze finanziarie sono state fronteggiate in misura crescente con l'indebitamento. Riteniamo che al sistema creditizio vada confermato il ruolo di aiutare le imprese a superare le difficoltà e le incertezze presenti, e a tradurre i programmi in concrete realizzazioni.

La distinzione fra gestione delle imprese e gestione delle banche, posta a cardine del nostro ordinamento sulla base di esperienze dolorose, deve tener conto, nell'applicazione, del mutare delle realtà storiche. Senza confondere i ruoli, i rapporti tra banca e industria possono conoscere nuove modalità quando si tratti di studiare ed attuare interventi che valgano a ricondurre quei rapporti a una normalità

che di fatto è stata alterata con pregiudizio grave per lo stesso sistema creditizio.

Non si intende proporre politiche di salvataggio indiscriminato, che si risolverebbero nel naufragio di tutti, ma il ricorso a interventi nei quali dovrà esercitarsi la dote del discernimento, fondamentale nella professione del banchiere. Siffatti interventi, inoltre, hanno senso solo entro la cornice della rigorosa attuazione di un programma di stabilizzazione dell'economia, quale è stato sopra richiamato.

L'ampio dibattito che si è acceso sulla ristrutturazione finanziaria delle imprese ha individuato i principali problemi nella insufficienza del capitale di rischio, nell'eccessivo grado dell'indebitamento, nel suo costo e nella sua composizione.

Il maggior peso che l'indebitamento a breve ha assunto negli ultimi anni e l'elevatezza del suo costo in termini monetari hanno contribuito a peggiorare l'andamento economico e finanziario delle imprese. Si tratta peraltro di condizioni legate alla situazione congiunturale e che con essa si modificheranno: il successo nella lotta contro l'inflazione porterà con sé la riduzione dei tassi d'interesse e la ricomposizione della loro struttura secondo una curva per scadenze che consentirà la riattivazione del mercato obbligazionario.

D'altra parte, operazioni di consolidamento forzoso di crediti a breve verso le imprese avrebbero gravi ripercussioni sulla gestione delle aziende di credito. L'attivo di queste ultime già è reso rigido per il 45 per cento dei depositi dagli obblighi di riserva e dal vincolo di portafoglio. A questi si è aggiunto, di recente, il consolidamento per legge dei crediti verso gli enti locali; per alcune aziende di credito, tradizionalmente finanziatrici di detti enti, ciò ha portato l'insieme dei vincoli sull'attivo ad oltre il 50 per cento. La variabilità del costo della provvista, quasi tutta a breve, si scontra con la rigidità del rendimento della parte dell'attivo che è vincolata, e tende perciò a scaricare i suoi effetti in parte sui tassi pagati dalla clientela per i prestiti ricevuti e in altra parte sui conti economici delle banche.

Quando si accompagna ad innovazioni normative nella stessa materia, come di recente è avvenuto con l'inibizione agli enti territoriali di ulteriore accesso al credito bancario, il consolidamento forzoso, pur rappresentando un provvedimento grave perché modifica un rapporto contrattuale in corso, può trovare giustificazione. Ma applicato ad imprese che debbono continuare a ricorrere al credito bancario, esso ne deteriorerebbe i rapporti con le banche e ridurrebbe il senso di responsabilità

negli amministratori delle une e delle altre; ne conseguirebbe, inoltre, l'indebolimento delle banche stesse nel momento in cui ad esse, come all'intero sistema creditizio, si intende richiedere un intervento per la soluzione del problema finanziario di fondo delle imprese, la loro ricapitalizzazione.

Le imprese, infatti, hanno bisogno soprattutto di nuovi mezzi e di riceverli in larga parte sotto forma di capitali di rischio, che nelle attuali condizioni il mercato non fornisce nella misura necessaria. Questa difficoltà è principalmente il riflesso dei problemi reali delle imprese, resi più gravi da vincoli che il potere pubblico è in grado di rimuovere manovrando gli strumenti di cui già attualmente dispone, e da altri derivanti da accordi tra le parti sociali, che tuttora limitano la flessibilità di impiego dei fattori della produzione.

Tra i primi, hanno particolare importanza la discriminazione fiscale a danno del capitale di rischio ed a favore di quello di indebitamento, quest'ultimo agevolato altresì nel costo dall'intervento pubblico, e l'inesistenza di un'adeguata struttura di investitori istituzionali che valga a mediare i rischi e ad assicurare la professionalità delle scelte d'investimento. Occorrono quindi, in primo luogo, misure di carattere fiscale a favore sia degli emittenti sia dei sottoscrittori di azioni. Appare rispondere a queste esigenze il disegno di legge, recentemente predisposto dal Ministro delle Finanze, che modifica il regime tributario delle società, attenuando la vigente plurimposizione sugli utili distribuiti.

Quando i più importanti tra quei vincoli fossero stati rimossi, una larga maggioranza delle imprese, grazie anche agli interventi che le istituzioni creditizie già usano effettuare nell'ambito delle norme esistenti, potrebbe superare le attuali difficoltà nel reperimento dei capitali di rischio. Ma queste difficoltà si presentano con particolare urgenza e rilevanza per un circoscritto numero di grosse imprese, il risanamento delle quali propagherebbe a sua volta effetti benefici verso le medie e le piccole attraverso il miglioramento dei termini di pagamento e l'aumento delle commesse.

In questi casi, condizioni pregiudiziali per interventi a carattere straordinario da parte di istituzioni creditizie ci sembra che debbano essere l'esistenza sia di un piano di risanamento produttivo reso credibile anche dal contenuto degli accordi stipulati tra le parti sociali operanti nell'impresa, sia di un gruppo di controllo, anche se minoritario, che riscuota stima di capacità imprenditoriale e si assuma la responsabilità della gestione.

In presenza delle condizioni suddette, il sistema creditizio può agevolare l'ampliamento del capitale di rischio delle imprese alle quali si riconosca capacità di ricupero; questo riconoscimento predisporrebbe i risparmiatori a un più favorevole atteggiamento. L'intervento degli istituti di credito speciale e delle aziende di credito dovrebbe avvenire in forme che pongano comunque un diaframma fra la gestione degli intermediari creditizi e quella delle imprese produttive, evitando rapporti diretti tra singole imprese e singoli istituti; per questi ultimi, dovranno valere il limite già oggi esistente dei mezzi propri nell'acquisizione complessiva di capitali azionari e limiti alla concentrazione dei rischi.

Potrebbe essere facilitata la costituzione di consorzi anche sotto forma societaria, i quali provvedano temporaneamente alla sottoscrizione delle azioni delle imprese destinatarie del capitale di rischio. Altra via possibile è quella di consentire agli intermediari del credito la costituzione di società finanziarie, fissando, nelle norme statutarie di queste, precisi criteri da seguire negli investimenti. In particolare dovrebbero essere prestabiliti i limiti di acquisizione delle azioni con riferimento sia al patrimonio della finanziaria, sia al capitale sociale dell'impresa sovvenuta. Questa soluzione permetterebbe di far concorrere le medie e piccole aziende di credito alla ricapitalizzazione delle imprese e favorirebbe queste ultime anche in via indiretta, ricostituendo un retroterra finanziario utile al sostegno del mercato azionario.

L'intervento delle istituzioni creditizie può assumere modalità diverse da quelle ora delineate, che il senso pragmatico e la capacità innovativa degli stessi operatori contribuirebbero a definire anche sulla base di esperienze già acquisite: queste possono essere di guida nell'individuare le più efficaci forme di associazione e al tempo stesso di divisione di ruoli, tra aziende di credito ed istituti di credito speciale, nello studio del piano di risanamento e nell'appoggio finanziario. Ma per la stabilità del sistema creditizio che è necessaria alla stabilità finanziaria del sistema delle imprese, è indispensabile che, qualunque ne sia la forma, gli interventi speciali siano temporanei, volontari e condizionati. La condizionalità è anche il presupposto di una corretta individuazione delle imprese nei confronti delle quali gli interventi avverrebbero: una garanzia che questi siano limitati ai casi nei quali a un tempo sussista l'effettivo stato di bisogno e siano assicurati i presupposti per vigilare sull'attuazione del piano di risanamento produttivo, dovrebbe trovarsi nel temporaneo obbligo dell'impresa a specifici adempimenti.

Possono, altresí, essere introdotte innovazioni negli strumenti finanziari atte ad agevolare la temporaneità dell'intervento, quali ad esempio emissioni, accanto alle obbligazioni convertibili, di obbligazioni da rimborsare con azioni dell'impresa sovvenuta. La scadenza delle obbligazioni dovrebbe coincidere con l'epoca prevista per il completamento del programma di risanamento dell'impresa. Nel caso di minusvalenza dell'azione, sulla base di quotazioni medie, rispetto al valore nominale dell'obbligazione, al sottoscrittore potrebbe essere garantito un conguaglio in contanti.

Per favorire gli interventi di ricapitalizzazione sopra delineati può essere sufficiente l'adozione di misure di ordine fiscale. In primo luogo, il principio della trasparenza, che incontra un ostacolo nella imposizione multipla degli utili distribuiti, dovrebbe trovare applicazione integrale per coloro che effettuino interventi di ricapitalizzazione. In secondo luogo, le istituzioni creditizie potrebbero essere autorizzate, secondo modalità e limiti da definire, ad utilizzare i fondi rischi e a ricostituirli in tempi piú brevi di quelli previsti dalle disposizioni oggi esistenti.

La realtà odierna avverte il peso dei costi sociali impliciti nella dissoluzione delle imprese e cerca quindi di limitarli ai casi veramente insanabili. Ma anche nei riguardi della sopravvivenza dell'impresa, si pone un problema di neutralità degli ordinamenti, questa volta tra impresa pubblica e impresa privata. Pur respingendo la tesi che l'appartenenza del capitale al settore pubblico induca sistematicamente le istituzioni creditizie a privilegiare nella concessione del credito le aziende di quel settore, non si può non riconoscere che la valutazione del rischio è fortemente influenzata dalla consapevolezza che il debitore ultimo dispone del potere di imporre tributi e di battere moneta. Il piú facile accesso al credito che ne deriva e la maggiore stabilità dell'impiego in presenza di risultati economici negativi rendono il processo di pubblicizzazione delle imprese difficilmente reversibile, quella collocazione garantendo ad amministratori e dipendenti una condizione piú sicura il cui costo viene in vari modi riversato sulla collettività. Nell'attesa che la neutralità venga realizzata, o almeno approssimata, ad esempio ponendo un limite alle garanzie fideiussorie che gli enti di gestione possono concedere alle proprie aziende, ci sia consentito auspicare che il sistema degli intermediari finanziari procuri di correggere per la sua parte le presenti distorsioni, evitando di determinarsi prevalentemente sulla base della garanzia implicita nell'assetto proprietario.

## I tassi di interesse.

Nel dibattito sugli orientamenti della politica monetaria, si trae spesso argomento dal carico dell'indebitamento che grava sulle imprese e dal basso livello dell'investimento per sollecitare azioni intese ad abbassare la struttura dei tassi, e più specialmente di quelli bancari. Ma alla validità degli obiettivi perseguiti non corrisponde quella del mezzo proposto, ove esso venga posto in atto con anticipo rispetto alla caduta del tasso d'inflazione. Senza che occorra richiamarsi ad analisi o esperienze lontane, quella nostra della seconda metà del 1975 e dell'inizio del 1976 ha offerto nuovamente l'evidenza che ove la politica dei tassi non rispetti le condizioni di compatibilità con l'equilibrio monetario interno ed esterno essa, anche in presenza di flessibilità del cambio, genera rapidamente effetti che la vanificano.

In senso opposto, dalla primavera del 1976, pur in presenza di aspettative di forte inflazione, l'aumento dei tassi d'interesse ha consentito di richiamare fondi dall'estero, di contenere le componenti speculative della domanda e di scoraggiare l'impiego del risparmio in benirifugio. L'innalzamento dei saggi d'interesse ha determinato un ridimensionamento delle disponibilità liquide delle imprese rafforzando l'efficacia della manovra monetaria.

L'incertezza sulla durata degli elevati tassi di crescita dei prezzi e sul corso della politica economica prima degli impegni biennali assunti con la « lettera d'intenti » indirizzata al Fondo monetario internazionale ha contribuito a spostare verso le scadenze più brevi la domanda di fondi, che il mercato ha conciliato con l'offerta, sin dai primi mesi del 1976, mediante un rapido innalzamento dei tassi e in particolare di quelli a breve termine. Nonostante che i rendimenti obbligazionari siano saliti nel corso dell'anno di circa tre punti, il mercato delle emissioni di titoli a medio e a lungo termine ha quasi completamente perso la propria vitalità, animato solo dai sussulti che gli imprimevano le periodiche scadenze del vincolo di portafoglio.

Ci si può chiedere se sarebbe stato desiderabile lasciar salire o sospingere i tassi a lungo termine verso livelli più elevati di quelli a breve e se la relazione tra i primi e i secondi che si è avuta dall'inizio del 1976 possa e debba essere mantenuta.

La diversa entità del movimento ascensionale dei tassi praticati per differenti scadenze riflette sia il fatto che i tassi a breve termine

sono piú rapidi nell'adeguarsi a mutate condizioni di mercato, sia la circostanza che essi dipendono dal saggio di inflazione che ci si attende per il prossimo futuro; una spinta inflazionistica si ripercuote invece sui tassi a lungo termine solo in quanto modifichi le aspettative degli operatori circa l'andamento dell'inflazione nel lungo periodo. Oltre che fisiologica, una mobilità dei tassi a breve maggiore di quella dei tassi a lungo termine è desiderabile. E' infatti preferibile conseguire un dato effetto sulla domanda interna e sulla bilancia dei pagamenti agendo sulla componente delle scorte e sui crediti commerciali con l'estero piuttosto che sugli impianti e sulle attrezzature. Il limite al finanziamento a lunga scadenza, oggi rappresentato dall'insufficiente offerta di fondi, finirebbe con l'essere posto dalla scarsità della domanda, qualora si permettesse che il rialzo dei saggi a lungo termine fosse cospicuo.

La probabilità di una flessione, graduale o rapida, dell'inflazione aumenta eccessivamente il rischio degli operatori che debbono indebitarsi a tassi nominali molto elevati per il finanziamento di investimenti di lunga durata come quelli nelle abitazioni, nelle opere pubbliche e nei servizi di pubblica utilità. Dall'altro lato, chi risparmia non desidera assumere senza un proporzionato compenso il rischio che permangano nel tempo saggi d'inflazione notevolmente maggiori dei tassi nominali a lungo termine.

Da qui discende l'utilità di strumenti finanziari diversi da quelli tradizionali che, rendendo piú flessibile nel tempo il tasso nominale di interesse a lungo termine al mutare del saggio di crescita dei prezzi e delle condizioni di mercato del credito, riducano l'incertezza dell'onere reale del debitore e del rendimento per il creditore; l'indicizzazione nelle varie forme sembra piú adatta per il mercato dei mutui fondiari, mentre di piú ampia applicazione appaiono i finanziamenti a tassi variabili.

Il talento e la sensibilità di mercato degli emittenti sono in grado di dare ai titoli offerti caratteristiche che incontrino il favore del pubblico; di ciò si ha già qualche cospicuo esempio o anticipazione.

La struttura dei tassi di interesse secondo scadenza è resa anomala, nel nostro Paese, dalla giustapposizione di un segmento del mercato finanziario irrigidito da interventi amministrativi di varia natura ad un segmento mobile e libero. In condizioni di forte ascesa dei prezzi la congiunzione tra i due bracci della curva dei rendimenti diviene un punto di crisi che tende a spostarsi. Sarebbe ragione di grave danno se il movimento avvenisse nel senso di estendere la zona rigida verso il breve termine. Qualche passo verso un adeguamento graduale nella direzione

opposta è stato compiuto di recente, non solo consentendo un certo rialzo dei tassi a lungo termine e qualche flessione di quelli a breve, ma altresì rendendo più rispondenti agli andamenti di mercato i tassi di riferimento per la concessione del credito agevolato.

Non possono trovarci favorevoli, quindi, le idee ed i suggerimenti intesi a ridurre il costo nominale del credito a breve mediante una regolamentazione dei tassi passivi corrisposti dalle banche. Solo se il tasso di interesse sui depositi si adegua rapidamente al mutare delle condizioni dei mercati monetari e del credito può essere ridotta la potenziale instabilità di un'ingente massa monetaria.

Anche a prescindere dai possibili spostamenti della domanda dalla moneta alle attività sull'estero, l'allocazione del risparmio subirebbe nuove distorsioni se la concorrenza bancaria venisse mortificata nell'unico campo nel quale ancora si esplica in forme relativamente libere e se, per i servizi offerti dalle aziende di credito alla clientela, si favorisse una fissazione di prezzi non corrispondenti ai costi di produzione: l'esplicito pagamento di interessi verrebbe infatti sostituito sia da una più ampia offerta di servizi gratuiti sia, per le imprese che sono anche indebitate col sistema bancario, da più favorevoli condizioni di erogazione del credito. Ne soffrirebbero in particolare quei clienti che attingono in misura minore, rispetto all'entità dei loro depositi, ai servizi e al credito offerti dalle banche: trattandosi in prevalenza dei detentori di modesti depositi, si avrebbe una nuova forma di penalizzazione del piccolo risparmio.

Oltre a queste ragioni economiche, altre di natura tecnica e amministrativa rendono una simile misura assai difficile da praticare. Una remunerazione dei conti correnti troppo inferiore a quella dei depositi a risparmio causerebbe un largo abbandono di un tipo di deposito, qual è il conto corrente, più moderno, meno costoso a gestire per la banca, più comodo da utilizzare per il cliente. La proposta di colpire i correntisti si fonda inoltre sul presupposto di una separazione tra questa ed altre forme di detenzione del risparmio presso le banche che l'estensione della tecnica di trasferimento elettronico di fondi è destinata a far progressivamente scomparire: a misura che diviene possibile per il cliente prelevare a distanza dal deposito a risparmio, l'assegno, che è l'elemento distintivo del conto corrente, perde il proprio carattere esclusivo di mezzo di pagamento bancario e si vanifica la discriminazione amministrativa tra la disciplina del conto corrente e quella del deposito a risparmio.

La richiesta di abbassare i tassi d'interesse senza vincoli rispetto al tasso d'inflazione e ai tassi di rendimento negli altri paesi contraddice

anche l'obiettivo di medio periodo di rendere piú elevata e piú stabile la domanda di attività finanziarie e di richiamare un'offerta di capitali esteri che dal lato della domanda dovrebbe essere facilitata mediante il ritorno a condizioni di piú alta redditività delle imprese.

### Il finanziamento del Tesoro.

La riconduzione dei tassi verso livelli nominali piú bassi presuppone un allentamento delle tensioni inflazionistiche, il quale a sua volta non è raggiungibile senza la riduzione del finanziamento monetario del Tesoro. Si pone quindi, anche sotto questo riguardo, il problema se qualche regola debba essere imposta a questa forma di finanziamento.

Nella media degli ultimi cinque anni il 162 per cento della creazione di base monetaria ha trovato la propria contropartita nei confronti del Tesoro: i finanziamenti all'Economia e l'Estero hanno quindi agito nel senso di assorbire una parte della base monetaria creata dal Tesoro. La frazione di fabbisogno non coperta dalla banca centrale è stata reperita, in una proporzione crescente, con debito a breve termine: i BOT, che costituivano il 6 per cento dei titoli di Stato detenuti dalle aziende di credito e dal pubblico alla fine del 1973, ne rappresentavano il 38 per cento al termine del 1976.

La legge disciplina le tre forme nelle quali l'Istituto di emissione può alimentare l'espansione monetaria mediante l'acquisto di crediti verso lo Stato. A prescindere dall'anticipazione ordinaria, prevista in una somma fissa divenuta assai modesta e da anni inutilizzata, la Banca d'Italia è tenuta al finanziamento monetario attraverso il conto corrente per il servizio di tesoreria provinciale entro il limite del « 14 per cento dell'ammontare delle spese correnti e di quelle in conto capitale risultanti dalle previsioni iniziali e dalle successive variazioni ». Non vi sono invece obblighi né limiti per la terza forma, l'acquisto di buoni ordinari del Tesoro e di altri titoli di Stato: lo statuto della Banca d'Italia stabilisce soltanto che l'« Istituto di emissione può impiegare somme in titoli emessi o garantiti dallo Stato ». Esso lo fa nell'esercizio di un'autonoma valutazione delle condizioni dei mercati finanziari e degli strumenti idonei a perseguire gli indirizzi della politica monetaria e creditizia. Le stesse assunzioni a fermo di titoli sono espressione di autonomia contrattuale, anche quando, come per l'emissione di buoni ordinari del Tesoro, le disposizioni della contabilità di Stato impongono la forma del decreto ministeriale. Ugualmente discrezionale nella quantità così come nel prezzo è la compravendita di buoni e titoli di Stato sul mercato secondario.

Non è dunque in forza di un obbligo di legge che il portafoglio di titoli del debito pubblico si è andato gonfiando nell'attivo dell'Istituto di emissione, ma perché l'Istituto ha creduto di accettare la validità di una ragione economica e storica più cogente della pur profonda convinzione di quanto sia effimero e distorsivo il sostegno dell'occupazione e del reddito affidato all'inflazione. Le operazioni della nostra Banca che hanno effetto sulla creazione della base monetaria subiscono i condizionamenti delle scelte fondamentali della società: in particolare quelle originate dai rapporti con il Tesoro si ricollegano a decisioni sovrane del Parlamento e dei Governi che esso esprime. In una catena di relazioni sociali e politiche in istato di tensione, la moneta rappresenta l'anello debole ed il finanziamento monetario del Tesoro il punto di rottura di questo anello.

Il ricorso all'Istituto di emissione è dunque l'estrema manifestazione della sproporzione tra le dimensioni del bilancio del settore pubblico e l'apporto che esso dà all'efficienza e alla capacità di crescita dell'economia. L'azione del Governo e del Parlamento si è già indirizzata a precludere agli enti territoriali l'accesso alle aziende di credito per il finanziamento a breve termine, accentrandolo presso la Cassa Depositi e Prestiti, nell'intento di creare le premesse per un maggior controllo sui loro disavanzi. Gli organismi internazionali che prestano all'Italia un sostegno finanziario, d'altro canto, hanno ricevuto assicurazioni dalle Autorità politiche che in altri punti del sistema saranno compiute azioni di risanamento. Nei confronti del Fondo monetario internazionale è stato assunto l'impegno di ridurre notevolmente l'incidenza sul reddito nazionale non solo del disavanzo del Tesoro, ma anche di quello del settore pubblico in senso più ampio, contenendo l'espansione nominale degli stanziamenti di spesa e riducendoli in termini reali.

Al fine di evitare che ai danni derivanti dalle dimensioni e dalla struttura dei bilanci del settore pubblico altri se ne aggiungano per un eccesso di finanziamento monetario, occorre agire innanzi tutto nelle sedi in cui si compie il processo di decisione, esecuzione e controllo della spesa. Quando il contenuto di troppe leggi di spesa è tale da non offrire, né per l'immediato né per il futuro lontano, la speranza che esso stimoli la produttività e l'efficienza nella misura necessaria ad autofinanziarsi, sono poste già le premesse della futura instabilità monetaria.

Ad una più ordinata politica del debito pubblico gioverebbero poi una più chiara amministrazione e previsione dei flussi di cassa dello Stato e degli altri enti ed istituzioni che gli si ricollegano, o perché ne ricevono assegnazioni di entrate o perché i loro disavanzi vengono in ultima

istanza da esso coperti. Un impegno dell'autorità di governo a contenere la sollecitazione all'espansione monetaria derivante dal disavanzo dovrebbe essere riferito ad un quadro di previsione e controllo dei flussi di cassa, per i quali una legge del 1976 prescrive l'invio di relazioni trimestrali al Parlamento. Tale impegno non lascerebbe intatta la discrezionalità che, nell'acquisto di titoli del debito pubblico, la legge assegna all'Istituto di emissione qualora quest'ultimo non avesse, come un qualsiasi componente del mercato, il diritto di indicare il prezzo al quale è disposto ad effettuare il finanziamento richiesto.

E' proprio sul fronte dei tassi d'interesse che la copertura del disavanzo si presenta nel suo aspetto più delicato. E' necessario, a questo proposito, che l'adoperarsi per rendere minimo il costo dell'indebitamento, che risponde ad un criterio di efficienza valido nella sfera pubblica non meno che in quella privata, non traligni nel collocamento forzoso. Il rispetto non solo formale del principio che ispira l'articolo 81 della Costituzione vuole che quella parte della copertura della spesa che non è assicurata dall'imposizione di tributi approvati dai rappresentanti eletti al Parlamento avvenga a condizioni che la collettività stessa direttamente approva, il che accade solo se i titoli del debito pubblico sono offerti a rendimenti che ne consentano una sottoscrizione libera; ciò vale per qualunque prenditore. Un criterio di allocazione delle risorse che eviti distorsioni impone alla Banca d'Italia la condizione minima di non sottoscrivere all'emissione titoli a tassi inferiori a quelli ai quali contemporaneamente avvengono liberi acquisti del pubblico in misura sufficiente a mantenere l'espansione monetaria entro i limiti desiderati.

Nel corso del 1976 il collocamento dei buoni ordinari del Tesoro è quasi sempre avvenuto a tassi inferiori a quelli base; il pronto adeguamento delle condizioni monetarie interne al variare delle pressioni sul cambio è la riprova da un lato dell'efficacia degli strumenti di mercato rispetto a quelli coercitivi, e dall'altro della buona intesa tra le Autorità monetarie. A due riprese, tuttavia, in marzo e in ottobre, in momenti in cui il controllo della liquidità interna era particolarmente difficile, l'offerta di BOT avvenne a rendimenti insufficienti a garantire almeno il rinnovo di quelli in scadenza: la Banca d'Italia sottoscrisse al prezzo base; non essendo prevista la possibilità di indicare uno sconto, sua unica alternativa sarebbe stata la grave decisione di non sottoscrivere. Ma ci è caro rendere grazie al Ministro del Tesoro dello spirito al quale, nell'operare le proprie difficili scelte tra obiettivi in conflitto, ha informato i rapporti con la Banca centrale, e dell'attenzione prestata alle nostre ragioni nelle ricorrenti, congiunte analisi della situazione monetaria.

Sotto altro cielo, il Cancelliere tedesco ha affermato in una recente solenne occasione: « la buona collaborazione tra il governo e la Bundesbank poggia sull'autonomia della banca centrale; essa è buona non malgrado, ma in ragione di questa autonomia » (Bad Godesberg, 11 maggio).

Anche per lo Stato, come per tutti i debitori, l'entità e il costo nominale dell'indebitamento a breve termine sono aumentati notevolmente; considerato su un più lungo arco di tempo, l'onere sarebbe stato però probabilmente maggiore se si fossero offerti buoni poliennali ai tassi necessari al loro collocamento tra il pubblico: l'inflazione di questi anni, radicatasi nelle aspettative come un male endemico della nostra economia, tende oggi a ritorcersi contro chi intende indebitarsi, anziché colpire, come più spesso è avvenuto, il creditore. Di fatto, il buono ordinario del Tesoro si è rivelato uno strumento altamente flessibile in un periodo di ampie fluttuazioni dei tassi, presentando molti dei vantaggi di un titolo a rendimento variabile.

Se l'entità dell'investimento in buoni ordinari del Tesoro ha superato ormai largamente le esigenze di una normale gestione di tesoreria bancaria ciò è avvenuto per un complesso di fattori che vogliamo considerare non permanenti: in primo luogo, l'instabilità dei mercati, la maggiore ampiezza delle oscillazioni cicliche e lo stesso susseguirsi di interventi coercitivi, effettivamente presi o solo temuti, hanno determinato un'elevata preferenza per la liquidità; in secondo luogo, il massimale sugli impieghi ha chiuso in parte alle banche lo sbocco più naturale dei fondi disponibili; infine, i titoli a lungo termine offrono rendimenti minori e trovano meno agevole mercato.

L'esigenza del Tesoro di riequilibrare la struttura del debito pubblico, quella della Banca centrale di non aggravare le condizioni del controllo dell'offerta di moneta e la convenienza per gli investitori stessi di distribuire su un più completo ventaglio di scadenze i propri investimenti in fondi pubblici, convergono nella direzione di spostare il finanziamento del Tesoro verso titoli a più lungo termine. I modi e i tempi di emissioni con scadenze più lunghe devono essere definiti in relazione a due fattori tra loro strettamente collegati: il rendimento offerto e le aspettative sui tassi d'interesse e sul corso dell'inflazione.

#### La scelta degli strumenti di regolazione e i flussi di credito.

Limiti al finanziamento monetario del Tesoro e una maggiore diversificazione delle scadenze del debito pubblico vanno considerati anche

come parte di un'azione volta a rendere piú efficaci gli strumenti del controllo monetario. L'uso intenso e vario che, in difetto di riserve valutarie, è stato fatto di questi strumenti in tutto il 1976 ha posto in luce contrasti e difficoltà maturati nel corso degli ultimi anni.

Tra i provvedimenti presi a seguito delle crisi valutarie del gennaio e del settembre, vi sono stati prelievi straordinari di riserva obbligatoria per circa 800 e 550 miliardi rispettivamente. In entrambe queste circostanze, come ho già ricordato, le aziende di credito, astenendosi dal rinnovare parte dei buoni ordinari del Tesoro in scadenza a marzo e ad ottobre, hanno accresciuto la propria liquidità di importi superiori a quelli delle riserve prelevate. Analoghi disinvestimenti di buoni hanno consentito alle banche, in maggio, di riacquistare la disponibilità di parte della base monetaria sterilizzata nello stesso mese dal deposito previo.

Disponendo sui tassi delle operazioni di rifinanziamento aumenti di sei punti all'inizio dell'anno e di tre in settembre, si è reso effettivamente penalizzatore il costo del ricorso all'Istituto di emissione, mentre si sono scoraggiate le aziende di credito dall'utilizzare la liquidità detenuta nella forma del conto corrente di anticipazione ordinaria. Questi aumenti hanno altresí corrisposto alla necessità di contrastare l'uscita di valuta con un rapido rialzo dei tassi a breve termine.

Nel mese di ottobre, la difficoltà di contenere attraverso il controllo della base monetaria lo sviluppo del credito nel breve periodo ha indotto alla reintroduzione di limiti all'accrescimento degli impieghi bancari.

Dal punto di vista delle tecniche del governo monetario, il significato principale della vicenda dell'anno passato è che il ricorso a strumenti coercitivi accanto a quelli di mercato, che ha caratterizzato l'azione di questi ultimi anni, ha raggiunto un punto critico oltre il quale è spesso controproducente. Il mantenimento di un accettabile grado di controllo impone di privilegiare l'una o l'altra delle due categorie di strumenti: e per il raggiungimento in tempi molto brevi di obiettivi sulla base monetaria o sui tassi d'interesse l'impiego di strumenti coercitivi è spesso scarsamente efficace, oltre a provocare effetti nocivi sulla struttura finanziaria.

All'ampliarsi della quota del disavanzo del Tesoro coperta con i titoli a breve, si è venuta allargando sul fronte dei tassi una zona che, per propria natura, è soggetta ad ampie oscillazioni, mentre gli operatori bancari e non bancari si sono dotati di riserve di liquidità secondaria che facilmente trasformano in base monetaria quando ne ravvisino la

convenienza. Sotto la spinta dell'inflazione degli anni settanta, d'altra parte, gli uffici operativi degli intermediari finanziari e i tesoriери delle grandi imprese si sono organizzati per trarre vantaggio da frequenti mutamenti dei tassi.

In un contesto siffatto, nel quale i mercati monetari e valutari offrono redditizie occasioni d'investimento di brevissimo termine, sarebbe imprudente pensare che disposizioni amministrative sul credito possano rendere superfluo il controllo della base monetaria, o che tale controllo possa normalmente affidarsi ad atti di coercizione sugli usi della stessa, quali le variazioni del coefficiente di riserva obbligatoria o il deposito previo. Essi sono inevitabilmente piú lenti, piú imprecisi e meno efficaci degli interventi che l'Istituto di emissione può quotidianamente effettuare quale banca che opera nel mercato. Questi interventi, d'altra parte, realizzano tanto meglio le loro finalità quanto piú sono svolti in un mercato efficiente, nel quale la tesoreria delle aziende di credito sia amministrata con l'intento di economizzare fondi improduttivi, e quanto piú sono condotti secondo le procedure e le modalità operative del mercato stesso.

Lungo queste linee, la Banca d'Italia ha introdotto nel 1976 la possibilità di regolamento accentrato delle operazioni con le aziende di credito. Inoltre, alla fine dell'anno, essa ha adottato criteri di maggiore flessibilità nelle proprie operazioni in BOT: invece di essere determinate dall'applicazione di un sistema di scarti fissi ai prezzi di aggiudicazione dell'asta piú recente, ora le condizioni vengono modificate con frequenza in relazione agli obiettivi di breve periodo di base monetaria e tenendo conto delle tendenze espresse dal mercato. Grazie anche a questi criteri d'intervento, l'Istituto di emissione ha ceduto BOT lungo tutto il mese di gennaio e in febbraio di quest'anno, e nuovamente, in misura anche maggiore, lungo quelli di aprile e maggio, evitando che le eccedenze di base monetaria stagnassero a lungo nel sistema bancario per trovare solo nel momento dell'asta un'occasione di proficuo investimento.

Siffatte innovazioni possono risparmiare agli operatori improvvisi atti di coercizione sulla base monetaria, ma non bastano purtroppo a rendere superflui altri congegni di controllo diretto del credito sperimentati in questi anni. Nonostante che tutta la gamma di detti strumenti sia oggi in vigore, rimaniamo consapevoli della gravità delle distorsioni che la concorrenza bancaria e l'allocazione delle risorse subiscono dall'imposizione di una misura uniforme a situazioni aziendali che sono diverse e che devono potersi evolvere secondo dinamiche distinte. Il vincolo di portafoglio

ha il duplice inconveniente di condurre all'uniformità le strutture degli attivi bancari e di spostare il collocamento dei titoli dal pubblico alle aziende di credito, con ciò esasperando il carattere di monocultura assunto dalle attività finanziarie delle imprese e delle famiglie. Il massimale, d'altra parte, produce l'effetto di congelare le quote di partecipazione delle singole aziende di credito al mercato degli impieghi bancari. La spinta all'uniformità degli attivi e la rigidità imposta alle quote di mercato degli impieghi alterano inoltre le condizioni di concorrenza sul mercato dei depositi; il loro congiunto operare può addirittura creare conflitti interni al sistema dei vincoli.

Il ritorno a piú stabili equilibri negli assetti fondamentali della nostra economia permetterà di correggere le distorsioni accumulate nel corso di questi anni. Ma conviene non trascurare le occasioni di apportare qualche miglioramento al sistema dei controlli mentre esso è in vigore. Per quanto in particolare riguarda i massimali sugli impieghi bancari, nel rinnovarli per il periodo dall'aprile 1977 al marzo 1978 si è cercato di rispettare maggiormente la diversa dinamica presentata dai singoli istituti, modificando il calcolo della base di riferimento e passando da un controllo mensile a uno bimestrale.

### La vigilanza sull'esercizio del credito.

La diffusione dei vincoli amministrativi all'attività creditizia è fra le condizioni che definiscono i contenuti dell'attività di vigilanza e ne hanno accresciuto l'impegno.

La legge affida all'organo di vigilanza il compito di difendere il risparmio, almeno nella sua espressione nominale, e di controllare che l'esercizio del credito avvenga nel rispetto delle norme e di quei principi che devono presiedere ad un'amministrazione economica dell'impresa bancaria. La protezione dei depositanti, in mancanza di altri strumenti, è assicurata dalla preservazione delle unità in cui si articola il sistema creditizio; essa deve essere perseguita sino al punto in cui non venga compromesso l'altro principio, quello di un'efficiente gestione aziendale.

Il perseguire gli obiettivi della stabilità e dell'efficienza del sistema creditizio, compito di per sé non facile per essere gli stessi solo parzialmente compatibili tra loro, diviene piú arduo allorché esigenze piú generali di politica monetaria impongono il ricorso a provvedimenti amministrativi sui flussi di credito; intrecciandosi con l'ordinaria azione di

sorveglianza sugli organismi creditizi, essi possono, nell'immediato, contribuire alla stabilità del sistema, ma finiscono con lo sviluppare effetti contrari all'efficienza.

Nei bilanci delle aziende di credito si riflette un sistema economico in preda all'inflazione: gli attivi e i passivi continuano a gonfiarsi a saggi elevatissimi se computati in termini nominali, ma molto più bassi e talora nulli o negativi se si esclude l'effetto dei prezzi. La composizione delle attività, a sua volta, è l'immagine non solo dello stratificarsi di vincoli sempre più numerosi e frequenti, ma anche del deteriorarsi della struttura finanziaria delle imprese.

La qualità degli impieghi bancari si è impoverita ogni qual volta le aziende di credito sono state poste nella condizione di dover assicurare il finanziamento delle perdite industriali, talvolta provocate da provvedimenti amministrativi che bloccano i prezzi dei prodotti a livello molto più basso dei costi di produzione. Il principio della sopravvivenza assicurata all'impresa affidata tende quindi a cercare nel credito il suo sostegno di breve periodo e nell'inflazione continuata la soluzione a più lungo termine. Ne risultano una dequalificazione dell'attività bancaria, ridotta talvolta a una forma di intervento assistenziale, e un'apparente floridezza del sistema bancario i cui bilanci si espandono e i cui conti economici pongono in luce utili in parte scritturali per il diffondersi delle posizioni incagliate. Anche se su di queste è tenuto a liquidare gli interessi, il prudente amministratore non può non provvedere ad accantonamenti precauzionali.

La responsabilità se effettuare o no il singolo finanziamento è e deve rimanere affidata, in un sistema con pluralità di centri e di livelli decisionali, all'azienda di credito; quest'ultima deve essere libera da condizionamenti impropri e, nei limiti dettati dall'interesse pubblico, non assoggettata a troppi obblighi da parte delle stesse autorità di vigilanza. Sembra quindi ingiusto addossare oggi al settore bancario la responsabilità per i finanziamenti fatti a imprese pubbliche o private che si trovano in istato di dissesto, senza tener conto dei limiti che alla discrezionalità del banchiere si sono di volta in volta posti in nome d'interessi generali o particolari, di lungo e, più spesso, di breve periodo.

Condizionamenti all'erogazione del credito potrebbero derivare a favore di alcuni gruppi di prenditori anche dal fatto che questi sono in grado di influire sulla composizione e quindi sugli atteggiamenti degli organi deliberanti delle istituzioni creditizie. In aderenza al principio sancito dalla legge bancaria che considera la funzione creditizia d'interesse pubblico, l'organo di vigilanza sta rivedendo criticamente alcuni

tipi di assetto proprietario che potrebbero, almeno potenzialmente, favorire una distribuzione di risorse creditizie in funzione di legami di gruppo. Da tali preoccupazioni discende la preferenza espressa dall'organo di vigilanza perché non s'accresca il numero delle aziende di credito direttamente o indirettamente controllate dall'industria e possibilmente lo si riduca qualora se ne presenti l'opportunità.

Anche con riferimento alla parte pubblica del sistema bancario, si nutrono analoghe apprensioni. Sembra giunto il momento di por mano a una revisione dei meccanismi per le designazioni e per le nomine bancarie che assicuri maggiormente il rispetto dell'esigenza di difendere l'autonomia della funzione creditizia. Il mantenimento di un sistema basato sulla divisione di responsabilità richiede, entro le direttive fissate dagli organi pubblici, piena libertà per gli amministratori degli enti creditizi nell'assumere rischi, tanto più certa quanto più la designazione degli stessi ubbidisca a criteri di capacità professionale e non sia affidata alla mera discrezionalità degli organi cui spetta il potere d'indirizzo.

La difesa dell'efficienza nella parte pubblica del sistema creditizio si effettua anche evitando che la medesima persona sia chiamata a ricoprire cariche amministrative o sindacali in enti che non hanno tra loro alcun collegamento patrimoniale e soprattutto rinnovando puntualmente alla scadenza del mandato gli organi amministrativi e di controllo. Il dibattito parlamentare e quello che si svolge nella pubblica opinione hanno portato a individuare alcuni requisiti che dovrebbero essere posseduti dai candidati a ricoprire posti di responsabilità nelle istituzioni creditizie pubbliche, ma il numero delle cariche vacanti e di quelle rette in regime di *prorogatio* continua ad accrescersi. Per rendere operativo il principio della regolare ricostituzione degli organi sociali potrebbe essere attribuito all'autorità di vigilanza il compito di nominare, in via sostitutiva e temporanea, un amministratore o un controllore straordinario, qualora la *prorogatio* ecceda un predeterminato limite.

In tema di espansione territoriale delle aziende di credito e di costituzione di nuovi intermediari creditizi, l'esperienza di altri paesi mostra che una completa liberalizzazione della materia dà luogo a un aggravamento dei costi che si ripercuote sul livello dei tassi praticati alla clientela. In conformità all'indirizzo dettato dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, la vigilanza ha elaborato criteri che tengono soprattutto conto dell'esigenza di aumentare la produttività del sistema e, dove ritenuto necessario, il livello di competitività al fine di renderlo più uniforme; un maggiore posto alle esigenze di concorrenza-

lità ci viene oggi richiesto anche dalle sedi comunitarie, dove è in corso di preparazione una direttiva per il coordinamento della legislazione bancaria.

La razionalizzazione del sistema bancario nella sua articolazione territoriale richiede soprattutto una redistribuzione della rete degli sportelli la quale potrebbe avere un moderato aumento in relazione allo sviluppo economico delle singole zone e alla connessa domanda di servizi bancari e di pagamento. In quest'opera di riordino potrebbero trovare soddisfazione talune istanze, avanzate da quelle componenti del sistema bancario la cui crescita richiede il superamento di tradizionali ambiti locali o la presenza nei maggiori centri finanziari del Paese.

Per le aziende di credito, in particolare, le citate esigenze divenute ora prevalenti rispetto a quella, peraltro non trascurata, della diffusione dei servizi bancari su tutto il territorio nazionale vengono valutate sulla base di parametri quantitativi che sono impiegati nella selezione delle richieste sia di apertura di sportelli sia di costituzione di aziende di credito a carattere locale.

Particolare attenzione è stata dedicata al rafforzamento patrimoniale degli intermediari creditizi. Nel settore del credito speciale tale azione è stata perseguita sia attraverso un maggiore equilibrio, quanto a scadenze, tra attivo e passivo degli intermediari con l'estensione a tutte le categorie di istituti dell'accesso agli strumenti di provvista a lungo termine, sia mediante l'introduzione di limiti massimi nel rapporto tra raccolta e mezzi patrimoniali. Nel settore del credito ordinario, invece, le aziende di credito sono state incoraggiate a rafforzare il proprio patrimonio, facendo da esso dipendere una maggiore autonomia operativa.

Analoga azione nel comparto degli intermediari specializzati si è estrinsecata mediante l'ampliamento della competenza territoriale, in particolare nel settore dei finanziamenti all'edilizia dove più pressanti si manifestano le istanze anche di ordine sociale, e attraverso l'alleggerimento di vincoli amministrativi.

Un passo verso la razionalizzazione del credito agevolato è stato compiuto con l'introduzione di un meccanismo di adeguamento automatico dei tassi riconosciuti agli istituti, che evita soluzioni di continuità nell'erogazione del credito e soddisfa l'esigenza delle imprese di disporre dei finanziamenti in relazione allo stato di avanzamento delle

opere. Al fine poi di ottenere con il vincolo di portafoglio il massimo effetto di sostegno degli investimenti, lo strumento dell'autorizzazione è stato utilizzato per favorire le emissioni necessarie nel breve periodo all'esecuzione degli impegni assunti dagli intermediari.

Al compito di promuovere gli indirizzi di politica monetaria e creditizia e di dare loro attuazione si accompagna quello di controllare l'esecuzione delle disposizioni e di valutare le condizioni patrimoniali, finanziarie, economiche e organizzative delle singole istituzioni creditizie. Anche se non in maniera esclusiva, questa funzione di controllo si esplica mediante un'azione ispettiva la cui finalità non può essere che quella di difendere i depositanti attraverso un attento apprezzamento dello stato e della qualità degli impieghi e in genere degli averi dell'istituzione creditizia.

Nell'esercizio dell'attività di controllo possono incidentalmente emergere fatti, che presentano profili di irregolarità penalmente sanzionabili, dei quali il Governatore è tenuto a fare rapporto all'autorità giudiziaria. L'intrinseca delicatezza della materia ha spinto l'organo di vigilanza a predisporre strutture organizzative che consentano la valutazione collegiale, al massimo livello di responsabilità tecnica e giuridica, di tutte le irregolarità di cui si viene a conoscenza nell'azione di sorveglianza. Nei casi in cui si assume la decisione di informare il magistrato, essa discende da un riscontro obiettivo tra la fattispecie e l'astratta previsione della norma penale.

I rapporti con la magistratura sono improntati ad una doverosa collaborazione; essi si estrinsecano soprattutto nella messa a disposizione di personale esperto cui i giudici intendono affidare incarichi peritali nei settori della moneta e del credito, nonché nel fornire, in relazione a procedimenti penali in corso, notizie, informazioni e dati utili ai fini di giustizia di cui l'Istituto sia in possesso.

Nello svolgimento della nostra azione di vigilanza siamo aiutati dalla leale collaborazione che soprattutto durante le ispezioni viene offerta dalle istituzioni creditizie. Un clima di fiducia reciproca e il riconoscimento delle rispettive sfere di responsabilità sono essenziali al raggiungimento degli scopi che le visite presso le aziende si prefiggono. Anche tali occasioni servono a trasmettere esperienze e innovazioni che, nonostante gli stimoli concorrenziali, non si diffondono con la necessaria speditezza, almeno fra le unità minori. E dei molti legami diretti e indiretti che la Banca centrale ha con le istituzioni creditizie lo scambio di esperienze è tra quelli che sono venuti acquistando importanza preminente negli ultimi anni.

*Signori Partecipanti,*

all'inizio di queste considerazioni ho sottolineato la diversità dei risultati che, negli anni seguiti alla crisi del petrolio, i paesi industriali hanno raggiunto nella lotta all'inflazione e nel ristabilimento dell'equilibrio esterno. Il processo attraverso il quale si è avvicinato o realizzato il conseguimento di questi due obiettivi è stato dovunque doloroso, comportando soste od arretramenti nel miglioramento del tenore di vita e nello sviluppo dell'occupazione. Da noi esso è stato anche più faticoso che altrove, svolgendosi con ritmo disuguale e nell'insieme più lento, e ciò in buona parte, ma non soltanto, a causa dell'entità del peggioramento delle ragioni di scambio con l'estero. Assunto l'equilibrio della bilancia dei pagamenti come un vincolo, il problema che il Paese ha davanti a sé per i prossimi anni, quale appare da questa sede, è quello di realizzare il controllo dell'inflazione mediante una scelta di politiche che non incida sul flusso delle risorse reali, che anzi lo accresca rispetto a quello ottenibile in presenza d'inflazione.

L'esigenza di orientare a questo fine le azioni di politica economica deriva anche dalla preminenza che esso ha assunto nella rosa di obiettivi degli altri paesi industriali. Quando la più forte economia dell'Europa occidentale punta ad iscrivere un 3 davanti alla virgola del dato che esprime l'aumento percentuale dei prezzi in ragione d'anno, noi non possiamo continuare ad iscrivervi un numero cinque volte maggiore senza pregiudicare il mantenimento della nostra apertura agli scambi internazionali, commerciali e finanziari, in un ordinato assetto di cambi.

Purtroppo, lo spazio aggiuntivo che si verrà creando nei prossimi anni dal lato del flusso delle risorse reali, per colmare il disavanzo esterno e consentire in seguito una crescente destinazione di mezzi agli usi interni, è più limitato che negli anni cinquanta e sessanta. Ciò aggiunge difficoltà al controllo dell'inflazione, perché abbassa il punto oltre il quale la domanda di incrementi nei redditi monetari da parte dei gruppi sociali non trova capienza nelle risorse addizionali disponibili per gli usi interni ed espande, quindi, l'eccesso di potere d'acquisto da assorbire con l'aumento dei prezzi.

Mentre ancora nel decennio 1964-1973, pur contrassegnato in non pochi anni da gravi difficoltà congiunturali, il tasso di sviluppo dell'economia in termini reali fu di poco inferiore al 5 per cento, negli ultimi tre anni esso è disceso al 2 per cento. Data la rigidità del costo del lavoro,

è da presumere che il perseguimento degli obiettivi di riallineare il saggio di inflazione a quello medio degli altri paesi dell'OCSE e di conseguire nelle partite correnti prima l'equilibrio e poi i saldi attivi con i quali rimborsare una parte dei prestiti esteri, non consentirà, ferme le attuali ragioni di scambio tra manufatti e materie prime, di superare nei prossimi anni tassi di sviluppo annui dell'ordine del 3 per cento.

Lo sviluppo del reddito qui prefigurato è quello consentito dal vincolo esterno; esso è inferiore a quanto sarebbe compatibile con la disponibilità dei fattori della produzione: il divario fra sviluppo effettivo previsto e sviluppo potenziale è il prezzo che occorre pagare finché non siano modificate in modo stabile la propensione all'importazione e la capacità di esportazione. La modifica di questi parametri comporta un forte impegno nelle politiche di struttura volte a risanare la finanza pubblica, a promuovere ed orientare la formazione del capitale. La loro attuazione presenta gravi difficoltà e richiede tempi necessariamente lunghi. Ma non esistono alternative coerenti con la scelta di mantenere il carattere aperto e di mercato della nostra economia, che costituisce esso stesso, per altri versi, una condizione necessaria alla innovazione e allo sviluppo.

Nella fase ora avviata di graduale riassorbimento del disavanzo esterno, le banche hanno svolto un ruolo il quale ha fatto sì che dallo scorso autunno quel disavanzo non abbia pesato né sulle riserve né sul cambio: rispetto alla fine di ottobre le riserve in valuta sono anzi aumentate di circa 2,5 miliardi di dollari.

L'afflusso di finanziamenti esteri ottenuto dal nostro sistema bancario ha svolto effetti indiretti di rilievo non minore: la creazione di lire che ne è seguita ha assicurato un ampio flusso di fondi alla sottoscrizione di buoni del Tesoro, riducendo quindi, per dato tasso d'interesse, il finanziamento monetario del disavanzo pubblico. Esso ha anche evitato che al primo impatto sui prezzi dell'aumento dell'imposizione indiretta e delle tariffe si sovrapponesse quello di uno scivolamento del cambio.

All'inizio di quest'anno, si aveva ragione di temere che in particolare dopo l'abolizione del diritto speciale si sarebbe creata sul mercato delle valute, lungo tutti i mesi primaverili, una congiuntura pericolosa, nella quale la domanda derivante dal disavanzo corrente e dalla regolazione dei debiti commerciali incorsi nei mesi precedenti avrebbe trovato alimento nella creazione di liquidità dovuta alla liberazione del deposito previo. Invece, dall'aprile il disavanzo valutario è stato finanziato più che per intero dall'indebitamento bancario all'estero, e la liquidità creata

dall'afflusso netto di valuta e dalla liberazione del deposito è stata nella maggior parte convogliata al Tesoro. Tra la fine di marzo e il 27 maggio, il portafoglio di buoni del Tesoro detenuto dalle aziende di credito e dal pubblico è aumentato di quasi seimila miliardi di lire, soprattutto per effetto delle vendite sul mercato secondario da parte del nostro Istituto, superando i 18 mila miliardi. I meccanismi di regolazione della liquidità attraverso il mercato hanno quindi manifestato una sensibile efficacia.

Da questo accostamento tra le prospettive di medio periodo e le più recenti vicende ritengo che sia legittimo trarre un invito e un riconoscimento che propongo a suggello di questa mia lettura.

Sulla strada della riconquista di equilibri finanziari più stabili, nella quale siamo impegnati, le banche hanno gettato un ponte; il ponte dell'indebitamento a breve termine che in esse s'incentra: del Tesoro e delle imprese verso le banche, delle banche verso l'estero e verso il pubblico. E' sopra l'ampiezza e sopra una sufficiente stabilità di questa struttura che si reggono la situazione monetaria esterna e quella interna del Paese. In una condizione siffatta la credibilità del sistema bancario si pone come un interesse generale prioritario, di cui ci diamo cura, ma del quale devono darsi ugualmente e massimamente cura tutti gli altri poteri che variamente concorrono a determinare la conduzione delle aziende e degli istituti di credito, l'assetto dei loro bilanci, le risultanze dei loro conti economici.

L'affidabilità di credito delle banche è anche il risultato dei loro comportamenti, dell'immagine che esse offrono. Per averla saputa conservare e sviluppare presso il pubblico e all'estero, rendendo al tempo stesso un servizio alla collettività, esse hanno bene meritato del Paese, in un momento cruciale del suo divenire.

## CONSIDERAZIONI FINALI

*Signori Partecipanti,*

L'illustrazione dei fatti amministrativi, del bilancio e del conto d'esercizio della Banca costituisce oggetto di un apposito capitolo della Relazione che vi è stata distribuita, al quale per ragioni di tempo si fa anche quest'anno rinvio. Come detentori del capitale dell'Istituto di emissione e in qualità di esercenti il credito, voi siete in duplice veste partecipi di problemi che attengono all'interesse generale e protagonisti di attività di cui esso assegna la direzione o definisce il contorno: cosicché se l'equilibrio dei conti d'esercizio costituisce, per noi e per voi, il momento di riscontro della economicità delle coordinazioni di uomini, mezzi materiali e finanziari attuate all'interno delle nostre aziende, è legittimo che in questa adunanza il discorso abbia ad incentrarsi piuttosto sui problemi dell'azienda Italia.

Prima di venire ai quali desidero tuttavia esprimere alla compagine del personale della Banca il riconoscimento che le è dovuto per aver fronteggiato con impegno un carico di lavoro che il movimento economico del Paese, la legislazione, la congiuntura valutaria e creditizia, hanno ancora in varie direzioni accresciuto, in un periodo di accelerato ricambio di generazioni nell'Istituto e con una diminuzione di 64 unità nella consistenza del personale rispetto all'esercizio precedente. Anche se le cessazioni dal servizio, che negli ultimi anni avevano registrato punte elevate, sono venute riducendosi, è stato necessario sviluppare, ed è ancora in corso, un notevole programma di assunzioni, con selezioni effettuate, pur su numeri massicci, in tempi tecnici molto rapidi.

La richiesta di collaborazione e di consultazione da parte degli organi dello Stato si è intensificata di pari passo con la tendenza a più frequenti interventi pubblici per orientare l'azione degli intermediari finanziari. Ampio contributo è stato dato alla definizione normativa di vari problemi creditizi; l'attività ispettiva sull'esercizio del credito si è indirizzata in misura accresciuta agli istituti maggiori; quella valutaria ha richiesto più numerosi e penetranti adempimenti.

Si è fatto fronte a notevoli incrementi di lavoro per l'aumentato movimento delle casse; per gli interventi intesi a rafforzare la sicurezza

1977

dei valori e delle persone; per le sopravvenute esigenze legislative in materia di rimborso di crediti d'imposta con vaglia cambiari della Banca e di versamenti in Tesoreria degli aumenti retributivi dipendenti da variazioni del costo della vita.

E' realizzata la meccanizzazione della contabilità dell'Amministrazione centrale; le operazioni dei movimenti in titoli presso le stanze di compensazione possono ora eseguirsi in forma automatica e accentrata; esistono i presupposti concreti per la gestione accentrata dei titoli mobiliari.

A questo serio impegno il personale viene chiamato in un quadro di livellamento economico fra gruppi diversi di lavoratori il quale gli ha imposto non solo un arresto, ma un sensibile arretramento nella posizione retributiva espressa in termini reali. Questo movimento verso una maggiore parità di condizioni, accelerato oltre il dovuto dall'insufficiente controllo dell'inflazione, rende imperativa l'esigenza di mantenere operanti procedure di selezione e di avanzamento fondate sulla giusta valutazione del merito.

#### L'economia internazionale.

Nel loro andamento recente le economie industriali hanno mancato l'obiettivo di trasformare la ripresa in un'espansione regolare e sostenuta del reddito e degli scambi.

Nell'insieme dei paesi dell'OCSE, lo sviluppo si è adagiato, lungo i trimestri centrali del 1977, su tassi annui inferiori al 3 per cento. Solo il ricorso, durante l'estate, a misure fiscali dai temporanei effetti espansivi ha permesso la realizzazione di una crescita, per l'intero 1977, del 3,6 per cento in termini reali, inferiore a quella dell'anno precedente (5,2 per cento) ed insufficiente a consentire un adeguato grado di utilizzazione dei fattori produttivi. Il numero dei disoccupati supera i 16 milioni, quasi la metà dei quali è al di sotto dei 25 anni. L'incremento degli investimenti fissi resta inferiore a quello occorso nelle fasi espansive dei precedenti cicli post-bellici.

Il tasso d'inflazione, misurato sui prezzi al consumo, ha ecceduto di circa mezzo punto quello di 8,7 per cento registrato nel 1976. Questa sia pur lieve accelerazione si è innestata, quindi, su un tasso già troppo elevato, sebbene notevolmente inferiore al massimo del 13,6 per cento toccato nel 1974. In presenza di una dinamica salariale mediamente in leggera decelerazione, dall'11 per cento del 1976 al 10, la mode-

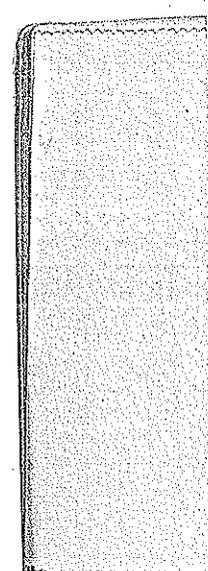
stia dello sviluppo produttivo ha ostacolato un ulteriore rallentamento dell'inflazione, frenando la crescita della produttività e accentuando quella dei costi del lavoro per unità di prodotto. Questi ultimi, nell'industria manifatturiera dei principali paesi, si sono accresciuti in media del 6 per cento, rispetto al 3 del 1976. Alla formazione della media concorre l'economia italiana, ma da una posizione fortemente distaccata: da noi, infatti, l'incremento dei costi unitari è stato triplo rispetto all'insieme degli altri paesi, nonostante una fiscalizzazione degli oneri sociali.

La lentezza dell'espansione è in notevole misura attribuibile ad alcuni paesi in cui la favorevole condizione della bilancia dei pagamenti avrebbe consentito un maggiore slancio produttivo. La crescita della domanda interna è stata infatti conforme ai programmi negli Stati Uniti, ma inferiore nella Germania federale e in Giappone. Questi due paesi hanno conservato l'uno, fortemente accresciuto l'altro, l'avanzo dei pagamenti correnti.

In presenza di uno sviluppo degli scambi internazionali limitato al 4 per cento, i paesi in disavanzo hanno potuto migliorare i loro conti con l'estero soltanto dimezzando il tasso di crescita rispetto al 1976. Il ridotto sviluppo del commercio mondiale è da ricondurre anche alla scarsa espansione delle economie dei paesi socialisti e a fenomeni di neo-protezionismo strisciante che a loro volta trovano radice nel basso tasso di crescita. Lo stato di grave disoccupazione della mano d'opera assegna costi economici e sociali, ritenuti insopportabili, all'adattamento delle strutture produttive, che però sarebbe richiesto sia dall'instaurarsi di nuovi rapporti di prezzo tra prodotti industriali e prodotti primari, sia dall'affermarsi di nuovi centri di produzione industriale.

Nelle sedi internazionali, l'intento di ridare slancio all'economia mondiale è stato perseguito dapprima investendo gli Stati Uniti, la Germania federale e il Giappone del ruolo di « locomotive » della espansione; per gli ultimi due paesi ciò implicava la realizzazione di tassi di sviluppo superiori a quelli che i responsabili della loro politica economica sono stati in grado di conseguire o hanno trovato in sé la disposizione a perseguire. In una seconda fase, sul finire dell'anno, una meno netta contrapposizione di ruoli è stata ricercata con la proposta di un'azione « concertata » di sostegno alla domanda, con partecipazione graduata ma diffusa.

L'esigenza di un miglior coordinamento tra le maggiori economie va oltre gli aspetti congiunturali. Pur collocandosi su una tendenza



decescente, l'avanzo di parte corrente dell'OPEC, al di là delle oscillazioni che subisce in relazione a quelle dell'attività economica dei paesi industriali, resta il dato di fondo. Entro la cornice, comune alle economie industriali, di peggiorate ragioni di scambio e di difficoltà nella riallocazione delle risorse, rimane irrisolto il problema della definizione, da parte dei maggiori paesi, di linee di politica economica atte a realizzare, all'interno dell'area OCSE, una distribuzione del disavanzo corrente che solleciti il miglior utilizzo delle risorse e favorisca il processo di accumulazione.

La caduta degli investimenti nel 1974-75 ha riflesso l'ampiezza della recessione: politiche monetarie stabilizzatrici e un'accentuata propensione delle famiglie alla liquidità hanno accresciuto i rischi finanziari delle imprese e contribuito a far cadere l'utilizzazione della capacità produttiva. Successivamente la ripresa dell'accumulazione è stata rallentata dal persistere di mediocri attese di profitto e da una diffusa incertezza sulla stabilità della domanda, in termini di volume e di composizione, e sui prezzi relativi dei prodotti e dei fattori. Minore è stata l'influenza della struttura delle passività finanziarie: dopo il 1975, in diversi paesi le imprese hanno potuto realizzare condizioni più vicine a quelle di equilibrio; l'Italia costituisce, anche sotto questo aspetto, un'eccezione.

L'azione necessaria per uscire da questo stato e ridare slancio all'investimento privato sembra doversi collocare su più piani. Si tratta di imprimere una dinamica più sostenuta e regolare alla domanda globale; di ridurre l'incertezza sugli andamenti del costo del lavoro, con interventi moderatori di politica dei redditi; di definire alcune grandi linee della composizione della domanda agendo sulla struttura della spesa pubblica; di preordinare al rilancio degli investimenti la politica fiscale, nella definizione della pressione tributaria sui profitti lordi in termini reali.

Dalla difformità finora prevalsa nei criteri di gestione della domanda interna sono derivati squilibri la cui maggiore espressione nello scorso anno è stato il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, stimato in 20 miliardi di dollari, e superiore a quello complessivamente accumulato nel quinquennio 1970-74. All'impatto dello sfasamento ciclico rispetto alle altre maggiori economie si è sommato l'effetto di fattori strutturali: in primo luogo l'espansione del disavanzo energetico, che si riflette nell'accrescimento delle impor-

tazioni americane di petrolio da 3 miliardi di dollari nel 1971 a 41 nel 1977.

In questo scenario si sono sviluppate forti pressioni sul dollaro, amplificate da flussi di capitali che hanno assunto dimensioni assai elevate soprattutto nell'ultimo trimestre del 1977 e nel primo dell'anno corrente. Della debolezza del dollaro è dato cogliere ripercussioni di vario senso sugli interventi regolatori del mercato dei cambi, sul costo degli approvvigionamenti di petrolio, sui mercati internazionali del credito.

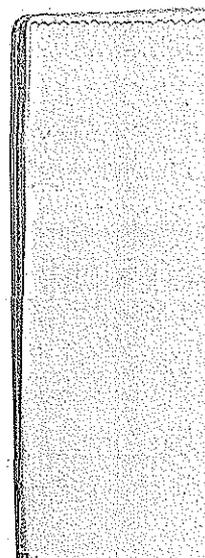
Sul mercato dei cambi, la caduta è stata frenata da una massiccia azione di sostegno, svolta dalle banche centrali dei paesi in avanzo — segnatamente dalla Banca d'Inghilterra, che ha finanziato circa metà del deficit ufficiale degli Stati Uniti — e solo nei primi mesi del 1978 anche dalle autorità americane.

L'apprezzamento di alcune valute tra cui lo yen, il franco svizzero e il marco, derivato anche da afflussi di capitali, è andato molto oltre la misura corrispondente al minor tasso di inflazione delle rispettive economie e ne ha quindi ridotto la competitività, sviluppando pressioni recessive e smorzando gli impulsi alla loro ripresa endogena.

La caduta della moneta americana non ha provocato paralleli aumenti nel prezzo in dollari del greggio: per l'effetto congiunto della stasi dell'economia mondiale e dello sfruttamento di nuovi giacimenti si è verificata infatti una temporanea eccedenza dell'offerta.

Attraverso l'eccezionale espansione dei mercati finanziari internazionali, la valuta americana ha non solo conservato, ma addirittura accentuato la sua funzione nei rapporti di credito: su questi mercati i 4/5 circa dei contratti bancari attualmente in essere e i 3/5 dei titoli emessi negli ultimi quattro anni sono stilati in dollari. La caduta del dollaro ha dato luogo a un rilevante effetto di redistribuzione della ricchezza a livello mondiale. Il valore reale dell'indebitamento delle aree deficitarie è diminuito; il problema dell'indebitamento internazionale nel corso del 1977 è stato quindi in qualche misura alleviato, anche perché, con un ridotto saldo attivo OPEC, il forte disavanzo degli Stati Uniti ha consentito una diminuzione di quelli delle altre aree e segnatamente dei paesi in via di sviluppo non petroliferi.

La precarietà degli equilibri raggiunti nell'anno decorso è peraltro insita nel fatto che la contrazione dell'onere petrolifero e la caduta del dollaro sono collegate all'insoddisfacente ritmo di sviluppo registrato



dall'economia mondiale. Un'ulteriore svalutazione, che fosse anticipata dagli operatori, potrebbe portare a una progressiva riduzione del ruolo della valuta americana come unità di conto internazionale; d'altra parte, l'intento di evitare perdite potrebbe indurre i detentori di attività finanziarie in dollari a una loro notevole diversificazione, di cui si è avuto recentemente qualche accenno. Rilevanti spostamenti nella distribuzione per valute dell'esistente volume di liquidità internazionale creerebbero una grave e forse non dominabile instabilità nei mercati. L'espansione dell'intermediazione bancaria internazionale è venuta attivando, per importi elevatissimi, meccanismi finanziari ad alta elasticità rispetto ai rendimenti attesi, non sottoposti a controlli quantitativi e qualitativi unificati e mancanti di un ben individuato e responsabile prestatore di ultima istanza. Inoltre, all'interno di questo sistema internazionale di intermediazione bancaria si è venuta operando una sostanziale trasformazione di scadenze intesa a servire ad un tempo la spiccata preferenza per la liquidità dei depositanti e l'oggettiva esigenza di finanziamento a lungo termine di molte aree.

L'argomento secondo cui la crescita della liquidità ufficiale avrebbe dato alimento all'inflazione mondiale non appare giustificato. I cambi flessibili hanno restituito ai processi di espansione monetaria e di inflazione caratteristiche nazionali, tanto che proprio i paesi industriali in avanzo hanno mostrato la maggiore decelerazione di prezzi e costi. Inoltre il balzo dei prezzi del petrolio ha spinto le autorità monetarie di molti paesi a neutralizzare le ripercussioni deflazionistiche degli insorgenti disavanzi ricorrendo all'indebitamento ufficiale. Alla regolazione dei saldi passivi mediante impiego di riserve si è in notevole misura sostituito il loro finanziamento con accensione di debiti.

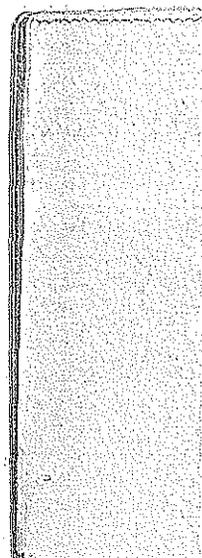
In assenza di politiche concordate sul riciclaggio di fondi, l'indebitamento bancario sul mercato internazionale ha svolto un ruolo anti-deflazionistico piuttosto che inflazionistico. Anche i timori che il credito privato, in quanto non condizionale, avrebbe ritardato il processo di aggiustamento interno nei paesi in deficit, si sono dimostrati eccessivi: le banche hanno evitato di concedere finanziamenti a quei paesi che mostravano insoddisfacenti segni di ristabilimento dell'equilibrio interno ed esterno.

Queste positive valutazioni non intendono sminuire il problema della intermediazione dei fondi e l'altro della creazione e utilizzo della liquidità internazionale. Lo scorso anno venne sottolineata in questa sede la necessità di ampliare il ruolo della componente ufficiale nei flussi

internazionali di credito, e di contenere il processo di trasformazione delle scadenze. Si avverte l'esigenza di accordi che definiscano un corretto rapporto tra meccanismi di finanziamento e obiettivi e metodi di aggiustamento interno. Entro questo contesto si dovrebbe collocare un programma di azione negoziata riguardante la distribuzione e l'utilizzazione della liquidità internazionale, che valesse a regolare il volume e le forme del reinvestimento delle riserve ufficiali nei mercati privati bancari in presenza di quella fonte di liquidità « ad alto potenziale » che continua ad essere costituita dal disavanzo ufficiale degli Stati Uniti.

Le esperienze recenti sembrano dimostrare che le variazioni nei tassi di cambio non sono in grado di risolvere simultaneamente i problemi di liquidità e di aggiustamento strutturale, come era stato asserito dai fautori dei cambi liberi. Tali esperienze appaiono invece confermare le tesi di chi sostiene che, se la flessibilità dei cambi può contribuire al processo di aggiustamento, non è tuttavia in grado di indurre flussi di capitali a carattere stabilizzante, atti ad eliminare il bisogno di liquidità ufficiale. In queste circostanze si comprendono gli sforzi intesi a ricercare le condizioni per poter muovere verso schemi di flessibilità limitata, accompagnati da modifiche ai meccanismi di creazione e distribuzione della liquidità internazionale. La rilevanza immediata di questi problemi ne ha sollecitato l'approfondimento sia sul piano mondiale, presso il Fondo monetario internazionale, sia su quello europeo, in sede comunitaria.

Un rafforzamento degli schemi di liquidità e di finanziamento all'interno della Comunità ha già avuto luogo. Sono ora in esame proposte volte ad attuare un ulteriore incremento delle disponibilità connesse ai meccanismi finanziari, sia a breve sia a medio-lungo termine, inerenti ad accordi evolutivi sul coordinamento economico e monetario e sui rapporti di cambio, all'interno della Comunità e nei confronti delle altre principali valute. Dalle recenti esperienze e dalle riflessioni su queste emerge chiaramente che una opzione europea richiede che ogni singolo paese si imponga, in materia di dinamica salariale, politiche di bilancio e monetaria, linee di condotta compatibili con la stabilizzazione graduale dei rapporti di cambio. La politica di integrazione europea comporta dunque scelte, responsabilità e prospettive che coinvolgono direttamente non solo le autorità monetarie, ma più in generale tutte le parti sociali al fine di permettere l'identificazione e il mantenimento nel tempo di un quadro globale di compatibilità. Occorre che i nuovi suggerimenti di meccanismi atti a favorire la convergenza dei cambi a



livello europeo e mondiale tengano conto delle sottostanti realtà economiche, come ammonisce la sorte avversa toccata ad iniziative poste in essere in tempi non lontani.

Nell'anno che segnerà l'elezione del Parlamento europeo a suffragio diretto, il processo di integrazione monetaria dovrebbe incamminarsi per la strada delle realizzazioni concrete: si creerebbero così le basi per un sistema policentrico, che appare maggiormente consono agli sviluppi dei rapporti finanziari internazionali, in cui l'attitudine di singoli paesi a svolgere una funzione guida si è rivelata transitoria o inadeguata.

## Il cambio.

Nel nostro paese, dopo i gravi sconvolgimenti valutari che si erano manifestati nel 1976, lo scorso anno si apriva in una prospettiva di aggiustamento della bilancia dei pagamenti. L'attesa di un più ordinato corso del cambio si fondava anche sugli effetti di contenimento della domanda e del credito derivanti dalle misure poste in atto negli ultimi mesi del 1976.

Residuavano talune incertezze, riguardanti gli andamenti di mercato che avrebbero accompagnato la graduale rimozione, lungo i primi mesi dell'anno, delle misure di emergenza che avevano temporaneamente accresciuto in vario modo il costo delle divise.

Le esperienze del periodo immediatamente precedente avevano confermato che, nelle condizioni dell'Italia, le variazioni del cambio esplicano un'efficacia equilibrativa limitata nella misura e nel tempo; dopo un modesto vantaggio iniziale, il rapido aggiustamento dei prezzi interni al cambio tende a determinare una rincorsa su più elevati tassi di inflazione.

In presenza di questa stretta connessione tra prezzi e cambi, la sostanziale stabilità del valore esterno della lira, conseguita lo scorso anno, ha svolto una parte importante nel controllo dell'inflazione. L'uso degli strumenti diretti di governo monetario e il mantenimento di una struttura relativamente elevata di tassi di interesse hanno contribuito a incrementare l'offerta di valuta proveniente dall'indebitamento estero.

Di nuovo, il rafforzamento delle riserve valutarie ha concorso a suscitare e conservare favorevoli aspettative di evoluzione del cambio. In questa stessa direzione operava, del resto, la linea di sostanziale stabilità del valore esterno della lira implicita nel quadro macroeconomico

concordato, nella primavera, con il Fondo monetario internazionale e con la Comunità economica europea, nell'ambito delle trattative che hanno condotto alla concessione di nuovi prestiti.

In principio d'anno, l'uscita dal regime delle difese valutarie di emergenza era ancora contrassegnata da qualche tensione: in febbraio e marzo gli interventi in vendita ammontavano a 550 milioni di dollari in buona parte compensati peraltro da un importante investimento estero in Italia. La domanda netta di valuta veniva soddisfatta senza incidenze di rilievo sul cambio. Il bimestre aprile-maggio registrava i primi, importanti afflussi di divise, provenienti dalla maggiore raccolta netta del sistema bancario. In giugno, il miglioramento della situazione valutaria, l'approssimarsi del periodo stagionalmente favorevole e considerazioni concernenti l'elevato livello di indebitamento verso l'estero raggiunto dalle aziende di credito consigliavano di attenuare gli obblighi di finanziamento in valuta imposti agli esportatori.

Da allora fino a novembre, la cospicua acquisizione di valuta alle riserve ufficiali, ad un cambio sostanzialmente stabile, veniva alimentata dalla formazione di avanzi della bilancia corrente. La buona tenuta della lira era confermata dalla pratica scomparsa del mercato parallelo e dalla riduzione dello sconto sul termine. In questa situazione, altri controlli valutari, riguardanti il turismo e la circolazione all'estero delle banconote italiane, venivano attenuati.

In dicembre, pur persistendo l'avanzo corrente, l'insorgere di incertezze sulla situazione politica e sociale determinava qualche segno di pesantezza che, nonostante il controllo esercitato sul mercato, si rifletteva sul cambio. Così, mentre il tasso ponderato di deprezzamento rispetto al febbraio 1973 era passato da 37 a 38,4 nei primi undici mesi, nel solo dicembre esso peggiorava di un altro punto e mezzo. Contribuiva a questo andamento l'aggravarsi degli squilibri tra la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e le bilance dei paesi forti, che provocava il rapido apprezzamento delle valute di questi ultimi.

Lungo tutto l'arco dei dodici mesi la lira rimaneva praticamente stabile nei confronti del dollaro. La perdita di valore del cambio ponderato con le importazioni risultava inferiore a quella ottenuta con i pesi delle esportazioni a causa della maggiore importanza del dollaro nelle prime. Ne derivava un sollievo alla competitività dei settori esportatori, che in termini di inflazione interna aveva un costo modesto.

Alla fine del 1976 le riserve in valuta prontamente spendibili erano di 2,8 miliardi di dollari, con un debito bancario netto sull'estero che le

superava di 200 milioni; un anno dopo esse si misuravano in 7,9 miliardi, con eccedenza di 1,2 rispetto all'indebitamento netto bancario. Alla stessa data il valore di bilancio dell'oro ammontava a 11,3 miliardi di dollari.

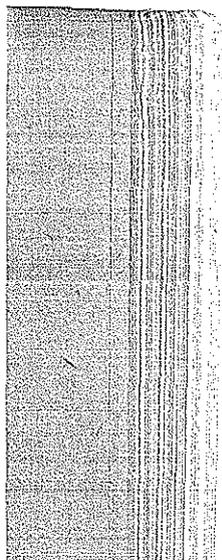
Alla base di questi risultati stanno le partite correnti, attive nell'anno per 2,3 miliardi di dollari e, in parte ancora maggiore, i movimenti di capitali a breve intermediati dal sistema bancario, sollecitati sia dal differenziale fra tassi interni ed esteri sia dai limiti posti allo sviluppo degli impieghi in lire, che hanno spostato parte della domanda della clientela sui crediti in valuta.

Questa domanda si è rivolta al mercato internazionale, nel quale l'ampio disavanzo degli Stati Uniti ha dato luogo a una larga formazione di liquidità in cerca di impiego e al tempo stesso ad una debolezza del dollaro, che sollecitava la disposizione a indebitarsi a breve in quella valuta, al punto che i nostri importatori, nell'assumere questi finanziamenti, hanno in gran parte ritenuto di poter rinunciare alla copertura a termine.

In presenza di un moto inflazionistico pur sempre troppo veloce, la sola alternativa che avrebbe potuto ragionevolmente proporsi alla politica di stabilizzazione del cambio seguita lo scorso anno era quella di un minor volume di interventi in acquisto che avesse consentito l'apprezzamento della lira, privilegiando tra i vari obiettivi il contenimento dell'inflazione. La linea scelta, pur non trascurando questo obiettivo, ne ha temperato la realizzazione con quella di altri due ritenuti essenziali.

Il primo era rappresentato da un incremento delle riserve che ne adeguasse il livello all'ampiezza dei nostri scambi con l'estero, ormai prossimi ai 100 miliardi di dollari annui, alle necessità connesse con le vicine e importanti scadenze di debiti esteri, all'esigenza di fronteggiare i grossi, subitanei spostamenti di capitali provocati da imprevedibili fattori anche di natura non economica. Le dimensioni del mercato internazionale sono talmente elevate che è sufficiente un movimento relativamente modesto, accentrato su uno o pochi paesi, specie a moneta debole, per creare sconvolgimenti controllabili solo con l'impiego di ingenti disponibilità valutarie.

Il secondo obiettivo era il mantenimento della competitività di una economia che esporta circa la metà del suo prodotto industriale. Una politica di interventi che avesse legato strettamente la lira alle monete



di paesi con tassi di inflazione molto più bassi del nostro non avrebbe avuto probabilità alcuna di sviluppare da sola un effetto moderatore dei prezzi tale da convalidare *ex post* il corso assegnato al cambio. La linea meno ambiziosa che è stata seguita ha mantenuto gli andamenti della lira in prossimità di quelli delle due altre grandi monete europee che si sono anch'esse dissociate dal cosiddetto « serpente », ossia fondamentalmente dal marco tedesco.

Nei primi quattro mesi dell'anno in corso, gli interventi in acquisto, pari a 1.300 milioni di dollari, hanno continuato a prevalere largamente su quelli in vendita. L'indebitamento netto bancario è sceso nello stesso periodo da 6,6 a 6,4 miliardi. Le riserve liquide in valuta sono diminuite da 7,9 a 7,4 miliardi per effetto del rimborso di debiti esteri. Alla fine di aprile, le attività ufficiali sull'estero in oro e valute erano pari a 20,7 miliardi di dollari ed eccedevano di 2,6 miliardi le passività (ufficiali, debiti netti delle banche, prestiti compensativi) dopo un periodo di prevalenza di queste ultime durato dal giugno 1975 al novembre 1977.

Gli ingenti rimborsi di debiti non sono, come si è asserito da qualche parte, l'espressione di una politica scarsamente sensibile all'esigenza di addurre mezzi esteri al finanziamento delle attività produttive. Il ricorso al debito estero è stato lasciato in questa fase alla non contrastata iniziativa dei residenti, salvo il controllo della rispondenza delle condizioni di assunzione a quelle di mercato: in questo modo, negli ultimi otto mesi sono stati accesi nuovi prestiti per un totale di circa 700 milioni di dollari. Se l'Italia, nella riconquistata buona situazione valutaria, avesse chiesto di rinviare le scadenze, avrebbe recato pregiudizio alla sua possibilità di fare ulteriore ricorso ai canali ufficiali e privati di finanziamento estero, a breve e a lungo termine, e di conservare i fondi già affluiti.

Le prospettive della gestione valutaria per l'anno in corso poggiano essenzialmente su un elemento certo e uno stimabile. Il primo attiene alla concentrazione nell'anno di scadenze per 4 miliardi di dollari, dei quali 3,5 (per oltre un terzo già ripagati in marzo) sono dovuti a banche centrali o a istituzioni internazionali. Il secondo risiede nell'avanzo di parte corrente, che i programmi economici dell'annata collocano ad almeno 2-2,5 miliardi di dollari e che il buon andamento del primo quadrimestre, insieme con la favorevole stagionalità degli imminenti mesi estivi, fa ritenere con ogni probabilità acquisibile. E' possibile tuttavia che l'andamento del nostro tasso di inflazione relativa

e la ripresa produttiva in atto disegnano nel procedere dell'anno un profilo meno favorevole della bilancia dei pagamenti.

Il finanziamento dell'eccesso dei rimborsi di prestiti sull'avanzo corrente potrà avvenire con le riserve possedute o nuovamente con il ricorso all'indebitamento nelle due forme a breve di crediti bancari e commerciali e in quella dei prestiti a media e a lunga scadenza.

Il gettito delle due fonti di credito a breve obbedisce a condizioni molteplici e mutevoli solo in parte controllabili dall'interno. In particolare, le variazioni dell'indebitamento bancario possono sotto alcune condizioni tramutarsi in elemento di instabilità del mercato dei cambi e del livello delle riserve: già durante i mesi passati, le dimensioni e il segno dei nostri interventi hanno ampiamente risentito dei movimenti di fondi sollecitati dal frequente mutare delle attese relative al dollaro e da eventi politici interni ed internazionali.

Nel settore dei prestiti a medio e a lungo termine, i mercati esteri sembrano orientati, anche se con qualche cautela, a rifinanziare il nostro paese. Il loro atteggiamento è tuttavia influenzato dai giudizi espressi dalle istituzioni internazionali alle quali l'Italia abbia richiesto o sia per richiedere prestiti. Non esiste quindi, se non in astratto, una distinzione fra operazioni di credito condizionale e incondizionale. Anche da questa connessione deriva la necessità di comportamenti che mantengano aperto il ricorso al Fondo monetario e alla Comunità.

L'esigenza di seguire una linea di politica economica rispettosa del vincolo della bilancia dei pagamenti si pone con maggior durezza in condizioni nelle quali la correzione di squilibri esterni, attraverso la manovra del cambio, non potrebbe essere ricercata senza imprimere nuovi impulsi all'inflazione, che destinerebbero quella manovra all'insuccesso e, anzi, a produrre effetti perversi.

### La congiuntura.

Il profilo della congiuntura produttiva e dei prezzi nel corso del 1977 è stato modellato dalle misure fiscali, tariffarie e creditizie adottate dall'autunno del 1976 per riacquistare il controllo di una situazione resa grave dall'entità degli squilibri interni ed esterni che si erano venuti accumulando e ancor più dal rischio di un loro nuovo avvitamento.

Arrestata la caduta del cambio, il tasso di inflazione decelerava. Dato il rilevante peso che hanno le importazioni di prodotti energetici

e di materie prime, le cui quotazioni si stabilizzavano sui mercati internazionali, l'effetto calmieratore era evidente soprattutto nei prezzi all'ingrosso: il loro incremento, pari al 31,5 per cento tra il dicembre 1975 e il dicembre 1976, è disceso al 9,5 nei dodici mesi successivi. Minore, ma sempre rilevante, era il contenimento dei prezzi al consumo, il cui aumento passava dal 22 per cento nel corso del 1976 al 14 nel 1977, nonostante i rincari di tariffe e prezzi amministrati.

Le misure fiscali e tariffarie previste dal programma di stabilizzazione, che implicavano un prelievo netto aggiuntivo su base annua di 5 mila miliardi, hanno inciso sul reddito disponibile delle famiglie e hanno fatto rallentare, fin dal primo trimestre dell'anno, lo sviluppo dei consumi. La domanda interna dapprima perdeva lo slancio manifestato negli ultimi mesi del 1976; si indeboliva, poi, rapidamente per l'inversione di tendenza nel ciclo delle scorte. I produttori cercavano nelle esportazioni un compenso al minore assorbimento interno, ma sebbene riuscissero ad accrescere le quote di mercato, conseguivano risultati inferiori alle attese perché l'espansione della domanda mondiale restava al di sotto delle previsioni. Con l'abbassarsi del grado di utilizzazione delle capacità produttive, con l'aggravarsi delle difficoltà finanziarie e date le decrescenti possibilità di autofinanziamento, gli investimenti subivano un brusco arresto. La produzione industriale, già in diminuzione nel febbraio, presentava nei mesi successivi continui cedimenti fino a discendere nel giugno a un livello inferiore del 12 per cento a quello di gennaio. Nell'autunno le tendenze recessive si attenuavano sino a spegnersi sul finire dell'anno; il tasso della disoccupazione palese saliva al 7,4 per cento.

Dato l'opposto profilo assunto nel corso dei due ultimi anni, l'attività industriale ha mantenuto ancora, nella media dell'anno, un lieve aumento; ma il suo effetto sul reddito è stato pressoché annullato da una nuova annata sfavorevole nel settore agricolo, così che l'aumento dell'1,7 per cento registrato dal prodotto nazionale lordo è dovuto essenzialmente al settore terziario.

Il programma di stabilizzazione si proponeva, oltre ai suoi fini immediati, di avviare una politica che ridesse spazio per un maggiore sviluppo della nostra economia, ostacolato dal peggioramento delle ragioni di scambio seguito alla crisi petrolifera.

Se si valutano sotto questo aspetto i risultati dello scorso anno, il giudizio che se ne trae è di preoccupata insoddisfazione. Infatti, non si è riusciti, né si è sulla via di riuscire, ad attuare quella sostituzione

di investimenti a consumi nella composizione della domanda interna, che è condizione necessaria per dare avvio al circolo virtuoso che accresca la produttività, migliori stabilmente le correnti di scambio con l'estero, consenta una più ampia e regolare espansione della domanda interna.

Vero è che nel breve periodo la politica disinflazionistica non poteva non esercitare un effetto negativo sugli investimenti privati e che le esportazioni non hanno fornito nella misura sperata il loro apporto alla utilizzazione degli impianti. Ma è vero anche che sono mancati sia l'incremento delle opere pubbliche sia la realizzazione di quei provvedimenti che avrebbero potuto incidere positivamente sulla propensione all'investimento delle imprese e delle famiglie. Le società a partecipazione statale hanno ancora diminuito i loro investimenti nel settore manifatturiero e li hanno mantenuti invariati in quello terziario. E' continuata la flessione, in atto dal 1974; nella costruzione di abitazioni. Solo nel comparto elettrico gli investimenti hanno avuto un considerevole aumento. Nel complesso, il rapporto fra investimenti fissi lordi e prodotto lordo interno è ulteriormente disceso al 17,0 per cento, rispetto al 21,3 del 1970.

Lo stesso rovesciamento di segno avvenuto nei saldi dei nostri conti con l'estero appare in larga parte legato a elementi di natura congiunturale. Il saldo relativo alle merci si è avvantaggiato, per circa un quarto del suo miglioramento, di un guadagno del 2 per cento nelle ragioni di scambio, dopo la caduta di 25 punti percentuali avutasi dalla fine del 1972 alla metà del 1974; inoltre, sul contenimento delle importazioni ha avuto un peso rilevante la forte riduzione nell'accumulazione delle scorte.

Anche il successo nella lotta contro l'inflazione, pur ragguardevole, non sembra essere andato oltre gli effetti derivanti da un concorso di fattori ciclici od occasionali, quali la debolezza della domanda interna, l'assenza di importanti rinnovi contrattuali, l'arresto dell'operare delle cause esterne. Ne dà conferma l'assestamento che il perdurante rialzo dei prezzi al consumo ha mostrato negli ultimi mesi su tassi assai inferiori a quelli di dodici mesi prima, ma ancora nettamente « fuori campo » nel confronto con i principali paesi concorrenti. Le previsioni sono concordi nell'indicare una crescita dei prezzi al consumo dell'ordine del 13 per cento nel corso del 1978, di poco inferiore cioè al tasso dell'anno scorso, pur scontando l'assenza di nuove spinte esogene dal lato dei prezzi internazionali. Per il resto della Comunità le previsioni sono di

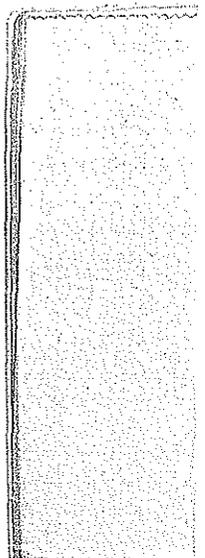
un aumento medio del 6,8 per cento con un massimo del 10 per il Regno Unito e l'Irlanda.

Lo spegnersi del movimento discendente dei prezzi intorno ad un livello d'inflazione a due cifre sollecita nuovamente la riflessione sui fattori di inerzia che mantengono la tendenza ascendente in un momento nel quale le sue cause originarie sono sopite.

Gli aumenti contrattuali concentrati delle paghe e, piú generalmente, gli impulsi alla redistribuzione interna e internazionale del reddito e della ricchezza sono seguiti da aumenti dell'indice generale dei prezzi, la cui dimensione e durata sono direttamente proporzionali ai due parametri dell'indicizzazione: la percentuale di ricupero e la frequenza degli scatti. Nel sistema vigente, l'adeguamento dei salari ai prezzi è di circa l'85 per cento e, in assenza di miglioramenti contrattuali, per altro verso nella presente congiuntura difficilmente compatibili con l'equilibrio monetario, tende nel tempo ad avvicinarsi al 100 per cento; esso si compie tutto entro un trimestre.

Elaborazioni statistiche mostrano che un impulso inflazionistico autonomo viene prolungato dai fattori inerziali insiti nella scala mobile, fino a far salire l'indice dei prezzi in due anni di una misura che è superiore di circa un terzo a quella che si avrebbe qualora l'adeguamento fosse annuale. Questo calcolo, che presumibilmente sottostima il rallentamento dell'inflazione a causa degli effetti indotti di riduzione dei tassi d'interesse, presuppone che il trasferimento dell'aumento dei costi sui prezzi sia lento e parziale come è stato in questi anni; ma nuove spinte esogene dei costi difficilmente troverebbero una immutata capacità di assorbimento nei profitti, e quando venissero respinte sui prezzi con velocità e intensità pari a quelle della scala mobile, allora l'iniziale impulso continuerebbe a rimbalzare fino a determinare in due anni un'inflazione indotta pressoché doppia di quella che si realizzerebbe con adeguamenti annuali. Se la concorrenza interna o internazionale impedisse un siffatto trasferimento, tanto piú duro sarebbe l'impatto sulla capacità di sopravvivenza delle imprese e sull'occupazione.

Quando poi, come avviene da noi, l'adeguamento delle retribuzioni al costo della vita è impostato sull'assegnazione di un valore unico per tutti al punto di contingenza, una componente importante del processo di livellamento dei redditi resta affidata non a valutazioni ragionate svolte nelle sedi di formazione della volontà collettiva, bensí alla velocità del moto inflazionistico, che quei meccanismi di per sé intrattengono,



ma che può essere sollecitato anche da fattori occasionali, quali un cattivo raccolto, un peggioramento delle ragioni di scambio, una caduta del cambio dovuta al gioco avverso delle aspettative.

Se, tuttavia, valutazioni di vario ordine, alle quali ogni nostro sforzo analitico non perviene ad assegnare giustificazione alcuna sul terreno della difesa dei lavoratori, e che quindi da parte nostra non possono ricevere alcun principio di consenso intellettuale, dovessero indurre a mantenere l'attuale sistema di indicizzazione delle retribuzioni, occorrerà almeno operare in modo da evitare, per quanto sta in noi, ogni impulso autonomo ai prezzi. Non è stato coerente con questa esigenza il fatto che nel 1977, mentre il prodotto lordo per occupato è aumentato dell' 1,3 per cento, le retribuzioni lorde pro capite sono cresciute del 25 per cento con un miglioramento, in termini di guadagni reali, del 6 per cento. Nello stesso anno, limitando il confronto all'ambito della Comunità, nella Germania federale le retribuzioni sono aumentate del 6,9 per cento a prezzi correnti e del 2,9 a prezzi costanti; nel Regno Unito esse sono aumentate del 10,1 per cento in termini nominali e diminuite del 3,7 per cento in termini reali.

Il vicino rinnovo di importanti contratti ripropone il problema se le variazioni salariali possano essere determinate indipendentemente dalla stabilità dei prezzi, dalla crescita degli investimenti e dalla possibilità di ampliare le occasioni di lavoro.

Nella più recente esperienza italiana la redistribuzione del reddito è stata troppo rapida perché l'attività di produzione e di investimento continuasse ad essere proficua, per di più in presenza di un grave peggioramento delle ragioni di scambio, che ha pesato prevalentemente sulle imprese.

Ne è conseguita l'estromissione dall'attività di lavoro o dal mercato ufficiale del lavoro di quote crescenti della popolazione, che ha assunto forme svariate. I settori industriali dove proporzionalmente più elevato è il ricorso alla Cassa integrazione guadagni, salito all'equivalente dell'attività di 200 mila persone a tempo pieno, e dove più diffuso è il lavoro grigio coincidono con quelli dove più accentuata è stata la dinamica salariale indotta dalla politica di perequazione nella sua duplice modalità della corresponsione di somme uguali per tutti a titolo sia di contingenza sia di miglioramento retributivo. Invero, alla troppo rapida crescita del costo del lavoro seguono effetti che vanificano o stravolgono gli intenti egualitari: il sistema diviene incapace di creare



sufficienti occasioni di lavoro per i giovani e tende a sfuggire alle rigidità imposte dalle pattuizioni fra le parti sociali, imboccando la via dello smembramento dei cicli produttivi, del sottosalario e dell'evasione dai tributi e dagli obblighi corrispondenti alle civili esigenze di tutela sociale dei lavoratori, con ritorno a processi che richiamano modelli di organizzazione premoderni.

Lungi dal configurarsi come variabile indipendente, la retribuzione media delle forze di lavoro viene in ultima istanza determinata da questo insieme articolato di risposte del sistema produttivo.

Solo a costo di sacrifici severi il contenimento della domanda aggregata o quello dell'offerta di moneta possono rallentare la crescita dei prezzi, quando non soccorrano interventi che governino il costo unitario del lavoro in una delle possibili forme: politiche dei redditi in senso stretto, « patto sociale », accordi sulla produttività e sulla mobilità.

Non sarà possibile proseguire nel già lento cammino verso una maggiore stabilità dei prezzi, se i contratti di lavoro che verranno stipulati nel 1978 e nel 1979 avranno contenuti economici e normativi tali da determinare nuovi aumenti dei salari reali o da sollecitare attraverso il trasferimento di oneri alla collettività una espansione del disavanzo pubblico corrente. Inoltre, modifiche della struttura del salario e degli istituti che ne determinano variazioni automatiche dovrebbero accrescere, a livello nazionale, di settore e di azienda, il legame tra la retribuzione e il valore economico e professionale della prestazione, invertendo le tendenze in senso opposto affermatesi negli ultimi anni e che ancora potrebbero prevalere ove non si riflettesse abbastanza sulla gravità del dissesto che ne segue.

Sia il costo medio del lavoro sia il ventaglio dei suoi livelli tra lavoratori, imprese e settori di attività possono essere modificati; ma i tempi e la misura delle variazioni sono limitati dalla composizione delle forze di lavoro, dalla loro distribuzione geografica, dalla quantità e qualità dell'attrezzatura industriale, dalle istituzioni, dallo stesso sistema di valori culturali e professionali degli uomini. Nessuna di queste condizioni è immutabile, ma nessuna può essere modificata rapidamente e senza costi: e quando, sia pure per il fine di una maggiore uguaglianza o di un più rapido miglioramento del tenore di vita, lo spazio di movimento offerto da esse venga travalicato, l'inflazione e la disoccupazione si manifestano come i momenti patologici di un non risolto conflitto distributivo.

Ai meccanismi retributivi si aggiungono nella realtà italiana, quali fattori di instabilità monetaria, i trasferimenti sociali i quali hanno costituito la causa maggiore dell'aumento della spesa corrente del settore pubblico, che è giunta a rappresentare nel 1977 il 43,4 per cento del prodotto lordo interno a fronte del 37,7 nel 1973. Poiché l'incremento delle entrate, nonostante l'incalzare di provvedimenti fiscali, è stato più contenuto, il disavanzo corrente si è accresciuto, salendo dal 3,8 al 4,9 per cento del prodotto lordo interno.

Elementi normativi, discendenti dalla legislazione in atto sull'accesso alle prestazioni e sull'agganciamento dei trattamenti alla dinamica dei prezzi e dei salari, e fattori demografici determineranno, negli anni futuri, un'ulteriore dilatazione della spesa per pensioni. La quota del prodotto interno lordo destinata a tale finalità dovrebbe accrescersi dall' 11 per cento del 1977 al 13-14 nel 1979 per arrivare al 18-20 per cento nel 1990; essendo sino ai primi anni ottanta l'elasticità ai prezzi delle pensioni superiore all'unità, l'accrescimento sarà tanto più rapido quanto più elevata in questo periodo sarà l'inflazione. L'aggravio dell'onere tende a concentrarsi tra il 1978 e l'inizio degli anni ottanta in conseguenza del previsto incremento nel valore del punto di contingenza per talune gestioni e nel numero dei trattamenti, nonché delle precedenti modifiche istituzionali.

Un notevole aumento degli oneri di bilancio deriverà anche dalla spesa sanitaria, soprattutto se il progetto di riforma attualmente all'esame del Parlamento verrà approvato nella sua attuale stesura: non sembra infatti emergere da tale legge-quadro una chiara volontà di controllo della domanda di prestazioni, di qualificazione dell'offerta e di contenimento dei costi di gestione.

Alcune correzioni ai meccanismi di spesa proposte nelle ultime settimane vanno nella giusta direzione; altre ne occorrono, sia nel settore previdenziale sia in quello sanitario, che limitino i cumuli pensionistici, riducano l'indicizzazione entro il limite massimo della ricostituzione del potere di acquisto; evitino gli sprechi di farmaci e l'abuso di prestazioni. Questa opera, da realizzare di pari passo con una lotta più intensa all'evasione dei tributi e dei contributi sociali, potrà condurre alla riduzione del disavanzo nel rispetto di una maggiore giustizia distributiva e consentire la graduale impostazione di una politica della spesa pubblica, meglio capace di esprimere in via diretta una domanda di beni e servizi sociali, alla quale potrebbe applicarsi con profitto l'attività di programmazione.



La carenza di attrezzature ospedaliere, assistenziali e scolastiche si cumula con i danni provocati dalla crisi alla quale innovazioni legislative non sempre appropriate e incertezze applicative stanno condannando da anni l'attività edile: il numero delle abitazioni ultimate, pari nella media degli anni sessanta a 343 mila unità, è disceso nel 1977 a 148 mila. Una parte importante della domanda, a basso contenuto di importazioni, ne risulta compressa.

### Il nodo dell'inflazione.

Un sommario bilancio degli andamenti congiunturali che siamo venuti descrivendo si può aprire con la constatazione che la recessione produttiva dello scorso anno è stata meno severa di quella precedente. Tra il terzo trimestre del 1974 e lo stesso trimestre del 1975, annata lungo la quale si svolse la fase recessiva, il calo della produzione industriale fu del 13,6 per cento, quello del prodotto nazionale del 4,5. Analogo confronto, istituito per gli ultimi trimestri del 1976 e del 1977, indica una riduzione del 7,6 per cento nella produzione industriale e dell'1,4 nel prodotto nazionale. Nelle due esperienze, l'aumento del costo unitario del lavoro nell'industria, esclusa l'edilizia, è stato, rispettivamente, del 41 e del 21,5 per cento: il secondo dato rappresenta il costo effettivo, comprensivo degli oneri sociali fiscalizzati.

Questa sempre accesa dinamica del costo del lavoro in fase recessiva offre la conferma che la lotta all'inflazione, quando sia esclusivamente incentrata sulla restrizione monetaria e fiscale, nel contesto italiano riduce fortemente anche il flusso delle risorse reali, con ciò accrescendo lo stesso potenziale di inflazione dal lato dei costi unitari. Ove non venga sollecitamente corretta, la dinamica dei costi distruggerà nuovamente, in breve volgere di tempo, gli equilibri monetari interni ed esterni ritrovati dopo le scosse del 1976.

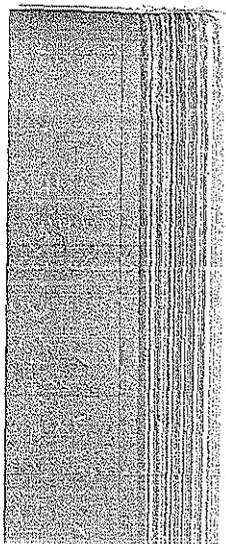
L'azione di contenimento dei costi unitari è resa obiettivamente più difficile, anche al di fuori delle fasi recessive, dall'universale rallentamento del tasso di sviluppo intervenuto negli anni settanta. Durante il ventennio 1950-1969 il prodotto nazionale in volume salì nel gruppo dei paesi dell'OCSE al tasso medio del 4,7 per cento, mentre nei successivi otto anni l'aumento è stato del 3,4. Nel confronto fra i due periodi il ritmo di inflazione è passato dal 3,3 al 7,9 per cento. Purtroppo le variazioni negative da noi hanno assunto dimensioni maggiori:

la componente reale nell'espansione del reddito è caduta dal 5,7 per cento annuo nel primo periodo al 3,1 nel secondo; l'aumento dei prezzi è balzato dal 3,6 al 13,0 per cento.

Il nostro paese è dunque stretto con ben maggiore forza dal nodo dell'inflazione e ha perduto per intero, ed oltre, il vantaggio di cui godeva in precedenza in termini di sviluppo. In un contesto diverso dall'attuale si è potuto sostenere che l'inflazione comunicasse allo sviluppo impulsi favorevoli, argomentandosi che il degrado della moneta determinerebbe una redistribuzione di reddito dal salario al profitto ed una di ricchezza dal creditore al debitore — processi i quali entrambi stimolerebbero l'investimento — e porrebbe in essere uno strumento di imposizione fiscale atto a consentire il finanziamento di spese e in particolare di investimenti pubblici non altrimenti possibili per governi i quali non dispongano di un sistema fiscale efficiente.

Il primo tipo di redistribuzione poteva avvenire in un ambiente economico caratterizzato da contrattazione salariale scarsamente organizzata e prona ad illusione monetaria. Ma nella nostra situazione contraddistinta da meccanismi di indicizzazione con grado di copertura e frequenza di aggiustamento tra i più elevati nel mondo, l'ipotesi di illusione monetaria è assolutamente implausibile: in presenza di inflazione avviene anzi che si abbia tendenza a sovraniciparne la portata, fino a determinare aggiustamenti più che proporzionali in sede di rinnovo dei contratti.

Quanto al secondo tipo, è vero che gli aumenti retributivi tumultuosi e incoerenti con le possibilità di espansione reale del sistema hanno generato avanzi finanziari crescenti per le famiglie e che l'investimento finanziario delle stesse ha subito falcidie profonde in termini reali a seguito dell'aumento dei prezzi, non compensato da sufficienti adeguamenti nei tassi di interesse nominali; il morso dell'inflazione è stato tale che il valore reale della ricchezza finanziaria del settore famiglie è sceso, nonostante la capitalizzazione degli interessi e i flussi di risparmio nuovo, da 98 mila miliardi alla fine del 1973 a 92 mila miliardi alla fine del 1977. Tuttavia sarebbe grave errore assumere come ripetibili le esperienze del periodo 1973-76. Dopo le fiammate inflazionistiche del periodo bellico e del primo dopoguerra si era avuta l'esperienza di oltre venti anni di relativa stabilità monetaria: rispetto ad essa il moto inflazionistico recente è giunto in qualche misura imprevisto ed ha profondamente inciso sul clima di fiducia che si era prima creato, come è dimostrato dall'inaridirsi dell'investimento libero nel mercato mobiliare



e dalla crescente preferenza per le attività liquide, i cui rendimenti vengono adeguati alle condizioni del mercato incorporando in media il tasso di inflazione.

Infine è anche vero che l'imposta sul debito pubblico e sulla base monetaria derivante dall'inflazione ha costituito nel recente passato un notevole cespite di entrate dello Stato; ma questa imposta, surrettizia e profondamente iniqua, non ha favorito il finanziamento di piani di investimento pubblico socialmente produttivi, avendo contribuito piuttosto a colmare i vuoti causati da inefficienze, sperperi e malintesi intendimenti assistenziali, nella gestione della cosa pubblica. La definizione di programmi di azione economica qualificanti e la corretta separazione delle linee di confine tra aspirazioni collettive e loro soddisfacimento nel tempo da parte del settore pubblico richiedono invece l'approntamento di strumenti fiscali che permettano il ritorno a un controllo democratico e a un diretto confronto di entrate e uscite, e quindi a una immediata verifica delle compatibilità da rispettare e dei costi e degli oneri che la collettività deve accettare in contropartita della spesa pubblica.

La disamina delle relazioni che intercorrono oggi fra inflazione e sviluppo permette di discernere il vacuo e il torbido della proposta di superare le difficoltà presenti per il tramite di processi inflazionistici. D'altra parte, non solo motivi ideali, ma la semplice constatazione della scarsità di materie prime e fonti di energia interne mostra la follia di chi spinge verso schemi che facciano ripiegare su soluzioni autarchiche e protezionistiche.

In un'economia indicizzata, altamente integrata con l'estero, in cui l'aumento dei prezzi tende ad essere sovranticipato, in cui la ricchezza finanziaria in essere si viene riducendo, le aree di assorbimento dell'inflazione si restringono fin quasi ad annullarsi, ed ogni moto di ripresa diventa labile quando sia dissociato da una strategia di riconquista della stabilità monetaria e di impulso all'accumulazione del capitale e all'arricchimento delle risorse umane.

### I problemi della ristrutturazione finanziaria.

La formulazione e l'avvio di una politica di bilancio e di una politica del lavoro coerenti con il perseguimento degli obiettivi di un regolare sviluppo del reddito e dell'occupazione sono le condizioni generali

senza le quali non hanno senso nuovi schemi di intervento volti a facilitare la ricomposizione degli equilibri di singoli settori e società.

Un anno fa ci soffermammo diffusamente sui problemi finanziari delle imprese. Da allora il Governo e il Parlamento, nelle rispettive sfere, hanno compiuto passi per il superamento di alcune difficoltà, quali quelle derivanti dalla doppia imposizione dei dividendi; per altri aspetti il dibattito tarda a tradursi in norme di azione che di giorno in giorno appaiono più urgenti; esso tuttavia è servito a identificare alcuni indirizzi intorno ai quali è maggiore la convergenza di opinioni.

Tra questi vi è il riconoscimento della funzione insostituibile che spetta agli operatori non creditizi, siano essi persone fisiche o persone giuridiche, quali sottoscrittori ultimi del capitale di rischio. Ma vi è anche la definizione del ruolo che gli istituti di credito transitoriamente possono svolgere quando quell'apporto non si palesi sufficiente e presupponga un più compiuto risanamento: gli istituti dovrebbero limitare il proprio intervento alla sfera finanziaria senza addossarsi responsabilità dirette di gestione; dovrebbero assumere partecipazioni non oltre i limiti del loro patrimonio non impegnato; in una cornice di norme generali, i contenuti dell'azione di risanamento dovrebbero essere stabiliti caso per caso con piena responsabilità delle parti.

Il ricorso allo strumento fiscale è generalmente ravvisato come quello più idoneo a commisurare l'agevolazione alle operazioni che si vogliono promuovere. Alla proposta di realizzare gli interventi delle istituzioni creditizie attraverso la formazione di società consortili per azioni sono state invece rivolte critiche ispirate dalla preoccupazione, che è anche nostra, di limitare gli interventi nella dimensione e di salvaguardarne la natura privatistica. Riteniamo tuttavia che la sottoscrizione diretta renderebbe più difficile il necessario concerto tra istituti creditori, offuscherebbe la trasparenza degli interventi, farebbe venir meno ogni diaframma tra la gestione degli intermediari creditizi e quella delle imprese produttive e, non prevedendo una disciplina di carattere generale, renderebbe più probabili interferenze particolari e non coordinate nei singoli casi.

Con la promozione delle società consortili si intende offrire uno strumento, non una soluzione di generale validità; dipenderà dall'iniziativa, dalla prudenza e dalla capacità degli amministratori degli istituti di credito e delle imprese industriali avvalersene in modo efficace. Non sta alle banche risolvere i problemi industriali come non sta alla Banca d'Italia effettuare una politica industriale, ma sta alle banche essere di sti-

molo alla soluzione di quei problemi e contribuire alla definizione dei loro aspetti finanziari, come sta alla banca centrale favorire siffatte azioni, lasciando ai singoli operatori la responsabilità delle scelte, e al tempo stesso evitare che il maggiore impegno che ne deriva alle banche possa eccedere i necessari limiti di prudenza.

Nell'ultimo anno, il perdurare e l'allargarsi della crisi di alcuni settori, la mancata revisione di piani di investimento e l'assenza di interventi da tempo riconosciuti necessari, intesi a ridurre la rigidità dei carichi di mano d'opera, nonché il ritardo nella definizione di direttive per la riconversione industriale hanno condotto la crisi di qualche grande impresa o gruppo industriale oltre il punto di utile applicazione di strumenti di carattere generale.

In mancanza di norme piú appropriate, la tutela dei lavoratori delle imprese in difficoltà avviene nell'unico modo consentito dall'ordinamento vigente, quello di tenerle in vita col credito anche se nei loro assetti attuali siano incapaci di reddito. Ma il deterioramento del sistema industriale ha ormai reso palese che la ricerca della socialità non può indefinitamente avvenire a spese dell'efficienza, e che l'organismo economico deve ritrovare una maggiore capacità di ricambio: lasciando all'impresa l'organizzazione economica delle risorse umane e materiali e perseguendo con altri strumenti la difesa delle fonti di reddito del lavoratore.

A questo fine sarebbe utile introdurre anche nel nostro paese istituti che consentissero per il prestatore d'opera un distacco della condizione di percettore di reddito da quella di dipendente dell'impresa; gestiti e controllati in forme appropriate, essi potrebbero assumersi in carico i lavoratori che abbiano cessato il rapporto con l'impresa di origine, curandone la riqualificazione e assicurando loro una quota anche elevata del salario fino al momento in cui venga offerto loro un nuovo impiego.

Interventi della collettività che salvaguardino la continuità dell'impresa e mirino a restituire al paese unità economiche sane si giustificano se le perdite derivano dall'aver caricato l'impresa di costi sociali per essa insostenibili o se si ritiene che la procedura fallimentare imporrebbe alla collettività, in termini di distruzione di beni materiali e immateriali, costi superiori a quelli del salvataggio. In questi casi, mentre per i lavoratori che non trovassero collocazione nell'impresa risanata dovrebbero operare i meccanismi protettivi ora accennati, sotto il profilo finanziario potranno rendersi necessari interventi straordinari che coinvolgano i rapporti di debito in essere. Se, per un interesse pubblico alla sopravvivenza di quelle

imprese, si ritenesse di addossare alla collettività una parte delle perdite che altrimenti graverebbero per intero sui creditori, gli interventi potrebbero assumere la forma di una revisione delle condizioni alle quali alcuni investimenti del recente passato sono stati finanziati: dalla ammissibilità ad alcune delle agevolazioni previste dalla legge per la riconversione industriale, alla revisione dei piani di ammortamento di mutui, alla riduzione degli interessi su crediti bancari in essere. Configurandosi come veri salvataggi industriali, questi interventi richiederanno una valutazione ed un controllo da parte dei pubblici poteri che dovranno rigorosamente esercitarsi caso per caso.

Nel delineare possibili procedure di ristrutturazione finanziaria, l'anno scorso esprimemmo un preoccupato giudizio sulle conseguenze di eventuali consolidamenti forzosi di crediti bancari: tra esse annoverando il deterioramento dei rapporti tra banca e impresa, l'indebolimento delle banche, la riduzione del senso di responsabilità degli amministratori. L'esperienza recente dei consolidamenti di debiti di enti pubblici ci conferma in quel giudizio e nella convinzione che i danni di un'eventuale conversione di debiti privati potranno essere limitati soltanto dal rispetto, pur nella diversità delle circostanze, dei medesimi principi che allora indicammo per normali interventi di ristrutturazione finanziaria: l'effettivo risanamento economico e produttivo dell'impresa, la corretta ripartizione dei costi tra le parti coinvolte, la trasparenza delle operazioni, una chiara attribuzione di responsabilità.

#### L'evoluzione monetaria e creditizia.

Sul terreno proprio della politica monetaria, mentre nel 1976 la crisi valutaria si era sviluppata secondo un ritmo talmente incalzante da non consentire azioni organiche e di qualche respiro, il 1977 è stato un anno di andamento complessivamente più lineare, nel quale se non sono state restituite piena autonomia e responsabilità al mercato, il sistema dei vincoli è stato attenuato per numero e, nella seconda metà dell'anno, per onerosità, ed ha anche assunto contorni di maggiore certezza.

L'abolizione del deposito previo e dell'imposta sugli acquisti di valuta avvenne sotto la duplice difesa di più attivi ed elastici interventi sul mercato aperto per il controllo della base monetaria, e di un massimale sugli impieghi bancari esteso al marzo 1978, che concentrava nel secondo trimestre il suo momento di maggiore severità. Già in questo

periodo, durante il quale si andavano delineando piú favorevoli sviluppi valutari e si avevano i primi segni di rallentamento della produzione e dei prezzi, i nostri interventi assecondavano una flessione dei tassi d'interesse a breve termine, che ricevette una conferma ed un nuovo impulso nella prima metà di giugno con l'abbassamento di due punti del tasso ufficiale di sconto, deciso appena si ebbero le informazioni statistiche sulle nuove tendenze della produzione e dei prezzi.

Successivamente la politica monetaria poté così rivolgere le sue cure, oltre che ad un attento controllo degli sviluppi monetari e valutari immediati, anche a compiti di parziale allentamento dei vincoli e di riequilibrio dei flussi finanziari. Nello stesso mese di giugno fu effettuata la prima emissione di certificati di credito del Tesoro a 24 mesi, e il vincolo di portafoglio venne rinnovato con un'aliquota tale da assorbire, nel secondo semestre, una quota dei nuovi depositi inferiore a quella mediamente investita in titoli dal sistema bancario negli anni precedenti la sua introduzione. Soprattutto, la politica di intervento sul mercato monetario e su quello obbligazionario fu condotta in modo da accelerare il ritorno a una struttura dei rendimenti crescente in funzione della scadenza dei titoli. Questo ritorno si perfezionò alla fine dell'estate con una seconda variazione del tasso di sconto e con un'ulteriore discesa di quelli sui BOT, mentre interventi in vendita sul mercato obbligazionario contribuivano a mantenere la struttura così conseguita.

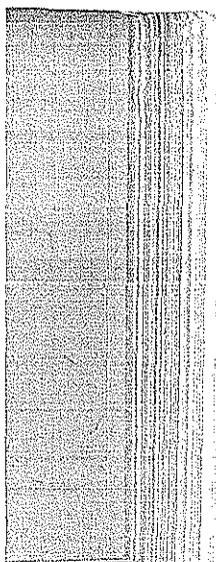
Fino a settembre le principali grandezze creditizie e della finanza pubblica si erano evolute senza rilevanti scostamenti dai profili concordati con gli organismi internazionali. Ma nel quarto trimestre il fabbisogno del Tesoro superò in larga misura il limite stabilito trascinandolo con sé il credito totale interno. Parallelamente si veniva meglio configurando lo squilibrio che avrebbe investito le pubbliche finanze nel 1978. In novembre sembrò quindi prudente fermare il movimento di discesa dei tassi di mercato monetario, mentre le diminuzioni già avvenute avevano ancora potenzialità sufficiente ad indurre le banche, in dicembre, ad un nuovo ribasso del *prime rate*.

I risultati complessivi dell'annata terminante al marzo scorso presentano dunque l'immagine di un sistema economico che è proceduto oltre le attese sulla via desiderata del riequilibrio esterno e su quella, sofferta, della flessione produttiva, pur essendo mancata la riduzione dello squilibrio finanziario alla quale il settore pubblico si era impegnato. Nell'autunno, quando si vennero delineando queste tendenze del sistema

ad allontanarsi nei due opposti sensi dai traguardi prefissi, sembrò saggio astenersi dal rafforzarle, come sarebbe avvenuto se si fosse operato per ricondurre il credito totale interno entro i limiti convenuti. La politica economica prestabilisce la propria azione entro un sistema di strumenti, obiettivi intermedi e obiettivi finali i cui nessi quantitativi non sono noti con certezza; se, nello svolgersi della congiuntura, eventi nuovi o inattese intensità di risposta allontanano quelle relazioni dalle proporzioni osservate in passato, essa, pur attenta a non imprimere ai mercati scosse violente, deve saper rivedere gli obiettivi intermedi della sua azione.

Entro questo quadro di relazioni funzionali, il flusso del credito totale interno nell'annata stessa si è portato a 39 mila miliardi, superando di 9 mila miliardi la cifra concordata con il Fondo monetario internazionale. Lo sconfinamento deriva tutto dal maggior disavanzo del Tesoro e, osservando i traguardi trimestrali stabiliti, appare concentrato nella seconda metà del periodo. L'espansione dei prestiti del sistema creditizio all'economia nei dodici mesi è stata di 14.500 miliardi, cifra quasi uguale a quella implicita nel calcolo del credito totale interno della « lettera di intenti »; a questo risultato ha contribuito anche la conversione in lire di prestiti bancari in valuta consentita dal profilo del massimale alla fine del 1977 e all'inizio del 1978. Per evitare che il maggior disavanzo del Tesoro si traducesse in un superamento del limite imposto alla crescita del credito totale interno, quella cifra avrebbe dovuto essere compressa a meno della metà. Oltre che tecnicamente ardua, una siffatta manovra, che si sarebbe dovuta concentrare in pochi mesi, avrebbe avuto conseguenze funeste sugli equilibri sia degli intermediari finanziari sia dei loro clienti.

Nei confronti della Comunità economica europea era stato assunto l'impegno a non espandere il credito della banca centrale al Tesoro per più di 4 mila miliardi; per effetto delle cessioni di BOT al mercato questo credito, che nel 1976 era aumentato di 9 mila miliardi, nel 1977 è invece diminuito di quasi 5 mila, pur con un fabbisogno del Tesoro superiore a quello dell'anno precedente. Tale risultato, che inverte una tendenza decennale, è stato reso possibile dalla liquidità creata dall'afflusso di valuta e dalla liberazione del deposito previo, ma esso pone anche in luce come la creazione di base monetaria attraverso il canale del Tesoro non dia, soprattutto nel breve periodo e in presenza di massimale sugli impieghi, l'intera misura del potenziale inflazionistico insito nello squilibrio delle pubbliche finanze.



Se per gran parte del 1977 l'azione condotta ha neutralizzato gli effetti sulla creazione di moneta dapprima della maggiore raccolta all'estero delle banche, poi del maggior disavanzo pubblico, essa sembra ora nuovamente posta di fronte a sviluppi che potrebbero esorbitare dalla sua capacità di controllo. Dati ancora non definitivi indicano che nei sei mesi terminati nel marzo scorso, durante i quali il fabbisogno di cassa del Tesoro, comprensivo di 5 mila miliardi di consolidamenti in titoli, ha raggiunto i 20 mila miliardi, i depositi bancari sono cresciuti secondo una ragione annua superiore al 25 per cento. Se il Parlamento non pone un freno deciso alla spesa; se lo Stato non consente a remunerare il risparmio quanto occorre per collocare i suoi titoli presso il pubblico; se le stesse aziende di credito non cessano di sollecitare l'espansione monetaria offrendo per la raccolta marginale più di quanto ricavano dal suo impiego, non si può che guardare con allarme al momento in cui il consolidarsi di un'auspicata ripresa produttiva attiverà quelle giacenze monetarie.

Le ragioni che impongono di mantenere un livello relativamente elevato dei tassi d'interesse nel nostro paese sono state illustrate lo scorso anno in questa sede. Coerentemente con esse, la sollecitazione alla discesa dei tassi è stata misurata sul tempo dell'inflazione e avendo cura di mantenere, rispetto ai tassi esteri, un differenziale adeguato. Lungo questa linea, all'azione sui tassi ufficiali e di mercato monetario abbiamo potuto affiancare, nel costante rapporto con la professione bancaria e le sue sedi associative, un'opera di mutua informazione, di analisi e di persuasione intesa a sollecitare, pur tra obiettive difficoltà, la propagazione del movimento discendente dai tassi monetari a quelli bancari.

La flessione produttiva ed una caduta delle attese di inflazione, che si è poi rivelata effimera, hanno fornito argomento alle richieste, levatesi in varie sedi, di una discesa più ampia e più pronta del costo del denaro. In queste istanze, si fa riferimento al livello dei tassi che le aziende di credito annunciano di praticare alla clientela. Ma i tassi bancari ordinari, uguali o superiori al *prime rate*, si applicano a una frazione soltanto dell'indebitamento complessivo. Nel corso dell'anno, a fianco di 7.700 miliardi di nuovi prestiti bancari in lire a un tasso medio del 19,5 per cento, ne sono stati erogati al di fuori del massimale 3.500 di crediti in valuta il cui tasso è stato mediamente inferiore al 9 per cento. Sulla consistenza dei prestiti in essere dell'intero sistema creditizio ha gravato nella media dell'anno un carico di interessi calco-

labile nel 14,8 per cento, inferiore all'incremento di tutti gli indici dei prezzi. Finché valga questa relazione, gli interessi pagati sono in realtà quote di ammortamento del debito.

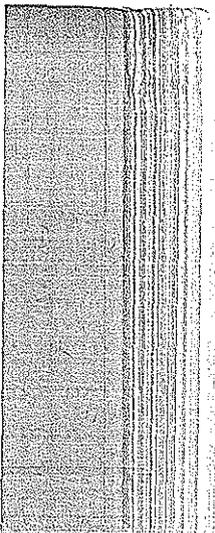
Il confronto suggerisce che le radici del malessere del settore produttivo vanno ricercate altrove, ma resta pur sempre che le voci levatesi per lamentare la scarsità e l'onerosità del credito posto a disposizione della produzione e dell'investimento esprimono il rifiuto, anche nostro, di una condizione in cui al settore produttivo si impongono in via permanente restrizioni che, nell'interesse di tutti, dovrebbero limitarsi a una breve emergenza economica e valutaria.

Solo quando un'azione efficace sulle cause prime dell'inflazione ne avrà abbassato notevolmente il tasso, la condotta monetaria potrà attendere al sostegno della crescita dei settori produttivi e i tassi d'interesse potranno assestarsi su livelli anche nominalmente allineati su quelli vigenti negli altri paesi industriali.

Valutazioni contenute nella relazione trimestrale del Ministro del Tesoro al Parlamento dello scorso marzo indicavano in 38 mila miliardi, e con un margine di incertezza di 2 mila miliardi, l'espansione del credito totale interno per l'anno 1978, compatibile con uno sviluppo del prodotto interno lordo tra il 2 e il 2,5 per cento, al quale corrispondeva un aumento della produzione industriale del 4-5 per cento, in corso d'anno, con un avanzo corrente della bilancia dei pagamenti pari all'1 per cento del prodotto interno lordo, con una crescita dei prezzi dell'11-12 per cento sempre in corso d'anno: appariva già in quel momento l'impossibilità di contenere il tasso di inflazione entro il limite dell'8 per cento, a suo tempo annunciato nella « lettera di intenti » al Fondo monetario.

Nella presentazione in Parlamento del programma di governo avvenuta il 16 marzo, veniva indicato in 24 mila miliardi l'obiettivo per il disavanzo del settore pubblico allargato e in 16 mila miliardi l'ammontare dei fondi da destinare al settore produttivo. La cifra del disavanzo non includeva gli aumenti dei fondi di dotazione per le imprese pubbliche e per gli istituti di credito speciale e le regolazioni di debiti pregressi. Considerando anche questi importi si raggiungerebbe per il fabbisogno del settore pubblico allargato la somma di 28 mila miliardi.

Valutazioni più recenti, basate sui dati dell'ultima relazione trimestrale del Ministro del Tesoro e comprensive dell'onere per il proseguimento della fiscalizzazione, indicano in circa 35 mila miliardi il fabbisogno tendenziale del settore pubblico. In questa stima non sono



considerate le conseguenze, invero limitate, che i provvedimenti approvati dall'ultimo Consiglio dei ministri avranno sul disavanzo.

Il rapporto che lega l'andamento dei conti con l'estero e dei prezzi alla liquidità dell'economia è irregolare e difficilmente prevedibile: quando questa superi i valori di equilibrio, possono seguire effetti inizialmente molto limitati, ma suscettibili di accelerazioni improvvise in presenza di perturbazioni di carattere sia interno sia esterno.

Perché il riavvicinamento del nostro tasso di inflazione a quello dei più importanti paesi industriali, e in ispecie dei paesi della Comunità, non sia rinviato a una scadenza lontana è necessario ricondurre, a partire dalla metà di questo anno, il disavanzo del settore pubblico entro limiti corrispondenti ai 24 mila miliardi sopra ricordati, sui quali è stato espresso un ampio consenso con riferimento all'anno solare 1978.

La gestione del credito e dei tassi di interesse sarà orientata ad impedire una ulteriore espansione della liquidità dell'economia coerentemente con gli obiettivi della suddetta politica di bilancio.

### I mercati finanziari.

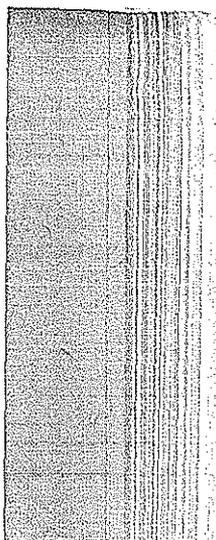
Il mercato dei buoni ordinari del Tesoro è ormai quello sul quale principalmente si realizza il controllo della base monetaria, e i più flessibili criteri di intervento esposti un anno fa in questa sede hanno contribuito ad estenderlo. La Banca d'Italia ha operato in vendita e solo per partite rilevanti; la diffusione capillare dei titoli è avvenuta poi a cura degli altri operatori ed ha trovato evidenza nella riduzione del peso relativo delle banche, e fra queste in ispecie delle maggiori, in termini sia di distribuzione del portafoglio sia di volume di contrattazioni.

L'evoluzione del mercato monetario è però ancora lontana dall'essersi compiuta e richiede, oltre alla nostra azione, l'iniziativa degli operatori e delle istituzioni che vi partecipano o vi sono interessati. Condizione fondamentale è che un numero sempre più vasto non solo di istituzioni creditizie, ma anche di imprese, di famiglie e di enti pubblici, abbia una gestione finanziaria attenta, restia a lasciare inattive le disponibilità monetarie, rapida nel cogliere nuove favorevoli occasioni di impiego. Se gli intermediari di mercato monetario compiono a tal fine un'opera preziosa di informazione e di stimolo, quella condizione dipende anche, a sua volta determinandoli, da altri fattori: la trasparenza del mercato, la capacità di circolazione dei titoli, la loro varietà.

Occorre perciò innanzitutto che il sistema delle contrattazioni si evolva sino ad esprimere giornalmente, rendendoli noti al largo pubblico, prezzi e rendimenti rappresentativi degli scambi avvenuti: si perfezionerà così quell'unità del mercato che può essere compiuta solo per mezzo di un numero ristretto di intermediari specializzati, tra loro concorrenti, ma solidali nel comune interesse al suo buon funzionamento. Il movimento materiale, che per titoli al portatore implica rischi elevati ed è costoso, diverrà superfluo, senza per questo richiedere la circolazione di documenti sostitutivi meno accetti agli investitori come alle autorità, quando sarà in funzione la procedura, per la cui realizzazione stiamo operando, di trasferimento dei buoni a mezzo di scritturazioni contabili. Varietà di strumenti, infine, significa consentirne l'emissione anche ad operatori diversi dal Tesoro, siano essi imprese primarie o aziende di credito: è perciò auspicabile che la rimozione degli ostacoli tributari, per la quale ci siamo adoperati, possa avvenire in un futuro prossimo.

E' da dubitare invece che l'efficienza delle contrattazioni possa guadagnare da un loro accentramento nelle borse valori. Nate per realizzare l'unità e la trasparenza del mercato in epoche di comunicazioni lente e difficili, le borse ancora oggi svolgono una funzione utile per la quotazione e lo scambio di titoli di mercato finanziario. Ma per strumenti di tesoreria oggetto di decisioni che debbono poter essere prese direttamente dai responsabili operativi delle banche o delle grandi imprese, in ore successive alla chiusura delle stanze di compensazione, per partite spesso di grosso importo, con prezzo variabile di ora in ora, l'unità del mercato continuerà di fatto — in Italia come in altri paesi più evoluti del nostro in questa materia — ad essere ricercata assai meglio attraverso circuiti telefonici tra le sedi operative, i quali favoriscono l'unificazione del momento decisionale con quello esecutivo. La stessa banca centrale deve operare secondo queste regole di funzionamento.

Anche se la crescita dei buoni in circolazione desta minore preoccupazione di un equivalente incremento della moneta bancaria, sarebbe erroneo rallegrarsene, perché essa non è priva di aspetti di ipertrofia. Pur tenendo conto del fatto che era in corso la transizione ad un nuovo assetto dei bilanci bancari e non bancari, nell'ultimo anno i limiti di una equilibrata espansione sono stati ecceduti sotto l'azione di cause profonde come l'inflazione, il dissesto delle finanze pubbliche, l'intrinseca debolezza dell'economia.



Al fine di contenere la quota della moneta sulle attività finanziarie complessive, per gran parte del 1977, in una congiuntura di tassi calanti, il rendimento dei BOT è stato mantenuto su livelli che inducevano le banche a scegliere tra la riduzione del margine di utile che avrebbero subito offrendo tassi passivi agganciati a quel rendimento e la disintermediazione che avrebbero subito accettando un maggior distacco tra i due tassi: poiché solo una frazione dei depositi è investita in buoni, il primo dei due comportamenti le esponeva a perdite. Le aziende di credito hanno dunque percepito la concorrenza dei BOT ai depositi: alcune di esse, accettandola, hanno tratto guadagni dalla cessione di buoni alla clientela; altre vi hanno resistito, probabilmente espandendo la propria quota sul mercato dei depositi e riducendo il margine di utile lordo; altre ancora hanno in vario modo cercato di mantenere una segmentazione tra i due mercati.

Il sistema dei vincoli permette il raggiungimento di obiettivi più numerosi di quelli che la manovra della base monetaria potrebbe conseguire da sola. Sarebbe però imprudente affermare che esso ha consentito una politica più articolata e precisa di quella permessa dai soli strumenti di controllo indiretto senza ricordare anche i costi che quel sistema ha imposto alla funzionalità dei mercati ed al quadro entro cui operano le autorità monetarie, costi che non devono essere giudicati meno gravosi per il fatto che la loro misurazione è difficile.

Uno di essi può essere individuato nelle perdite di efficienza allocativa che le brusche correzioni di rotta imposte dai vincoli infliggono agli intermediari finanziari. Altri derivano dal forzato trasferimento di redditi attraverso il sistema dei tassi d'interesse. In particolare, il finanziamento dello Stato a tassi ridotti, cui il massimale ha contribuito, configura una vera forma di credito agevolato a rovescio che non ha il pregio di fondarsi né su un corpo stabilito di dottrina economica, né sull'esercizio della sovranità popolare: nel 1977 il tasso dei BOT sul mercato è stato in media di 3,7 punti inferiore al livello medio del *prime rate*, mentre nel 1976 la differenza era stata di 1,4 punti.

Né va trascurato il deterioramento che la nostra conoscenza subisce con il perdurare dei vincoli. Se, al momento in cui vengono introdotti, questi si pongono come la deviazione da una legge di comportamento spontaneo che all'autorità monetaria è nota e documentata dall'informazione statistica e dalla teoria economica, con il passare del tempo quella legge si fa indecifrabile: le ultime osservazioni di essa risalgono a un passato sempre più lontano e diverso e incerte divengono le ripercus-

sioni di un'improvvisa soppressione dei vincoli. Può succedere allora che il rinnovarli appaia come la via piú sicura, il ritorno ai meccanismi spontanei sembrando un passo verso l'ignoto.

Ma il costo maggiore deriva dalla istituzione e dal mantenimento di un assetto nel quale una porzione sempre piú ampia del risparmio si destina ad usi, e si concede a condizioni, sui quali il cittadino non ha avuto modo di esprimersi né direttamente, né indirettamente come avverrebbe se le istituzioni finanziarie cui lo ha affidato potessero formulare un loro autonomo giudizio. Dopo aver cessato di generare risparmio proprio, lo Stato ha visto ridursi la sua capacità di attrarre quello altrui direttamente, cioè offrendo titoli che alle famiglie apparissero salvaguardia adeguata della propria capacità di spesa futura: ha preferito intervenire sugli intermediari finanziari, mortificandone la funzione a quella di agenti di raccolta per conto di altri.

Anni di intense manovre monetarie anticicliche e di ricorso al credito per il perseguimento di politiche industriali, settoriali o territoriali, che spesso non hanno neppure riprodotto le risorse assorbite, ci hanno lasciato un sistema creditizio appesantito e rigido. Mentre l'instabilità dei mercati finanziari in presenza di inflazione ha spinto le famiglie ad arroccarsi sempre piú nella certezza di valore dei depositi bancari, le aziende di credito hanno tardato a vedere che, col proprio risparmio, il pubblico rimetteva loro anche i mali ed i rischi di una sua allocazione distorta, e non sempre hanno percepito l'insidia che si nascondeva nel destinare quote crescenti della propria raccolta a impieghi dei quali, al di là delle forme, era chiara l'illiquidità.

Se il cammino continuerà lungo queste vie, gli intermediari finanziari finiranno con l'entrare nel novero delle industrie in perdita, bisognose di sostegno e di soccorso. Se invece, come vi è ragione di sperare, l'occupazione, l'equilibrio territoriale e la stabilità dei prezzi verranno cercati con un'azione piú profonda sulle vere determinanti, allora al sistema creditizio si potrà volgere l'attenzione non per sottrargli tesori nascosti, che non possiede, ma per restituirgli l'equilibrio nelle strutture dell'attivo e la responsabilità operativa senza i quali non sarebbe funzionale a un'economia risanata. Per il compimento di quella azione piú profonda il Governo ha proposto un programma triennale; qualche anno richiederà anche il cammino di ritorno verso assetti finanziari piú equilibrati. Su questo tema, il dibattito degli ultimi mesi è stato ricco di voci e gli esponenti della comunità bancaria gli hanno dato un contributo prezioso.



Gli obiettivi sui quali il consenso è ormai molto ampio e che anche a nostro giudizio debbono essere perseguiti possono riassumersi in quello di ridurre a proporzioni più accettabili, rispetto alla situazione degli ultimi anni, sia la trasformazione qualitativa del risparmio da parte delle istituzioni creditizie, sia la moltiplicazione degli strumenti di credito che si compie per ogni lira risparmiata.

Se un impianto a produttività assai prolungata nel tempo, in un settore merceologico che impiega materie prime dai prezzi fortemente oscillanti, è — fatti tutti i passaggi — finanziato da un deposito bancario a vista o da un credito a breve termine in valuta, il filo che lega il risparmio all'investimento è troppo teso e sottile per poter resistere allo strappo di una qualsiasi perturbazione finanziaria, commerciale o valutaria. D'altra parte, è vero che attraverso l'allungamento della catena del credito lo spazio occupato dalle aziende di credito nel settore finanziario si è dilatato, ma, rispetto agli istituti a medio termine, ciò è avvenuto per sovrapposizione e non per sostituzione di compiti, giacché sono state le banche a compiere gli investimenti obbligazionari disertati dal pubblico. Il sistema è ora come ripiegato su se stesso, e potrebbe dispiegare anche rapidamente una grande capacità di finanziamento senza necessità di nuova base monetaria ove vi fosse un cospicuo, e auspicabile, ritorno del pubblico all'investimento obbligazionario.

L'insieme dei vincoli al credito non può essere di colpo abbandonato, ma dev'essere modificato per accompagnare questo ritorno a una minore liquidità della ricchezza finanziaria del pubblico, a una maggiore capacità dello Stato, degli istituti di credito speciale e delle imprese di attingere direttamente al risparmio, a una più stretta affinità tra le caratteristiche degli strumenti finanziari e quelle degli investimenti reali.

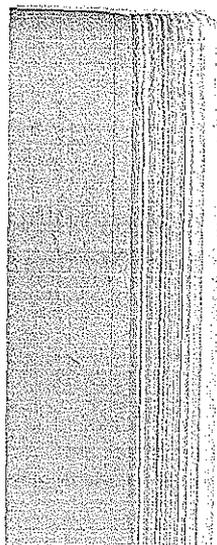
Per le considerazioni ora fatte, non sembra che una revisione del sistema dei vincoli possa iniziare con la soppressione del massimale sugli impieghi bancari: insieme con lo strumento delle autorizzazioni alle emissioni obbligazionarie esso rappresenta infatti il mezzo col quale viene posto un argine alla potenziale creazione di credito insita nella doppia intermediazione e nel volume di BOT di proprietà del sistema bancario. Tuttavia, pur rinnovato, il massimale potrebbe perdere parte del suo rigore, e discriminare meno a danno del settore privato, se la pressione del settore pubblico sul risparmio si allentasse.

E' per il mercato obbligazionario, invece, che qualche modifica o attenuazione di disciplina potrebbe essere introdotta. Dal lato dell'of-

ferta, prestiti con piano di rimborso crescente e con rendimenti direttamente o indirettamente collegati alla evoluzione dei prezzi potrebbero facilitare il reperimento di mezzi da parte di alcuni emittenti. Più volte il nostro Istituto si è espresso favorevolmente, facendosi anche promotore di specifiche proposte, sull'opportunità di un maggiore ricorso a queste forme di prestiti da parte di operatori istituzionalmente sensibili, nelle loro decisioni di spesa, all'onere reale del debito. Oltre che al finanziamento dell'edilizia, siffatte forme potrebbero perciò servire al finanziamento di imprese esercenti servizi di pubblica utilità o di grandi società industriali che ricorrano direttamente al mercato; e l'importanza che, per gli equilibri finanziari, rivestirebbero più ampi investimenti obbligazionari del pubblico potrebbe indurci a orientare le autorizzazioni all'emissione anche al fine di incoraggiare l'offerta di questi titoli. Dal lato della domanda, il ritorno della curva dei rendimenti a una configurazione più normale potrebbe consentire di fare un affidamento meno esclusivo sugli investimenti bancari, e quindi di attenuare almeno alcune delle distorsioni incoraggiate in questi anni dalla diversa intensità dei legami che gli istituti di credito speciale intrattengono con le aziende di credito.

Vediamo invece con preoccupazione l'inasprimento della tassazione sugli interessi dei depositi bancari e il crescendo di proposte fiscali che li prendono di mira, disattente alla vera natura economica della base imponibile e al fatto che in Italia il loro trattamento tributario è già più severo di quello di fatto vigente nei principali paesi della Comunità. Finché il rendimento medio delle attività finanziarie sia, come è stato per quasi tutto il corso di questo decennio, inferiore al tasso di aumento dei prezzi, gli interessi ricevuti dai risparmiatori solo impropriamente possono chiamarsi redditi, configurandosi piuttosto come quote, insufficienti, di ricostituzione del capitale prestato. Chi ritiene di vedere in quegli interessi una facile fonte di gettito per il fisco o un impedimento alla riduzione del costo del denaro per le imprese dovrebbe considerare che ogni inasprimento dell'aliquota della ritenuta alla fonte ha l'effetto di accrescere il livello dei tassi bancari attivi.

Anche per la riserva obbligatoria sono state suggerite modifiche per orientarla a fini selettivi, per esempio facendo della sua remunerazione il canale attraverso il quale il Tesoro si assumerebbe parte dell'onere di una riconversione di crediti bancari. Tre anni or sono questo strumento venne liberato dalle molte incrostazioni che, nell'intento di perseguire finalità selettive, ne avevano via via compromesso la funzione primaria di regolazione della liquidità. A questo compito



proprio è opportuno che esso continui ora ad essere destinato, ogni sua eventuale modifica dovendosi indirizzare a obiettivi di ordine generale nella ricerca di un migliore equilibrio dei flussi finanziari.

Siamo altresì restii a volgere il sistema dei vincoli al fine di disciplinare le quote delle singole aziende di credito sui mercati dei diversi strumenti finanziari. Per l'attivo, abbiamo affermato in passato, e confermiamo, di considerare l'effetto di congelamento derivante dal massimale una delle gravi distorsioni prodotte da questo strumento. Così, dal lato del passivo, la stabilità delle quote di mercato non può essere perseguita come obiettivo in sé, meno che mai in tempi nei quali l'inflazione ha raddoppiato i valori dei bilanci bancari nel volgere di pochissimi anni, e la redistribuzione territoriale e settoriale del reddito è talmente ampia e rapida da alterare a sua volta le posizioni relative dei diversi istituti.

La parte maggiore del cammino verso assetti finanziari più equilibrati, però, va affidata ad azioni ed eventi che stanno al di fuori della sfera dei comportamenti dell'istituto di emissione. Tra questi vi è in primo luogo la capacità di autogoverno della comunità bancaria. Una percezione corretta della linea di confine tra l'area del comune interesse e quella della competizione è presupposto insostituibile di un più stabile equilibrio delle istituzioni creditizie. Ai due obiettivi di una minore trasformazione del risparmio e di meno numerosi passaggi di questo attraverso i bilanci di vari intermediari finanziari, le istituzioni creditizie hanno un interesse comune: nessuna autorità esterna potrà aiutarle a perseguirli con la gradualità e con il rispetto per le esigenze fondamentali del settore che le istituzioni stesse possono darsi attraverso comportamenti di sistema ispirati a reciproca collaborazione.

#### **Problemi del sistema creditizio e indirizzi di vigilanza.**

L'esigenza di adeguare la struttura territoriale del sistema delle aziende di credito alla domanda di servizi bancari ha dato luogo alla formazione e all'attuazione, appena avvenuta, di un piano di apertura di nuovi sportelli secondo direttive approvate dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio. Al fine di offrire una migliore informazione sui criteri e sulle scelte conseguenti, se ne è collocata la trattazione principalmente nel capitolo sull'attività della Banca che ho richiamato in apertura.

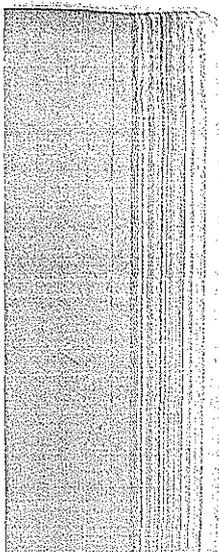
Piú continuo impegno hanno richiesto l'elaborazione, la revisione critica e l'applicazione di criteri che rendessero l'azione di vigilanza consona alle esigenze dell'attuale momento congiunturale, aggravato da irrisolti problemi strutturali.

Ove si voglia evitare il rischio che l'attività di supervisione sul sistema creditizio si risolva in una mera procedura burocratica fine a se stessa, è d'uopo continuare a cimentarsi nella ricerca per tentativi di quei sentieri che possono condurre allo sviluppo economico attraverso un'opera ora di sollecitazione ora di sostegno da parte delle istituzioni creditizie nei confronti degli operatori economici. Sono, questi, sentieri impervi, percorrendo i quali non va sottovalutato il pericolo di veder coinvolta nella caduta di alcune iniziative la credibilità delle istituzioni creditizie che le hanno appoggiate e finanziariamente sorrette. Tuttavia, qualche rischio è necessario che venga corso non solo per contribuire a far uscire il Mezzogiorno dalla sua condizione di insufficiente sviluppo e l'intera nostra economia dall'attuale situazione di inflazione, ristagno e disoccupazione, ma anche per non affievolire oltre misura la capacità dei banchieri come imprenditori del credito.

Con questi obiettivi in mente, l'azione della vigilanza si è dispiegata in vari campi, reinterpretando antiche definizioni, usando in modo piú articolato dello strumento autorizzativo, sollecitando il rafforzamento patrimoniale degli intermediari creditizi.

L'opportunità di ridurre la doppia intermediazione e di preservare nel contempo la valutazione tecnica delle iniziative da finanziare ha portato ad affermare un'interpretazione del principio di specializzazione in senso funzionale. In base al nuovo indirizzo, agli istituti a medio e a lungo termine resta riservato il finanziamento degli investimenti, il che consente di mantenere una possibilità di selezione dei flussi creditizi, mentre spetta alle aziende di credito di sovvenire i cicli produttivi. Si è ritenuto, perciò, non incompatibile con i principi posti a base del nostro ordinamento un ampliamento della sfera operativa, oltre il breve termine, delle aziende di credito, in particolare a favore di operazioni di sostegno delle esportazioni. Da questo orientamento deriva una maggiore efficienza del sistema nel suo complesso, intesa come capacità di soddisfare meglio le esigenze dei prenditori di fondi.

Al verificarsi di situazioni che rendevano problematico il normale rientro delle esposizioni, la risposta delle banche è stata la trasformazione dei crediti a breve termine in altri a piú lunga scadenza o, nei casi piú gravi, l'acquisizione di attività immobiliari contro estinzione di debiti.



La Banca d'Italia, chiamata a rimuovere impedimenti statutari o di vigilanza all'attuazione di tali operazioni, ha avuto riguardo, nel determinarsi, al loro presumibile effetto sulla posizione dell'intermediario bancario.

Esistono limiti alla concessione di fidi alla clientela, direttamente correlati ai mezzi patrimoniali, che le aziende e la maggior parte degli istituti speciali di credito sono tenuti a rispettare. In molti casi questi limiti sono stati superati, anche per importi di notevole entità; ciò è avvenuto con il necessario assenso preventivo dell'organo di vigilanza per tutte le iniziative ritenute a priori valide sotto il profilo creditizio. Nel prendere tali decisioni, si è stati posti di fronte al dilemma se consentire le eccedenze vedendo così aumentare la concentrazione dei rischi dell'intermediario, ovvero se negare l'autorizzazione pur avvertendo le serie conseguenze del diniego.

Queste ultime, se si guarda all'intermediario creditizio, sono trascurabili o quasi per le grandi aziende di credito in virtù della loro capacità di sostituire un impiego all'altro, eventualmente canalizzando sul mercato interbancario o su quello monetario la raccolta che non possono erogare come crediti. Gli effetti, invece, sono molto gravi per gli istituti di credito speciale di minori dimensioni che operano nelle zone in via di sviluppo; la loro provvista è autorizzata soltanto nei limiti in cui devono soddisfare domande di finanziamento e queste, che promanano dalla locale industria nascente caratterizzata da una struttura debole e da un'elevata concentrazione, avrebbero dovuto essere respinte in gran numero dall'istituto ed eventualmente dall'organo di vigilanza. Così facendo, non solo si sarebbe rischiato di condannare ad una scarsa operatività molti istituti di medio credito, ma si sarebbe finito col tradire lo spirito di una legislazione che ha configurato il credito agevolato come lo strumento principale per lo sviluppo economico delle aree meno favorite del nostro paese. A prescindere dal giudizio sull'uso indiscriminato e polivalente che è stato fatto dell'agevolazione sul costo del credito, è indubbio che essa trova la sua migliore giustificazione nell'obiettivo di compensare gli operatori della maggior alea imprenditoriale cui vanno incontro localizzando i nuovi impianti in zone con scarsa tradizione industriale e con poche infrastrutture civili.

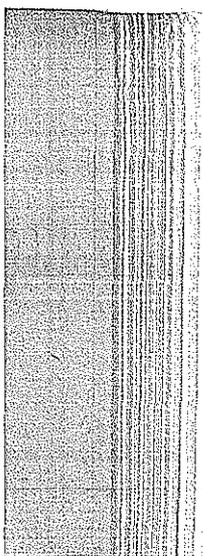
Perciò, il perseguimento degli obiettivi fissati dalle leggi attraverso questo tipo di intermediari finanziari è possibile soltanto a patto di tollerare presso i medesimi una concentrazione di rischio superiore a quella ritenuta tecnicamente normale. Da questa constatata, inevitabile

conseguenza discende la riluttanza dell'organo di vigilanza al veder costituire istituti di mediocredito regionale nel Mezzogiorno continentale, i quali, oltre che a disintermediare in qualche misura le istituzioni che oggi vi esercitano il credito a medio e a lungo termine a favore delle imprese minori, sarebbero destinati ad una vita asfittica e rischiosa anche per la stabilità del sistema. Al contrario, i piú antichi istituti di credito speciale, sorretti dalla tradizione e da adeguate strutture, anche se hanno una minore possibilità di mediare i rischi rispetto ad aziende di credito di dimensioni comparabili, sono in grado di effettuare la compensazione degli stessi sull'intero territorio nazionale e perciò anche tra diversi rami di industria e tra differenti gruppi economici.

Il peggioramento della qualità degli impieghi e la concentrazione dei rischi impongono che i fondi patrimoniali degli enti creditizi siano rafforzati per poter far fronte in modo adeguato alla loro funzione di ammortizzatori delle perdite. Nonostante le sollecitazioni delle autorità creditizie, le quali hanno anche operato attraverso la nuova configurazione data ad alcuni strumenti di vigilanza che collegano l'operatività delle aziende di credito all'entità dei loro fondi patrimoniali, l'aumento di questi procede lentamente ed è frutto in gran parte delle rivalutazioni monetarie fiscalmente ammesse.

L'apporto di fondi dall'esterno appare piú agevole per le banche a forma azionaria e soprattutto per quelle popolari, date le caratteristiche della loro base sociale; le banche di interesse nazionale, consapevoli delle proprie responsabilità interne ed internazionali, hanno ritenuto di aumentare i propri capitali nel 1978, nonostante le difficoltà finanziarie del loro azionista di maggioranza. Per gli istituti di credito di diritto pubblico assai piú problematico si presenta l'afflusso di capitale dall'esterno, che è di fatto escluso per le casse di risparmio; queste ultime, dando prova di notevole sollecitudine per la tutela dei depositanti, hanno favorito, in sede di allocazione dell'utile lordo del 1977, il rafforzamento dei fondi rischi e talvolta, in sede di ripartizione dell'utile netto, anche la riduzione della quota destinata a opere di beneficenza.

Il disegno di legge, di iniziativa governativa, avente per oggetto l'aumento dei fondi di dotazione e dei fondi di riserva speciale dei tre banche meridionali intende offrire a questi istituti un valido ausilio per fronteggiare sia le conseguenze sfavorevoli dei provvedimenti sul consolidamento dei debiti degli enti locali sia l'azione di sviluppo.



Per essere efficace l'attività di vigilanza non può irrigidirsi in schemi invariati al mutare degli andamenti congiunturali, delle strutture dei mercati, delle situazioni degli intermediari. Ne deriva che la materia che ricade sotto i giudizi affidati alla Banca è essenzialmente tecnica e mutevole; l'esperienza dei casi precedenti e l'utilizzazione di moderni strumenti decisionali possono ridurre ma non eliminare il margine di opinabilità. Spesso l'ipotesi prescelta non rientra nell'esclusivo ambito di determinazione dell'organo di vigilanza, poiché la legge dispone che altri poteri facenti capo ad altri soggetti vengano da esso attivati. Spetta in questo caso alla nostra Banca un dovere di sollecitazione, talvolta di proposta, ma non di decisione.

Di questo ampio sistema di interventi sarebbe estraneo alla tradizione della Banca rifiutare la responsabilità: responsabilità che la legge le affida e che nella legge trova il naturale limite. Giova ribadire che l'oggetto delle nostre scelte presenta contenuti tecnici di tale peculiarità ed è così strettamente condizionato dal contesto interno ed internazionale, che appare invero ardua la pretesa di affermare, allorché si esuli dalla valutazione politica o dalla ricostruzione storica, che una diversa scelta si imponeva al momento della decisione. Sarebbe facile dimostrare che simili giudizi a posteriori spesso sottovalutano le obiettive difficoltà che nel concreto svolgersi dei fatti hanno condizionato la decisione.

Del pari, nella specifica materia valutaria, atteggiamenti eccessivamente inquisitori finiscono con l'ingenerare nei dirigenti bancari la convinzione che ogni manifestazione della loro attività sia destinata ad essere considerata sistematicamente sospetta; istintivamente essi se ne ritraggono, limitando sempre più la loro autonomia decisionale. Tutto ciò spinge alla burocratizzazione del credito e contrasta con l'obiettivo, dai più conclamato, di sollecitare le energie e le capacità professionali, la cui supposta mancanza è spesso esplicitamente addotta come motivazione di giudizi severi sul sistema bancario.

L'organo di vigilanza da parte sua ritiene di confermare l'opzione fondamentale di considerare il sistema creditizio come un insieme di imprese; questa scelta qualifica in modo positivo la possibilità che, proprio attraverso un corretto e penetrante uso dei poteri discrezionali cui si è testé accennato, la complessiva attività delle istituzioni creditizie venga indirizzata al conseguimento degli obiettivi fissati dagli organi rappresentativi a ciò preposti.

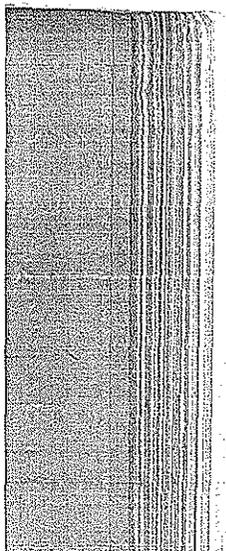
*Signori Partecipanti,*

il nostro paese si trova di fronte a una sfida di grande momento, e il corpo sociale nelle sue varie componenti sembra ora avvertire il pericolo che incombe sulle posizioni acquisite in un processo, sia pure travagliato, di avanzamento economico e civile. Il numero delle persone senza lavoro, statisticamente accertato, è di un milione e mezzo, e sale a un milione settecentomila tenendo conto di coloro che figurano nei libri-paga delle imprese al di là delle effettive esigenze della produzione. Offrire possibilità durature di lavoro a questa ingente massa di disoccupati è il traguardo nei confronti del quale ogni altro obiettivo diviene strumento.

La ripresa congiunturale che vari indicatori segnalano si presenta con i caratteri di precarietà che hanno contraddistinto analoghe fasi della nostra economia nel periodo più recente. Se lasceremo che essa proceda secondo le tendenze in atto, il sollievo che ne potrà derivare all'occupazione sarà scarso; prima che l'accresciuta attività produttiva, una volta utilizzata appieno la manodopera sottoccupata, possa esprimere una consistente domanda aggiuntiva di lavoro si saranno già incontrati i vincoli che costringeranno a frenare l'espansione. Un più attento governo della domanda potrà valere, come già è avvenuto, a ridurre l'ampiezza delle oscillazioni cicliche, ma non ci affrancherà da un procedere alterno fra punti superiori, nei quali il tasso di sviluppo toccherà fugacemente valori soddisfacenti, e punti inferiori, nei quali alla recessione continuerà ad accompagnarsi un elevato tasso d'inflazione.

Per allentare la morsa dell'inflazione e del ristagno, è necessario incidere concretamente sul disavanzo corrente e globale del settore pubblico. Quando eccede le dimensioni compatibili con il finanziamento fisiologico consentito dal sistema, esso pone pressioni insostenibili sulla creazione di base monetaria, tanto più penose per le autorità responsabili, consapevoli che il finanziamento in moneta ad alto potenziale non può che comportare l'imposta da inflazione quale mezzo di copertura dei vuoti tributari.

Altrettanto urgente appare l'esigenza di contenere il costo del lavoro, operando contemporaneamente sulle due lame della forbice — maggior produttività ed efficienza e contenimento del salario nominale — in modo da creare le premesse per realizzare un sostenuto processo di accumulazione.



Una ripresa degli investimenti tenderà a comportare nel breve periodo pressioni sui nostri conti con l'estero di parte corrente. Ma se l'eventuale passaggio in rosso di queste voci avverrà in un contesto di ricostituzione degli equilibri reali e monetari interni, si potrà contare su flussi di finanziamento stabili e consistenti ed evitare che il vincolo esterno comprometta la durevolezza della ripresa.

La conoscenza di questa realtà e delle cause che la determinano si è maturata nell'esperienza degli ultimi difficili anni; ma la conoscenza è sterile, se non scatta la volontà che la trasformi in azione: perché non ci « tornino in cagion di condanna le cose sentite, e non operate; credute, e non osservate ».

Se si è convinti che la spesa pubblica corrente ha raggiunto valori insostenibili, che essa non risponde in modo appropriato alle esigenze sociali e che per di più ha in sé fattori di ulteriore deterioramento quantitativo e qualitativo, occorre intervenire senza ulteriori indugi e senza mezze misure. Già alcuni meccanismi perversi, non corretti in tempo, hanno compromesso il bilancio del settore pubblico nel 1978; sarebbe colpevole non evitare l'aggravio che incombe sul 1979.

Se si è convinti che l'avvio di una ripresa capace di consolidarsi e diffondersi richiede una politica di investimenti autonomi, occorre operare le necessarie scelte, rimuovere gli impedimenti posti dalla lentezza delle procedure amministrative e passare a una sollecita attuazione almeno nei campi nei quali più evidenti sono i bisogni: l'energia, l'agricoltura, l'ambiente, l'edilizia pubblica, la casa. Per queste opere il credito non dovrà mancare.

Se si è convinti che il risanamento e lo sviluppo della base produttiva presuppongono non solo la disponibilità delle risorse da destinare agli investimenti ma anche la chiara comunicazione del quadro d'insieme e delle norme con cui si esplica l'apporto del settore pubblico, occorre che la Pubblica amministrazione offra agli operatori certezza, sostegno e indicazioni attraverso una gestione attiva e coordinata dei propri strumenti: autorizzazioni, prezzi, tariffe, commesse, incentivi.

Se si è convinti che un rilancio dell'occupazione nella stabilità monetaria richiede soprattutto la realizzazione di condizioni che rendano economico l'impiego delle risorse e che stabilizzino il tasso atteso di profitto, occorre che un negoziato sociale porti alla definizione di una politica del costo e della mobilità del lavoro in funzione di chiari obiettivi di investimento e di occupazione. E se è valida la dimostrazione, che

abbiamo cercato di dare, del danno derivante allo stesso mondo del lavoro da meccanismi retributivi che alimentano la spirale prezzi-salari, occorre modificarli.

« Sarebbe un drammatico errore se chi rappresenta il mondo del lavoro non facesse tutto quanto è in proprio potere per spezzare questa spirale. L'indicizzazione delle retribuzioni dà la breve illusione che la difesa del loro valore reale possa avvenire senza riguardo all'evoluzione del loro valore nominale. Essa invece non solo restringe il fronte già sottile di coloro che difendono la moneta, ma alimentando la spirale infligge ai lavoratori una perdita di potere d'acquisto in corso di trimestre crescente col deprezzamento monetario; riprende loro, quali detentori di attività in moneta, parte del potere d'acquisto che non abbiano subito tradotto in spesa; quando il cambio anticipi gli attesi aumenti di prezzi, comporta una svendita della ricchezza nazionale che esercita sul reddito effetti non dissimili da quelli del rincaro dei prodotti d'importazione ».

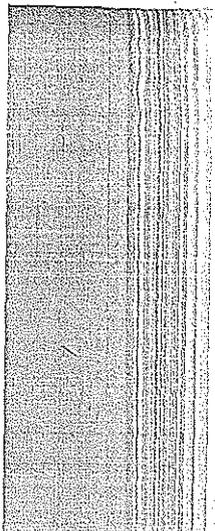
Accedendo alla modifica di meccanismi, che già nel breve e più nel medio periodo si ritorcono contro chi li assunse a proprio strumento di difesa, « i lavoratori, che giustamente ambiscono a porsi sempre più come soggetti del destino economico della nazione, si farebbero assertori di un interesse generale che in definitiva corrisponde al loro in termini di potere d'acquisto del salario, di occupazione, di distribuzione del reddito nazionale ».

Queste considerazioni non sono di oggi; esse sono tratte da una lettera scritta al segretario generale della maggiore fra le confederazioni sindacali il 5 maggio 1976; giorno nel quale la quotazione del dollaro toccò a listino le 916 lire.

Nel corso tumultuoso dei quattro mesi che misero capo a quel giorno, Aldo Moro, Presidente del Consiglio, aveva seguito e sorretto l'azione della Banca con attenzione, simpatia e fiducia.

La sera di quello stesso giorno, si svolse a Villa Madama una riunione di governo nella quale, allo scopo di arrestare la caduta del cambio, vennero decisi vari provvedimenti limitativi della libertà dei pagamenti esteri: tra essi, il deposito previo per le importazioni, la riduzione dei termini di validità dei conti valutarî e l'obbligo del finanziamento in valuta per le esportazioni con pagamento differito.

Moro, che presiedeva, osservò nel corso del dibattito che inoltrarsi sulla via delle restrizioni ai rapporti con l'estero, come pure si doveva



fare in una situazione di emergenza, era « un altro modo di uscire dall'Europa ».

L'analisi proposta in questa Relazione è intesa quale contributo alla definizione di una linea di politica economica che, avvicinando gli obiettivi della stabilità monetaria e dello sviluppo, valga a mantenere il nostro paese, uguale tra uguali, nel consorzio delle nazioni civili.

Approfondire la riflessione su quanto a ciò si richiede e coerentemente determinarsi sarà modo non ultimo né meno degno di far rivivere entro di noi la voce che è stata spenta, di riscattare il male che è stato compiuto.

## CONSIDERAZIONI FINALI

*Signori Partecipanti,*

il Direttorio della Banca si presenta a questo annuale appuntamento con i partecipanti e gli invitati mentre sono in corso contro due dei suoi membri procedimenti giudiziari, il primo dei quali, le cui dolorose e drammatiche vicende vi sono note, è stato aperto il 24 marzo; altre due comunicazioni giudiziarie sono seguite.

Mario Sarcinelli ed io abbiamo la sicura coscienza di aver costantemente ispirato la nostra azione all'interesse del Paese e dell'Istituto nel rispetto delle leggi. Ma la nostra condizione di fronte alla Magistratura ha ugualmente pesato sulla preparazione della Relazione annuale, soprattutto di questa parte finale, allestita in un clima profondamente turbato. Il taglio dell'esposizione è stato adattato alla necessità di darvi anche conto dei problemi che, alla luce degli eventi occorsi, si pongono per il Paese, per l'assetto creditizio, per la funzione di vigilanza.

Nel luglio dello scorso anno ha lasciato l'Istituto il Direttore generale Mario Ercolani. Assunto in Banca nel 1938, egli ha percorso tre quarti della sua carriera — prima e dopo la guerra combattuta e la prigionia — presso il Servizio studi, che è stato chiamato a dirigere nel 1967 e presso il quale si è illustrato soprattutto per i contributi intorno ai temi del bilancio pubblico, dei flussi di fondi nell'economia e della politica monetaria. Nominato nel 1970 direttore centrale per le operazioni con l'estero, ha vissuto per lunghi anni le alterne vicende valutarie e, in particolare, quale membro del Direttorio è stato chiamato, nella lunga crisi del 1976-77, alla dura prova della condotta del cambio durante la quale ha confermato le sue virtù di saldezza d'animo, padronanza dei meccanismi economici ed equilibrio, congiunte ad un tratto umano che nel corso degli anni gli ha guadagnato in Italia e nelle sedi internazionali l'universale simpatia degli ambienti bancari.

Il Consiglio superiore e le Autorità governative hanno chiamato a sostituirlo nella carica il Vice direttore generale Carlo Ciampi, reintegrando contestualmente il Direttorio con la nomina a Vice direttore generale di Alfredo Persiani Acerbo, già Segretario generale della Banca.

Nel soffermarmi due anni or sono su problemi interessanti l'organizzazione dell'Istituto ed i suoi collaboratori, sottolineai con preoccupazione

pazione le possibili conseguenze demotivanti di alcune tendenze livellatrici nella valutazione dei meriti e nel trattamento economico specialmente su coloro che sono chiamati a compiti piú ingrati e onerosi in termini di carico di lavoro e di esercizio di responsabilità.

Aggravano ora questa preoccupazione le incertezze di ordine giuridico indotte, in chi opera e deve decidere, dagli eventi recentissimi che ho ricordato e che negli ultimi anni sono stati preceduti da altre difficili vicende interpretative delle funzioni attribuite alla Banca centrale.

Occorre operare affinché siano rimosse queste cause di malessere: una gestione efficiente presuppone serenità di animo e possibilità di affidarsi a criteri di legittimità ragionevolmente sicuri.

La storia dell'Istituto insegna che molte difficoltà sono state superate per il consenso maturatosi nei confronti di una tradizione di serietà, sulla quale convergono gli interessi del Paese, del sistema creditizio, della comunità intera della Banca e dei suoi singoli componenti.

La certezza che questo valore sia vivo nell'Istituto mi consente, in un periodo difficile, di riaffermare sicura fiducia nella capacità dei collaboratori a vivere l'impegno di servizio, in una costruttiva dialettica interna, nel perseguimento del pubblico interesse.

In questo spirito rinnovo al personale il senso di apprezzamento dell'amministrazione della Banca, col pensiero rivolto a tutti, ma piú specialmente in questi giorni a coloro ai quali è affidato l'incarico della funzione di vigilanza bancaria.

### **L'economia internazionale.**

I fattori di instabilità da cui è stata dominata la scena mondiale durante quest'ultimo decennio hanno trovato ancora spazio lo scorso anno, sia nei rapporti internazionali, sotto la forma di squilibri nelle bilance dei pagamenti dei principali paesi industriali e di oscillazioni nelle ragioni di scambio, sia negli andamenti economici interni, sotto quella della persistenza di inflazione e disoccupazione.

Nella media del 1978 la sostanziale stabilità delle quotazioni dei prodotti primari e il miglioramento delle ragioni di scambio che ne è seguito per i paesi dell'OCSE hanno contribuito al lieve calo dell'inflazione e al totale assorbimento del saldo passivo delle partite correnti dell'area, che nel 1977 aveva superato i 25 miliardi di dollari.

Tuttavia già nell'ultima parte del 1978, ripresa la rincorsa dei prezzi dei prodotti primari, è apparso il carattere transitorio dei risultati positivi segnati dalle economie industriali sul fronte dell'inflazione e su quello dei conti con l'estero. I principali paesi sono venuti a trovarsi tutti insieme nella fase espansiva del ciclo, mentre la liquidità internazionale veniva alimentata con larghezza dai passivi della bilancia dei pagamenti americana; questi fattori, reali e monetari, si sono accumulati con le tensioni politiche nel Medio Oriente e nel Sud-est asiatico, nel rinnovare le pressioni al rialzo nei prezzi delle materie prime e del petrolio greggio.

Nell'attuale situazione di prezzi prevalentemente stabiliti in condizioni di oligopolio e di tendenziale scarsità di alcuni prodotti primari, i tentativi dell'area più industrializzata di riportare le ragioni di scambio verso i valori precedenti il 1973 risultano frustrati sia dalle reazioni dirette dei paesi esportatori di quei prodotti sia dai meccanismi dei mercati; oltre il breve periodo, e per l'economia mondiale nel suo complesso, i conflitti distributivi determinano conseguenze a un tempo inflazionistiche e recessive, che si amplificano in funzione dell'asprezza dei contrasti esistenti all'interno di ciascun paese. Queste conseguenze si sono manifestate con maggiore gravità nelle economie dei paesi occidentali dove, nell'espressione monetaria dello sviluppo del reddito, la componente spuria da inflazione domina ormai su quella, affievolita, che esprime la crescita reale.

Un più elevato flusso di investimenti rispetto al totale delle risorse e un suo orientamento settoriale più rispettoso dei mutamenti intervenuti negli ultimi anni sia nei prezzi relativi dei prodotti e dei fattori, sia nelle direzioni assunte dal processo di divisione internazionale del lavoro restano condizioni necessarie, seppure non sufficienti, per correggere questa situazione deludente in termini di sviluppo ma soprattutto mortificante nel confronto con il grado di controllo dell'inflazione realizzato in altri tempi, come in altri sistemi.

La crescita della produttività risente infatti dell'insufficiente accumulazione, mentre si conferma strumento importante nella lotta all'inflazione, perché la dinamica salariale, pur con diversità da paese a paese, resta generalmente sostenuta, scarsamente sensibile alla relazione tra domanda e offerta di lavoro, e non facilmente contenibile con le politiche dei redditi o con la fissazione di traguardi di crescita monetaria.

Lo scorso anno l'incremento degli investimenti fissi nell'intera area dell'OCSE ha superato solo di poco quello del reddito, cosicché il

rapporto tra le due grandezze ha recuperato in piccola parte la forte flessione, pari a più di due punti percentuali, subita nel 1974-76. In diversi paesi i margini di profitto e la condizione finanziaria delle imprese sono migliorati; il grado di utilizzo della capacità produttiva è aumentato; i tassi d'interesse, tenuto conto delle aspettative di inflazione, sono rimasti su livelli relativamente bassi. Se, nonostante tali progressi, l'accumulazione stenta a riprendere slancio, ciò è dovuto al persistere di rigidità nell'applicazione delle forze di lavoro e di fattori di incertezza che attengono in parte alla instabilità dei rapporti tra le valute. Questa ha trovato origine in larga misura nell'accentuazione degli squilibri nei pagamenti correnti tra i principali paesi dell'OCSE.

In particolare, si sono accresciuti il disavanzo corrente degli Stati Uniti e gli avanzi del Giappone e della Germania federale. Solo nella seconda metà dell'anno il processo di aggiustamento ha segnato lievi progressi, con l'auspicato avvio di una sostituzione della Germania federale, del Giappone e degli altri principali paesi industriali agli Stati Uniti nella funzione di sostegno dell'attività economica e del commercio mondiale.

I recenti sviluppi monetari internazionali confermano l'analisi svolta lo scorso anno in questa sede, secondo cui la manovra dei cambi deve essere accompagnata da coerenti misure di politica economica interna; essa risulta ancor più efficace se congiunta a un'azione concertata fra i vari paesi mirante a definire avanzi e disavanzi di parte corrente desiderati, o comunque accettati e sostenibili, così da evitare il formarsi di vuoti deflazionistici per la comunità internazionale presa nel suo insieme.

La caduta del dollaro ha potuto essere arrestata dalle misure annunciate il 1° novembre dall'Amministrazione americana. Esse costituiscono una svolta nella politica del cambio degli Stati Uniti, che si avvale per la prima volta di interventi diretti per ammontari rilevanti, appoggiati anche alla costituzione di debiti in valuta estera anziché in dollari, e congiunti a provvedimenti incisivi di carattere monetario e, in prospettiva, fiscale.

In un quadro di rinnovata cooperazione nella gestione dei cambi, si sono posti in atto misure e studi intesi a parare i rischi di un'incontrollata diversificazione delle riserve ufficiali. Le banche centrali hanno riattivato l'accordo che limita il reinvestimento delle riserve negli euro-mercati, mentre si viene rinnovando l'interesse per la creazione, presso il Fondo monetario internazionale, di un « conto sostituzione » che permetta la trasformazione volontaria e parziale in diritti speciali di prelievo delle riserve in dollari.

Anche i recenti accordi monetari europei rispondono alla volontà di limitare e gestire la flessibilità dei cambi, collegandola ad ampi sostegni finanziari, senza peraltro introdurre rigidità che, in ragione della diversità delle spinte inflazionistiche di origine interna, ostacolano la libertà degli scambi e distorcano l'allocazione internazionale delle risorse.

Il consenso ritrovato intorno a questi temi di fondo discende dall'esperienza dei cambi fluttuanti fatta nell'ultimo quinquennio, dopo quelle degli anni venti e trenta. Essa ha confermato che la speculazione privata non assolve il ruolo stabilizzante ipotizzato dai teorici dei cambi perfettamente liberi; meno ancora in una situazione dei pagamenti internazionali che, a seguito della crisi petrolifera, non poteva convergere verso un equilibrio stabile con saldi correnti positivi o nulli per i paesi industriali. Sbilanci nei conti con l'estero, anche se temporanei e reversibili, sono stati spesso aggravati e ampliati, generando le sequenze solo in parte simmetriche dei circoli « viziosi » e « virtuosi ».

L'esigenza di disporre di riserve internazionali con cui sopperire ai fabbisogni per gli interventi e mantenere i cambi su percorsi coerenti con le forze che li governano nel medio periodo non è venuta meno. Dal 1973, la creazione di liquidità internazionale ha combinato agli elementi tradizionali la pratica del finanziamento compensativo. Il « regolamento » è avvenuto spesso tramite l'incremento delle passività ufficiali, piuttosto che attraverso la riduzione dell'attivo: la crescita delle riserve lorde non poteva rappresentare, quindi, una misura univoca degli impulsi espansivi derivanti dal processo di creazione di moneta internazionale, all'interno del quale è necessario distinguere tra fonti di liquidità lorda e netta.

Le variazioni dei tassi reali di cambio che sono state conseguite nell'ultimo sessennio palesano come, pur in economie aperte e altamente indicizzate, il cambio possa svolgere un ruolo non trascurabile nell'aggiustamento strutturale. I sistemi economici più industrializzati, i cui comandi sono solo parzialmente utilizzabili e in alcuni casi addirittura bloccati, necessitano dello snodo rappresentato da una qualche flessibilità nei rapporti tra le valute. Un meccanismo di cambio incapace di adeguarsi ai mutamenti nei costi reali rischierebbe di spostare l'aggiustamento sul grado di apertura economica delle frontiere, soprattutto per quanto concerne i flussi di capitali, cioè in senso riduttivo della integrazione tra le economie; questa deve trovare sostegno in politiche di sviluppo regionale e misurarsi essenzialmente in

termini di libertà delle transazioni e solo in via strumentale sulla certezza del cambio.

La convergenza è necessaria anche perché la costituzione di un'area regionale può comportare il danno della formazione di blocchi, rilevante soprattutto nel caso dell'Europa storicamente intesa. Questo rischio non meriterebbe di essere affrontato se l'area regionale non realizzasse una sua effettiva e operante coesione interna.

L'istituzione del Sistema monetario europeo è stata concepita nel vertice di Brema come elemento fondamentale di un rinnovato impulso all'integrazione economica e finanziaria europea; una maggiore stabilità monetaria e di cambio doveva essere perseguita quale parte di un'azione comune per accelerare la crescita, per diminuire la disoccupazione e l'inflazione e per rafforzare le economie meno prospere della Comunità.

Lungo la strada l'ispirazione iniziale è sembrata affievolirsi. La posizione italiana nelle sedi multilaterali e negli incontri bilaterali dove sono state definite le caratteristiche dello SME è rimasta più di altre coerente con l'obiettivo di costruire un sistema in grado di accogliere tutti i paesi membri e di ridurre pericoli non solo inflazionistici, bensì anche deflazionistici. In questa prospettiva si è sottolineato che gli impegni reciproci in materia di cambio, impostati su una effettiva simmetria di aggiustamenti economici, dovevano essere accompagnati sia da sostegni finanziari, per fronteggiare attacchi speculativi, sia da aiuti sostanziali ai paesi meno forti, per arrestare e quindi ribaltare gli effetti perversi dell'attuale redistribuzione delle risorse attraverso il bilancio comunitario.

Gli accordi entrati in vigore il 13 marzo si articolano sulla coesistenza di una griglia di rapporti di cambio « centrali » bilaterali, con corsi di intervento minimi e massimi, e di parità in scudi, rispetto alle quali viene calcolato un indicatore di divergenza. Perché il nuovo sistema non riproduca i difetti del vecchio « serpente » ci sembrava, e ci sembra, necessario auspicare che azioni tempestive di carattere unilaterale impediscano alla moneta divergente di discostarsi troppo dallo scudo, a meno che l'esistenza di squilibri fondamentali non suggerisca una modifica dei tassi centrali. In un contesto in cui non possono essere esclusi spostamenti di preferenze e movimenti di diversificazione delle riserve ufficiali verso alcune monete europee particolarmente stabili, la mancata definizione delle linee operative di una politica comune nei confronti delle principali valute terze, e segnatamente del dollaro, dà rilievo sostanziale all'esigenza di un trattamento spe-

ciale per i debiti accumulati involontariamente a seguito di interventi di paesi in avanzo.

Questi punti, rilevanti per la simmetria e la equa ripartizione degli oneri dell'aggiustamento nel sistema, non sono stati ancora acquisiti, essendone stato rinviato un esame approfondito alla luce delle esperienze dei primi mesi di operatività dello SME.

Queste ultime sembrano confermare l'eccessiva rigidità dei margini bilaterali per le monete diverse dalla lira, come si deduce non soltanto dai corsi della sterlina inglese, non partecipante agli accordi di cambio, ma anche dal fatto che si sono spesso registrate tensioni bilaterali all'interno del Sistema: tra la corona danese e il franco belga, prima dello scatto dell'« allarme ECU » e, ultimamente, tra la moneta belga, che ha nel frattempo superato la soglia di divergenza, e il marco tedesco. Nella prevista prima revisione del Sistema si dovrà ritornare sulle questioni irrisolte di rilevanza generale; tra esse è da porre la combinazione ottimale tra margini bilaterali e indicatore di divergenza.

Impegni rigorosi di cambio devono essere principalmente sorretti da un progressivo adeguamento reciproco delle politiche economiche e monetarie; si rischierebbe altrimenti un nuovo insuccesso, che avrebbe sull'auspicata evoluzione della Comunità verso l'unione economica e monetaria conseguenze assai più gravi di quelle già registrate per il fallimento del piano Werner. E' evidente sotto questo profilo che lo sforzo di avvicinamento verso il baricentro comunitario deve essere particolarmente intenso nel nostro Paese. E' tuttavia presumibile che le disparità di andamento delle variabili economiche e monetarie nei paesi della Comunità non permetteranno di evitare il ricorso ad aggiustamenti reciproci nei rapporti di cambio. A questo fine, margini di fluttuazione bilaterale relativamente ampi svolgono l'utile funzione di consentire la modifica dei tassi centrali senza quelle discontinuità nelle quotazioni di mercato che renderebbero il sistema pronò alla speculazione.

Le linee di credito previste a Bruxelles a favore dello SME per un totale di 25 miliardi di scudi, ovvero circa 2,5 volte quelle precedentemente disponibili, rappresentano una massa di manovra assai notevole a sostegno degli accordi di cambio; il loro effetto dissuasivo nei confronti di eventuali attacchi al sistema si cumula con quello derivante dall'accresciuto grado di liquidità delle riserve auree. Occorrerà ora procedere, seguendo le linee già tracciate a Brema, per consentire che il FECoM si trasformi in un vero Fondo monetario europeo, dotato di

capacità autonome di analisi e di indirizzo delle politiche monetarie e di cambio perseguite dai paesi membri, assegnando tra l'altro un ruolo preciso e importante allo scudo, in modo da favorire sia il processo di integrazione finanziaria della Comunità, sia quello di una effettiva graduale diversificazione delle riserve in dollari, nel contesto di intese con il Fondo monetario internazionale e con le autorità monetarie americane.

E' infine da sottolineare l'esigenza di una profonda revisione del ruolo del bilancio comunitario in un processo fecondo di integrazione reale e finanziaria: il problema delle regioni meno sviluppate richiede probabilmente strumenti e metodi in parte diversi da quelli sin qui utilizzati, nell'ambito di orientamenti della politica di sviluppo dei diversi settori e aree confrontati e concordati sul piano comunitario. A quest'ultimo proposito l'esperienza del nostro Mezzogiorno suggerisce l'opportunità di un ricorso a interventi distinti sulle infrastrutture e sul costo del lavoro, piuttosto che a una incentivazione generica, soprattutto quando essa avvenga con costi reali del capitale negativi.

E' solo in una visione angusta dello SME e dell'Europa che può essere disconosciuta l'importanza di un procedere simultaneo lungo le direttrici sopra indicate.

## Il cambio e l'inflazione.

L'ingresso dell'Italia nello SME è avvenuto in un momento favorevole sotto l'aspetto valutario, grazie soprattutto all'avanzo globale della bilancia dei pagamenti, che ha raggiunto nel 1978 i 7 mila miliardi di lire, dei quali 5.400 di parte corrente, ed è continuato nei primi mesi di quest'anno.

Alla fine dello scorso aprile, le riserve ufficiali ammontavano a 27.400 miliardi ed erano costituite per quasi la metà da oro al valore di bilancio e per il resto soprattutto da scudi e valute convertibili. Il volume delle riserve eccedeva di circa 14 mila miliardi la somma delle passività estere ufficiali, di quelle del sistema bancario e di quelle relative ai prestiti compensativi, mentre alla fine del 1977 i due aggregati si equivalevano.

Questa massa di manovra appare adeguata rispetto a un flusso di importazioni che per le sole merci tocca ormai i 55 mila miliardi. Accanto alla funzione di finanziamento di eventuali disavanzi di parte

corrente essa svolge, al pari dei crediti che assistono lo SME, quella di dissuadere la speculazione, i cui assalti si rivolgono di preferenza contro le valute dei paesi scarsamente provvisti di riserve, come avvenne per la lira al principio del 1976.

E' stata anche ristabilita la possibilità di integrare le riserve mediante afflusso di prestiti a medio termine: nell'ultimo biennio, con l'emergere di avanzi nella bilancia di parte corrente, i mercati finanziari internazionali hanno applicato ai mutuatari italiani condizioni gradualmente più vicine a quelle offerte alla clientela di primaria importanza.

Al rafforzamento della posizione valutaria ha fatto riscontro una stabilità del cambio ponderato della lira nei primi tre trimestri del 1978, derivante da un miglioramento del 5 per cento nei confronti del dollaro e da un peggioramento del 3 verso le monete dei paesi della CEE. Nell'ultima parte dell'anno, mentre le quotazioni del dollaro rimanevano, nonostante ampie oscillazioni, mediamente uguali a quelle del trimestre precedente, si consentiva che la lira arretrasse del 4 per cento nei confronti delle monete comunitarie, in vista dell'entrata in vigore dello SME e della conseguente riduzione del margine di manovra sul cambio.

La natura precauzionale di questa flessione è confermata dall'andamento avutosi nell'anno in corso. La lira, rimasta sostanzialmente stabile fino alla data di avvio dello SME, ha segnato successivamente un apprezzamento medio che ieri era di poco inferiore al 2 per cento nei confronti delle monete della CEE e dell'ECU.

Nel 1978 queste modifiche del cambio effettivo hanno consentito un lieve miglioramento della competitività: rispetto al 1977 esso è stato del 2-3 per cento se si fa riferimento ai prezzi all'esportazione e di circa un punto percentuale se si ha riguardo ai costi unitari del lavoro. Considerati i margini di incertezza impliciti in questi calcoli, non sembra errato affermare che il deprezzamento della lira è risultato sostanzialmente in linea con l'andamento differenziale dei costi e dei prezzi.

Mentre l'inflazione interna e la crescita del costo del lavoro nel settore privato proseguivano ancora a ritmi molto superiori a quelli medi europei, l'evoluzione favorevole degli scambi con l'estero veniva dunque allargando lo spazio entro il quale cercare una soddisfacente conciliazione tra stabilità e crescita. Ci siamo posti a più riprese la domanda, avanzata anche da eminenti studiosi, se nel 1978 non sarebbe stato consigliabile utilizzare quello spazio per consentire una minore flessione del cambio della lira o, anche, un suo apprezzamento.

Il quadro di riferimento della condotta valutaria è stato caratterizzato dalla formazione, lungo l'anno, di un avanzo corrente di dimensione superiore al previsto, soprattutto per lo sviluppo quantitativo delle esportazioni, che è stato doppio di quello del 5,5 per cento indicato ancora a settembre nella Relazione previsionale e programmatica; dalla persistenza di focolai di inflazione operanti nell'economia produttiva e nel settore pubblico; infine, dal ritmo incerto e lento con il quale si veniva manifestando la ripresa della domanda interna.

Pur nella consapevolezza del ruolo che riveste nel modellare il profilo dell'evoluzione dei prezzi, la determinazione del valore esterno della lira veniva orientata a consentire uno sviluppo delle esportazioni che creasse le premesse per una ripresa dell'accumulazione e per un riassorbimento della disoccupazione meno costretti dal vincolo esterno. D'altra parte, l'effetto calmierante del costo in lire degli approvvigionamenti all'estero era ricercato attraverso il graduale apprezzamento della nostra moneta rispetto al dollaro, valuta nella quale è fatturata una cospicua quota delle nostre importazioni, pur accettando il deprezzamento nei confronti di alcune monete, in particolare del marco e dello yen, i corsi delle quali erano influenzati dal processo internazionale di diversificazione delle riserve ufficiali.

Abbiamo noi stessi più volte affermato che un'appropriata manovra del tasso di cambio è un momento necessario di una politica di controllo dell'inflazione. Ma è anche vero che essa non ne è condizione sufficiente e che i suoi effetti sono limitati quando l'obiettivo di ripristinare un più soddisfacente livello dei profitti abbia, come generalmente accade alla fine di una fase di recessione, una elevata priorità nelle scelte d'impresa o quando l'imperfezione dei mercati, che caratterizza taluni beni importati, sia tale da ostacolare la diffusione dei benefici di costo che la rivalutazione del cambio consente.

In una prospettiva di più lungo periodo, inoltre, la presenza di un potenziale inflazionistico implicito nella crescita del disavanzo pubblico in rapporto al prodotto lordo rafforzava il convincimento che l'esito ultimo di un apprezzamento della lira si sarebbe ritrovato, non tanto nel rallentamento dell'inflazione, quanto nell'effetto negativo sulla domanda globale e sul saldo della bilancia dei pagamenti. Si sarebbe così frenata la ripresa produttiva e al tempo stesso indebolito il presupposto necessario di una sua regolare prosecuzione.

Sull'inflazione in questo decennio hanno interagito spinte provenienti dall'esterno, maggiore fra tutte quella dei produttori di fonti di

energia, e dall'interno, fra le quali una piú penetrante analisi hanno ricevuto quelle collegate all'andamento dei costi unitari del lavoro e all'inefficiente allocazione delle risorse implicita nel disavanzo del settore pubblico.

A causa dell'elevato livello di indicizzazione delle retribuzioni, l'eccesso di potere d'acquisto, che si sia formato in qualsiasi momento nel sistema a seguito di miglioramenti contrattuali, di una carenza dell'offerta o di altri fattori viene prima assorbito tra due successivi scatti della scala mobile dall'aumento interveniente nei prezzi, indi senza posa ricostituito. Il salario reale ne risulta cosí irrigidito, anche rispetto alle spinte inflattive provenienti dall'esterno, in un modo che nessun procedimento di contrattazione permanente riuscirebbe verosimilmente a determinare.

La potenziale instabilità che ne deriva non può essere in nessun caso sottovalutata, se si riconosce che le principali perturbazioni al sistema non provengono dal governo della moneta. Infatti, un'indicizzazione pressoché completa dei salari attenua le fluttuazioni del reddito e dei prezzi causate da variazioni delle quantità di mezzi finanziari resi disponibili all'economia, ma amplifica gli effetti inflazionistici e di riduzione della produzione innescati dall'aumento dei costi d'impresa. Incrementi autonomi del salario nominale superiori a quelli della produttività si traducono in aumenti delle retribuzioni reali, ma riducono la convenienza dell'impresa ad ampliare la base produttiva e l'occupazione, ponendo le premesse per nuove spinte inflazionistiche. In questo processo, i vantaggi ottenuti nell'immediato dai singoli e dai gruppi si convertono in danno attraverso gli effetti riflessi sulla condizione della classe lavoratrice presa nel suo insieme e su quella delle nuove generazioni.

Esiti analoghi sono prodotti dal peggioramento delle ragioni di scambio: se la riduzione del reddito disponibile che esso determina si concentra sulle imprese, l'effetto ultimo si rinviene sulle variabili influenzate dal livello dell'autofinanziamento. Flessioni dell'attività economica, in costanza del salario reale, possono essere evitate se le imprese accettano una riduzione del margine di profitto: un processo, questo, il cui limite è tanto piú rapidamente raggiunto quanto maggiore è l'intensità dei fattori di deterioramento della redditività.

Il venir meno della stabilità del metro monetario, sulla quale dovrebbe fondarsi la certezza della generalità dei contratti, altera le relazioni economiche e, data la diversità dei rapporti di forza tra gli

operatori, modifica in modo non prevedibile i prezzi relativi. Si accresce così l'insicurezza, si riduce l'orizzonte temporale degli imprenditori e rallenta il processo di accumulazione del capitale da cui dipendono sia l'aumento di produttività sia la creazione di posti di lavoro.

Nell'anno trascorso l'opera di stabilizzazione ha potuto avvalersi di una relativa tranquillità dei prezzi internazionali delle risorse primarie. Il tasso d'inflazione, misurato sui prezzi al consumo, è sceso di 5 punti rispetto alla media dell'anno precedente, ma in corso d'anno non si è ridotto in modo significativo e il suo valore è rimasto ancora ben al di sopra della soglia delle due cifre.

Dense ombre gravano sul futuro. Gli aumenti del prezzo del petrolio, già decisi o minacciati e di certo superiori al 20 per cento nella media dell'anno, nonché le tensioni che dominano altri mercati delineano un quadro internazionale in cui le spinte inflattive tornano a prevalere sugli intendimenti di crescita reale e di sviluppo dell'occupazione.

In una situazione caratterizzata da rilevanti impulsi inflazionistici esterni, qualora un ampio avanzo corrente continuasse ad accompagnarsi a una soddisfacente evoluzione della domanda aggregata e della sua composizione, l'avvenuta ricostituzione delle riserve renderebbe possibile riconsiderare il sistema degli obiettivi, assegnando maggiore spazio all'uso del cambio per il contenimento dell'inflazione importata.

Ma sarebbe illusorio ritenere che attraverso il solo strumento del cambio si possa raggiungere l'obiettivo prioritario dello spegnimento dell'inflazione. Esso tenderà inevitabilmente ad allontanarsi nel tempo se non verranno simultaneamente combattute tutte le cause della crescita dei prezzi, dall'incremento del costo del lavoro alle inefficienze produttive, all'affievolimento della concorrenza, al disavanzo del settore pubblico.

#### L'accumulazione e l'interscambio con l'estero.

L'aumento del prodotto interno lordo in termini reali è stato nel 1978 del 2,6 per cento: a un inizio d'anno positivo sono seguiti due trimestri centrali incerti e una ripresa negli ultimi mesi. L'impulso alla produzione è venuto dai consumi e, soprattutto, dalle esportazioni, mentre il meccanismo endogeno di accumulazione si è avviato solo nella parte finale dell'anno.

L'aumento dei consumi privati del 2,9 per cento, pur essendo stato maggiore di quello del 1977, ha risentito dello sfasamento con il quale essi seguono l'andamento del reddito, cosicché la ripresa autunnale non è bastata a compensare la contrazione avvenuta nel primo trimestre, in conseguenza del drenaggio fiscale operato alla fine del 1977.

Sono invece continuati a diminuire gli investimenti lordi complessivi. La flessione del 3,8 per cento è derivata prevalentemente dalla minore formazione di scorte, ma anche gli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto si sono ridotti dell' 1,9 per cento; l'incremento delle costruzioni è stato esiguo.

La quota delle risorse che l'economia italiana ha dedicato all'accumulazione è così ulteriormente diminuita fino al 16,6 per cento del prodotto interno, proseguendo la tendenza in atto dal 1974, quando era stata del 20 per cento.

L'evoluzione recente del nostro apparato produttivo sembra aver trovato alimento nell'industria leggera di beni di consumo, sostenuta dalla domanda estera. Il tessuto delle imprese medie e piccole che operano in questo settore ha sprigionato le energie imprenditoriali che hanno spinto la crescita delle esportazioni e rafforzato la situazione valutaria del paese. Per mantenere le posizioni acquisite sui mercati internazionali occorre che il sistema delle relazioni industriali non comprometta la remunerazione del capitale. Ma, soprattutto, occorre che la crescita dell'industria leggera sia sostenuta da uno sforzo di ricerca applicata nel campo dei beni intermedi, dove le nuove tecnologie si incorporano nei prodotti, e dove l'investimento implica rischi e costi proporzionalmente maggiori.

I settori che producono beni intermedi sono, invece, in una crisi profonda. Condizionati da una aggressiva concorrenza internazionale e da pesanti oneri finanziari, essi soffrono della modesta crescita della domanda finale che ne mantiene la capacità utilizzata su bassi livelli. In queste condizioni le industrie a più elevata intensità di capitale non sono in grado di generare risorse interne sufficienti ad alimentare il processo di accumulazione e limitano l'attività di investimento alla sostituzione del macchinario obsoleto.

La mancata attivazione delle risorse disponibili per la riconversione e la ristrutturazione industriale e la lunga gestazione della normativa sul risanamento finanziario delle imprese hanno rappresentato un ulteriore ostacolo al processo di riequilibrio dell'economia italiana.

In un anno nel quale le risorse finanziarie non sono mancate, le imprese private hanno favorito il riassetto delle loro passività di bilancio, contenendo il ricorso all'indebitamento nei limiti necessari a completare gli investimenti in corso di esecuzione; peraltro, a loro iniziative si deve il risveglio dell'accumulazione sul finire dell'anno.

Ancora una volta, il ritardo con cui questo risveglio si è manifestato non è stato compensato da un flusso di investimenti autonomi, volto in particolare a soddisfare le profonde carenze di infrastrutture che ancora caratterizzano il nostro Paese. Nell'ambito dei servizi pubblici l'ulteriore lieve flessione avvenuta dimostra il permanere delle difficoltà di manovrare questi investimenti in funzione anticiclica. Anche il settore elettrico, che pur manifesta in prospettiva insufficienze dal lato dell'offerta, non è stato in grado di accelerare i propri piani di investimento. Nelle imprese a partecipazione statale, infine, la crisi di sovracapacità e le connesse perdite esistenti nell'industria di base hanno impedito che il settore potesse svolgere un ruolo di sostegno della industria produttrice di beni capitali.

L'eccezionale crescita delle esportazioni, aumentate in quantità del 10,8 per cento, cioè a un tasso doppio di quello del commercio mondiale, ha consentito un notevole ampliamento della quota della produzione italiana sul mercato internazionale e ha contribuito in modo determinante alla formazione dell'avanzo corrente. Ma sarebbe pericoloso adagiarsi su questo risultato positivo, il quale riflette l'azione di fattori contingenti piuttosto che mutamenti di struttura nei nostri rapporti con l'estero.

Nel 1978, infatti, le esportazioni sono state favorite dalla ripresa nelle economie che sono le maggiori acquirenti di nostri prodotti; il tasso di crescita della domanda interna in Italia è stato appena dell' 1,7 per cento contro il 4,3 degli altri sei principali paesi industriali dell'OCSE. Le ragioni di scambio si sono modificate a nostro favore e la nostra competitività è migliorata grazie alla diversificata politica del cambio; i prezzi internazionali dei manufatti, espressi in dollari, hanno avuto un aumento del 14 per cento, contro l' 11 dei nostri. All'aumento della quota di mercato ha poi concorso l'azione di sostegno finanziario, accentuata negli anni più recenti, delle esportazioni di beni strumentali. Infine, il basso profilo della domanda interna ha continuato a esercitare per buona parte dell'anno l'effetto di breve periodo di contenere le importazioni, che era alla base della politica di riequilibrio esterno iniziata alla fine del 1976.

Nel corso di quest'anno l'andamento favorevole di alcune variabili potrebbe rovesciarsi; ciò sta già accadendo per le quotazioni internazionali dei beni primari. La relazione tra importazioni e reddito nazionale non indica d'altro canto alcuna diminuzione della propensione a importare. Nella media del 1978, le importazioni di beni hanno anzi mostrato una elasticità al reddito pari a 2,9 e superiore al valore di lungo periodo. E' bensì vero che a innalzare il rapporto delle importazioni al reddito ha concorso l'eccezionale sviluppo nel flusso delle esportazioni, le quali hanno un contenuto elevato di materiali importati, ma analogo effetto avrebbe l'auspicata crescita relativa degli investimenti negli usi del reddito.

Nella composizione dell'interscambio italiano dei manufatti è continuata la tendenza, in atto dal 1973-74, verso l'aumento della specializzazione in prodotti tradizionali con contenuto tecnologico relativamente basso, mentre il disavanzo chimico ha segnato i 1.200 miliardi. Ne risulta che il nostro interscambio è ancor più sensibile all'andamento relativo dei prezzi interni e di quelli internazionali dei manufatti e sempre più soggetto alla concorrenza dei paesi emergenti.

Nel quadro che abbiamo delineato non mancano dunque elementi di contrasto. Se i risultati conseguiti negli ultimi due anni sui mercati mondiali sono stati migliori delle aspettative, non è solo per una congiunzione di circostanze propizie; è anche perché l'economia italiana ha espresso una vitalità di fondo senza la quale, anche in futuro, ogni sviluppo sarà impossibile. Dalle risorse che si sono costituite occorre però trarre la spinta verso un assetto più stabile ed equilibrato, non l'illusione che il vincolo esterno sia sciolto e che le mete di una civile società industriale siano ormai facilmente raggiungibili. Fenomeni di lavoro grigio o nero, che spiegano una parte non trascurabile delle economie conseguite dall'industria italiana in questi ultimi anni, non possono costituire la base per un rafforzamento permanente della struttura produttiva e rappresentano un rimedio non solo socialmente indesiderato, ma anche economicamente irripetibile. L'arretratezza del Mezzogiorno, la povertà di infrastrutture, la degradazione dell'ambiente naturale, lo squilibrio tra settori sono problemi che la spinta della vitalità economica e della motivazione individuale non risolverà da sola in futuro, così come non li ha risolti in passato. Occorre invece che essa sia indirizzata anche verso beni collettivi e sommata nella coesione sociale, senza tuttavia venir spenta in un contesto di relazioni industriali troppo rigido, non adatto ad accompagnare le profonde modificazioni

necessarie perché il nostro sistema economico converga verso un sentiero di sviluppo caratterizzato da pieno impiego dei fattori e coerente con i vincoli esterni.

Le linee di una politica intesa a promuovere attivamente i necessari adeguamenti strutturali sono state definite in modo organico nel Programma triennale presentato dal Governo nello scorso gennaio. Accanto al controllo della domanda, esso propone di realizzare una impegnativa opera di redistribuzione delle risorse che elimini gli sprechi e favorisca gli investimenti produttivi e le infrastrutture civili e sociali. Per conseguire questi obiettivi non basta rendere disponibili le risorse necessarie per gli investimenti attraverso il contenimento del disavanzo pubblico e del costo del lavoro per unità prodotta; occorre anche preoccuparsi dell'efficiente utilizzazione del capitale umano rappresentato dal patrimonio di conoscenze tecnologiche e organizzative di cui disponiamo.

### **L'evoluzione monetaria e il debito pubblico.**

Dagli aspetti reali volgendoci a considerare quelli monetari osserviamo che il quadro entro il quale si è svolta l'azione della banca centrale sui mercati interni è stato caratterizzato dall'intensità degli impulsi espansivi derivanti dalla politica di bilancio e, in misura minore, dalla gestione del cambio.

I 34 mila miliardi di fabbisogno del Tesoro e i 7 mila miliardi dell'avanzo della bilancia dei pagamenti, che sommati danno una misura del potenziale di crescita monetaria, nel 1978 hanno rappresentato il 19 per cento del prodotto interno lordo. Dopo la crisi del 1963 il medesimo rapporto è stato in media del 7 per cento circa e in nessun anno ha raggiunto il livello del 1978, il precedente massimo, registrato nel 1977, essendo stato del 13 per cento.

La spesa del Tesoro, più ancora degli scambi con l'estero, trasmette impulsi discontinui alla creazione di moneta; la loro diffusione nel sistema economico procede con lentezza; prima che essa si compia, la banca centrale deve talvolta soddisfare, almeno parzialmente, la domanda degli operatori. Così, ad esempio, le ampie erogazioni effettuate dal Tesoro negli ultimi giorni del 1978 hanno contribuito a gonfiare le risultanze statistiche anche perché l'economia si era intanto provveduta, per altri canali, di fondi che prima dello scadere dell'anno non erano ancora riaffluiti all'Istituto di emissione.

In presenza di questi condizionamenti, l'autorità monetaria si è proposta sia di contenere la creazione di liquidità sia di sospingere i detentori di titoli del debito pubblico verso le scadenze più lunghe: due obiettivi non sempre facili da conciliare, perché se l'offerta di rendimenti adeguati sui buoni ordinari del Tesoro rappresenta lo strumento immediato per l'assorbimento della liquidità e quindi per conseguire il primo scopo, il perseguimento del secondo richiede che i titoli di scadenza lunga presentino un buon vantaggio di rendimento rispetto a quelli di vita più breve. Realizzare questo margine attraverso un aumento dei tassi sui primi avrebbe reso troppo onerosa la raccolta degli istituti di credito speciale e il finanziamento degli investimenti. Raggiungerlo attraverso un forte abbassamento dei rendimenti dei buoni ordinari del Tesoro avrebbe attenuato l'incentivo per i risparmiatori a domandare strumenti finanziari diversi dal deposito e avrebbe più rapidamente annullato il vantaggio rispetto ai rendimenti delle attività in dollari. Il tasso sui BOT si è trovato così a un incrocio di esigenze parzialmente contrastanti, tra le quali è sembrato opportuno non privilegiarne rigidamente una rispetto alle altre.

Questo complesso di considerazioni, che in tutto l'arco del 1978 sono state oggetto di costruttivo dialogo con il Tesoro, ha portato a consentire una lieve discesa dei tassi sui buoni di vita più breve e a orientare verso scadenze più lunghe la composizione dei titoli pubblici offerti. L'incremento della base monetaria, che appare molto cospicuo se osservato sui dati di fine anno, ha rappresentato solamente poco più di un terzo del potenziale sopra ricordato; non si ha nella recente esperienza storica esempio di un così elevato riassorbimento.

Se la sterilizzazione di base monetaria ha assunto rilevanza notevole, essa non è tuttavia riuscita a impedire che l'economia venisse alimentata da una liquidità abbondante anche a causa della gradualità con la quale la moneta aggiuntiva viene trasformata in altre attività finanziarie: la quantità di moneta è aumentata del 23 per cento nel corso dell'anno e il suo rapporto col prodotto interno lordo è ulteriormente salito. All'inizio del 1979 la crescita monetaria ha subito una flessione: l'incremento dei depositi bancari nei dodici mesi terminanti nel marzo scorso è sceso al 20 per cento.

Il più contenuto afflusso di fondi determinato dal massimale sugli impieghi bancari a breve è stato solo in parte avvertito dalle imprese perché hanno operato altri fattori di aumento delle disponibilità, tra i quali i più elevati trasferimenti dal Tesoro e un maggiore autofinanziamento.

L'azione monetaria esplica effetti sull'economia non solo per gli obiettivi che persegue, ma anche per gli strumenti dei quali si avvale: sulle stesse variabili macroeconomiche, dei prezzi, della moneta, del reddito la scelta dei modi di intervento ha effetti che, se non sono sempre immediatamente percepibili, sono però duraturi e profondi. Mossi da questa convinzione, negli ultimi anni ci siamo adoperati perché, anche attraverso congiunture fortemente accidentate, venisse perseguito il disegno di un sistema di strumenti nel quale si realizzassero il più possibile la libertà operativa dei mercati e l'efficienza degli interventi.

Nel mercato finanziario, un passo importante in questa direzione è stato compiuto nel giugno scorso, quando la misura del vincolo di portafoglio è stata ridotta dal 30 al 6,5 per cento dell'incremento dei depositi. L'attuale incidenza degli investimenti obbligatori in titoli sul flusso dei depositi è la più bassa dal 1973. Tuttavia, il mercato dei titoli a reddito fisso è ancora lontano da una condizione di libertà. Oltre che dalla pur ridotta aliquota del vincolo, le aziende di credito rimangono condizionate dall'obbligo di reintegrazione dei titoli scaduti o ceduti: nel 1978 la ricostituzione di titoli scaduti è assommata a 3.500 miliardi circa. Negli ultimi due mesi la nuova normativa ha indirizzato gli acquisti per la reintegrazione del portafoglio verso emissioni alle quali era venuto meno il sostegno del vincolo. Per l'immediato futuro vi è da sperare che l'accrescersi delle tensioni sui prezzi non imponga di percorrere a ritroso il cammino compiuto nell'ultimo anno.

Nel mercato monetario l'azione del Tesoro sul primario e quella dell'Istituto di emissione sul secondario si sono coordinate nell'orientare gli investitori verso titoli di scadenza meno breve. L'offerta mensile di BOT a tre mesi è gradualmente diminuita dai 1.000 miliardi del gennaio 1978 fino a cessare del tutto nello scorso febbraio. In un anno nel quale il fabbisogno del Tesoro è stato di 34 mila miliardi, la consistenza complessiva dei buoni è aumentata soltanto di 5.700 miliardi. Il nostro portafoglio di buoni, che all'inizio del 1978 era di 7.590 miliardi, ammontava ieri a 694 miliardi. Per la parte che ci compete abbiamo cercato di conseguire questi risultati affinando le tecniche di intervento sul mercato, incoraggiando questo a esprimere proprie valutazioni, articolando le vendite su una gamma più vasta di titoli, ponendoci come acquirenti oltre che come venditori, istituendo un collegamento tramite terminale con i principali operatori; è nostro proposito di realizzare entro l'anno un primo sistema di trasferimento

dei buoni mediante scritture contabili, e forme di acquisto che consentano anche agli operatori non bancari di tenere una posizione in BOT correndo l'alea della perdita ma riducendo quella dell'illiquidità.

Ancora nel mercato monetario l'abbassamento dell'imposta di bollo sulle accettazioni bancarie e nuove disposizioni di vigilanza hanno in larga parte corretto una disparità di accesso tra il Tesoro e gli altri emittenti. Quale organizzazione di capacità professionali e di risorse un mercato non nasce nel volgere di pochi mesi. Le accettazioni bancarie, collocate per importi di alcune centinaia di miliardi, si vanno affermando in modo promettente, anche perché introducono un elemento di flessibilità in un assetto ancora irrigidito dal massimale sugli impieghi bancari.

Nei mercati valutari è stato eliminato l'obbligo di finanziamento in valuta dei crediti alle esportazioni e accresciuto il massimale per le operazioni a termine contro lire; sono stati raddoppiati i termini di pagamento anticipato delle importazioni; è stata ampliata la durata dei conti valutari e di attesa. Sono state così restituite ai nostri operatori alcune facoltà di cui normalmente godono quelli di altri paesi, e di cui hanno fruito i nostri stessi operatori in fasi passate di favorevole situazione valutaria. Nelle condizioni attuali, molte restrizioni potrebbero essere ancora allentate: in particolare, quelle sui termini di regolamento delle importazioni e delle esportazioni, sulla durata dei conti valutari, sulle assegnazioni di valuta per viaggi a scopo turistico, sulle operazioni commerciali eseguite senza formalità valutarie. Di recente abbiamo avanzato nelle sedi competenti le relative proposte, che rispondono all'opportunità di usare lo strumentario della disciplina dei pagamenti con l'estero in senso sempre e sollecitamente coerente con la condizione strutturale e congiunturale della bilancia dei pagamenti.

Rispetto ad altri popoli, il nostro soffre nell'esercizio delle libertà economiche la duplice limitazione di dover investire i propri risparmi entro i confini e in una moneta soggetta a una forte erosione inflazionistica; allargare in tutta la misura consentita dalla situazione esterna la libertà delle transazioni correnti e del loro regolamento è anche un modo di ridurre l'area in cui la legge è meno sentita perché non corrisponde a un vero bisogno della società.

La crescente esigenza di mercati efficienti obbedisce anche a una evoluzione che è in corso nel nostro Paese e che si è osservata in altre economie: quella da un sistema finanziario orientato sulle istituzioni a uno orientato sui mercati. Per la politica monetaria questa evoluzione si manifesta nel passaggio da un'azione compiuta attraverso il rifi-

nanziamento delle banche a una attuata soprattutto attraverso l'acquisto e la vendita di titoli pubblici.

La crescita del fabbisogno del settore pubblico è stata accompagnata, attraverso gli anni, da quella del debito. I due fenomeni non sono proceduti in modo esattamente parallelo perché l'inflazione fa crescere il primo piú del secondo: a misura che i tassi di interesse nominali si adeguano alla piú alta inflazione e che i vecchi titoli vengono a scadenza, la spesa e il disavanzo corrente aumentano per una componente che da un punto di vista economico rappresenta un mero ripristino del valore reale del debito preesistente. Il ricorso del settore pubblico al risparmio privato è cresciuto in modo drammatico: il rapporto tra la consistenza del debito pubblico e il prodotto interno lordo ha raggiunto alla fine del 1978 il 70 per cento, mentre era pari al 45 per cento circa nel triennio 1968-70.

Quando piú acuta è stata l'inflazione, il Tesoro ha coperto il proprio fabbisogno esclusivamente con titoli a brevissimo termine; poi è tornato a offrire titoli di vita piú lunga: a dodici mesi nel novembre 1976; biennali nel giugno del 1977; quinquennali nell'ottobre del 1978.

I passi compiuti nell'ultimo triennio hanno potuto soltanto rallentare l'accorciamento della vita media residua dei titoli del debito pubblico; per la parte di esso posseduta dal mercato questa era, alla fine del 1978, di 3 anni e 5 mesi e cioè assai meno della metà di quella di dieci anni prima.

E' vero che, se i rendimenti sono adeguati, i risparmiatori non sono indotti ad accrescere la spesa per il solo fatto di tenere investita la propria ricchezza finanziaria in titoli di vita breve; ed è pur vero che il ricorso a siffatti titoli consente di adeguare i rendimenti nominali alle variazioni, di entrambi i segni, del tasso di inflazione, senza bisogno di introdurre forme di indicizzazione. Ma, nonostante queste considerazioni, il graduale ritorno a una configurazione del debito pubblico articolata anche su scadenze lunghe, e piú in generale la definizione di una politica del debito pubblico si pongono tra i problemi piú impegnativi per l'evoluzione finanziaria dei prossimi anni. Una loro corretta soluzione richiede che l'operatore pubblico, mentre cresce nelle dimensioni, affini e sviluppi, nei modi e nelle tecniche, conoscenza e pratica dei mercati; forse sarà necessario rivedere anche i meccanismi istituzionali che permettono al Tesoro da un lato di avvalersi della banca centrale quale diaframma nei confronti dei risparmiatori per il collocamento

delle emissioni, dall'altro di far ricorso al credito della medesima a un tasso che non ha relazione con quelli prevalenti sui mercati monetari.

Tuttavia, non sarà attraverso nuove tecniche di gestione, che potranno essere richieste o anche giustificate dall'armonizzazione comunitaria, che si potrà ricondurre sotto controllo l'alto tasso di espansione del debito pubblico. Ciò sarà possibile solo disinnescando alcuni meccanismi di erogazione indicizzata; riqualificando la spesa in modo da contribuire all'accumulazione nazionale; sviluppando una politica delle tariffe e dei prezzi pubblici che, tenendo conto del saggio di inflazione, non determini un'offerta di beni e servizi sotto costo, o almeno non in armonia con l'obiettivo della riduzione di alcuni consumi; attuando una manovra delle imposte volta piú ad allargare la base di prelievo che a comprimere ulteriormente la capacità contributiva di coloro che sono già tassati dal fisco e dall'inflazione.

Si è avviato a realizzazione, in questi anni, un disegno di ammodernamento degli strumenti della politica fiscale: dalla riforma tributaria a quella delle procedure di formazione del bilancio. Sono state cosí poste indispensabili premesse conoscitive e normative non solo del risanamento delle pubbliche finanze ma, con questo, del ritorno a una meno assillata politica monetaria.

### L'intermediazione bancaria e gli obiettivi monetari.

La cura di evitare discontinuità di impostazioni pratiche e concettuali non fa venir meno, ma anzi rafforza, la necessità di analizzare e rivedere i modi nei quali si articola la politica monetaria: dalle fasi, piú tecniche, di scelta degli strumenti a quelle della definizione degli obiettivi intermedi e finali.

Cosí, una congiuntura monetaria nella quale era meno imperativo il controllo del credito e piú forte l'esigenza di ridurre la componente monetaria delle attività finanziarie complessive ha riproposto il problema se indirizzare alcuni strumenti al fine di ridurre l'intermediazione bancaria. Abbiamo ponderato, e ci è stata additata, l'esperienza del Regno Unito, dove un coefficiente progressivo di riserva sui depositi forza la raccolta bancaria entro i tassi di crescita indicati dalla banca centrale.

E' vero che il passaggio da un massimale sugli impieghi a un piú stretto controllo dei depositi attraverso la loro penalizzazione progressiva

restituirebbe al banchiere libertà e responsabilità, e nel contempo ridurrebbe lo spazio dei depositi nel complesso delle attività finanziarie con una efficacia che talora manca al classico obbligo di riserva proporzionale. Nel Regno Unito, d'altra parte, quest'obbligo è pressoché inoperante perché può essere assolto anche con buoni del Tesoro e depositi interbancari, entrambi disponibili in abbondanza a tassi di mercato. Similmente, in Italia un onere progressivo che scegliesse quale strumento di riserva le obbligazioni avrebbe un'efficacia limitata, solo affidata ad aliquote marginali molto elevate e a titoli emessi a tassi nettamente fuori mercato.

Più in generale, nel valutare possibili innovazioni in questa materia, non si può prescindere dalle cause che governano la domanda di moneta da parte degli operatori. Le dinamiche dei depositi, nei diversi ambienti economici in cui si articola un paese, riflettono difformità territoriali, soprattutto di crescita del reddito e di imperfezione dei mercati finanziari. Dove, come in Francia o nel Regno Unito, il sistema bancario è composto di poche grandissime aziende a raggio d'azione nazionale e di numerose altre operanti essenzialmente nella capitale, queste difformità possono essere in una certa misura trascurate. Dove invece, come in Italia e nella Germania federale, è diffuso il fenomeno delle banche regionali, il pericolo di colpire, insieme con pratiche censurabili di accaparramento dei depositi, fenomeni reali spontanei, è elevato.

In Italia la crescita delle singole istituzioni bancarie riflette quella delle aree in cui esse prevalentemente operano più che le politiche di gestione o di tasso. Le aziende di credito più dinamiche non sono necessariamente quelle che offrono ai propri depositanti remunerazioni relativamente elevate.

Queste considerazioni vogliono illustrare le difficoltà che vediamo in un'applicazione all'Italia dell'esperienza inglese, ma non negare l'importanza di orientare il pubblico verso investimenti non monetari, anche chiedendo alle banche un maggiore impegno in tal senso. Del resto, sia la politica del debito pubblico seguita dal Tesoro nell'annata che oggi si chiude, sia il coraggioso indirizzo adottato da alcuni istituti bancari, sia infine la nostra stessa azione sul mercato secondario e nell'attenuazione di alcuni vincoli, hanno già permesso, senza repentine alterazioni degli assetti esistenti, di compiere qualche passo nella direzione voluta. Altri potrebbero essere favoriti da nuove disposizioni.

E' stato proposto, ad esempio, di collegare l'azione già intrapresa in questi anni per il rafforzamento patrimoniale delle aziende di credito

con quella mirante a scoraggiare incrementi della raccolta non proporzionati alla capacità di proficuo impiego. L'osservanza di rapporti minimi tra patrimonio e depositi sarebbe coerente con una cura attenta, da parte degli amministratori degli istituti di credito, dell'equilibrio del bilancio e della redditività dell'azienda e trova esempio nell'esperienza di altri paesi quali la Germania federale e la Svizzera. L'applicazione all'Italia di una disciplina siffatta potrebbe avvenire dopo aver riveduto le procedure di accrescimento del patrimonio degli istituti bancari che rientrano nella sfera della proprietà pubblica, come la recente esperienza francese insegna a questo riguardo.

E' stata altresì considerata l'eventualità di graduare il rendimento della riserva obbligatoria su quello della raccolta. Potrebbe, ad esempio, essere resa infruttifera la parte della riserva costituita a fronte di depositi che, per esplicita dichiarazione degli istituti di credito, fossero remunerati oltre un determinato tasso. A somiglianza di quello inglese, questo schema si classificherebbe nella categoria degli incentivi piuttosto che in quella dei divieti; a differenza di esso, non scoraggerebbe la crescita delle dimensioni in quanto tali, ma solo quella ottenuta con l'offerta di condizioni alla raccolta tali da renderne poi difficile la messa a frutto; inoltre, non porrebbe problemi di definizione e di offerta dello strumento di riserva.

Alla fine del 1978 le grandezze monetarie e creditizie hanno cessato, per la prima volta dal 1974, di essere oggetto di impegni nei confronti dell'estero. Ma nuovi impegni, di natura e origine diversa, hanno incominciato a operare nel primo trimestre del 1979: quello concernente il cambio, istituito con il Sistema monetario europeo, e quello riguardante l'annuncio al Parlamento di un quadro completo di valutazioni preventive dei flussi finanziari e del credito totale interno, conseguente alla legge di riforma della contabilità generale dello Stato.

L'adesione del nostro Paese allo SME significa l'impegno a raggiungere in tempi brevi un grado di stabilità monetaria corrispondente a quello medio della Comunità di cui siamo parte: ben oltre la variabile del cambio, esso investe la finanza pubblica, la produttività, i salari, i prezzi.

Successivamente alla presentazione del Programma triennale, il quale ha tracciato un sentiero di reinserimento nella Comunità europea, la minaccia di una ripresa inflazionistica, di origine soprattutto esterna, si è aggravata. Le autorità monetarie hanno ritenuto opportuno non correggere corrispondentemente la crescita monetaria prevista, ma mantenerla lungo il corso già annunciato.

Le politiche monetarie degli anni settanta sembrano caratterizzate sia da un'accresciuta consapevolezza dei limiti dell'azione monetaria nel breve periodo, sia dalla pratica di annunciare obiettivi annuali. Due fenomeni collegati, perché una enunciazione di obiettivi ha significato solo quando si sia persuasi di non dovere imprimere brusche correzioni di rotta a ogni tratto, ed entrambi ispirati alla concezione secondo la quale le grandezze monetarie dovrebbero essere regolate soltanto al fine di offrire agli operatori un quadro di riferimento stabile nei suoi termini quantitativi e invariante alle congiunture. Di questa concezione è forse già possibile distinguere gli aspetti che più probabilmente dureranno da quelli che si preannunciano caduchi.

In una società nella quale il controllo istituzionale e dell'opinione pubblica sull'Esecutivo si è fatto più stretto e si è arricchito di informazioni crescenti, l'elemento della trasparenza insito nell'annuncio di obiettivi monetari rimarrà un fatto acquisito. Nel campo macroeconomico le azioni delle banche centrali sono uscite dal silenzio, forse per non più ritornarvi: se quel silenzio è stato in passato percepito come garanzia di indipendenza, oggi l'indipendenza si realizza nel rendere conto esplicito della propria azione in modi e tempi che non ne compromettano l'efficacia.

D'altra parte si è preso atto, come di verità semplici, del fatto che le azioni e reazioni economiche si sviluppano nel tempo, che una politica economica è efficiente se non istituisce un distacco troppo ampio e duraturo tra il comportamento imposto agli operatori e quello a cui essi vengono spinti dall'insieme dei prezzi, delle propensioni e delle convenienze operanti nella società. L'illusione della scorciatoia dei controlli amministrativi è in larga misura dissolta. I ritardi coi quali si esplicano gli effetti della politica economica sono riconosciuti come la manifestazione sana, non patologica, di un assetto che assegni al mercato un ruolo, seppure non esclusivo. Anche queste convinzioni possono dirsi un fatto acquisito.

Meno solido e affermato ci sembra un altro elemento che è stato presente nell'annuncio di obiettivi monetari, quello della rigidità. Le vicende del 1978 hanno indotto la Svizzera ad abbandonare l'obiettivo monetario e a formularne uno in termini di tasso di cambio; la Germania federale ha accettato una crescita monetaria dell'11,5 per cento dopo averne annunciata una dell'8 e per il 1979 ha definito quale obiettivo un intervallo di crescita nel quale l'estremo superiore è pari a una volta e mezzo quello inferiore. Comunque misurato, lo scostamento dagli obiet-

tivi osservato per l'Italia nel 1978 appare in questo contesto come uno dei piú contenuti.

I traguardi monetari si sono venuti formulando in modi via via piú flessibili, con l'indicazione di margini di tolleranza piuttosto che di valori precisi o con revisioni periodiche degli obiettivi annuali. Lungo queste linee si muovono le nuove regole stabilite dal Fondo monetario internazionale sulla condizionalità dei prestiti ai paesi.

L'orientamento verso una maggiore flessibilità riporta al problema ultimo di una banca centrale: quello del governo monetario e dell'inflazione. Si avverte oggi che per la sua elevatezza, per la sua persistenza, per la sua diffusione mondiale, per il suo essersi radicata nelle aspettative, l'inflazione di questi anni è fenomeno diverso dalle grandi esplosioni o dalle lente lievitazioni dei prezzi di cui offre esempi il passato; che essa non trova esauriente spiegazione in un'improvvisa, diffusa, persistente fiacchezza delle banche centrali o nella dissipazione dei governi; che non le è forse estranea una evoluzione piú profonda dei rapporti sociali, attraverso la quale si sono trasformati i meccanismi stessi di determinazione dei prezzi, dunque di quel prezzo universale che è il valore della moneta.

Come un tempo, invero, la produzione della moneta, e quindi la fissazione del suo prezzo, avviene in regime di monopolio. Ma, assai piú di un tempo, anche i prezzi di altri beni, quali il lavoro, le materie prime, i prodotti dell'industria vengono fissati in condizioni prossime al monopolio, da forze organizzate per la difesa di interessi settoriali; e le variazioni di questi prezzi, che in ultima analisi compongono quello della moneta, sono spesso rigidamente concatenate.

Amministrare la moneta al fine esclusivo di stabilizzarne il valore innescava un tempo un processo di aggiustamento temporalmente definibile e capillarmente diffuso in una moltitudine di adattamenti singoli, processo nel quale i costi transitori della stabilizzazione erano economicamente, socialmente e politicamente tollerabili in quanto distribuiti tra molti soggetti. Oggi quei costi si concentrerebbero nei blocchi dell'economia la cui resistenza fosse stata infine vinta, forse per sempre; là si determinerebbero la disoccupazione di vaste regioni e fasce sociali e la crisi di intere industrie, non esclusa quella bancaria; le disparità economiche diverrebbero intollerabili. Contrapporre a piú concentrati e rigidi processi di formazione dei prezzi un piú duro esercizio del monopolio monetario, indipendentemente dall'adesione e dalla convinzione di chi opera nell'economia significherebbe, come in alcuni paesi

ha significato, perseguire la stabilità monetaria con l'imposizione, con un metodo che porterebbe sprechi e distorsioni di risorse non dissimili da quelli che si accompagnano a un blocco dei prezzi.

Le diverse esperienze concordano nel suggerire che ciascuna delle economie moderne è a un tempo troppo dipendente dall'esterno e troppo esposta a impulsi interni, autonomi ancorché interdipendenti, perché la banca centrale possa stabilizzare la moneta a tutti i costi, senza che sia vinta, anche su fronti lontani, la difficile battaglia della persuasione. Nelle condizioni del nostro tempo, una regola monetaria non può essere il sostituto o lo strumento di una disciplina nelle decisioni e nei comportamenti di tutta la società: quando ha avuto successo essa è stata guida e suggello a scelte maturate con la ragione e l'esperienza.

Entro questo ambito ristretto una saldatura appropriata tra le ragioni dell'operatività dei mercati e quelle degli interventi su di essi non potrà non continuare a ricercarsi attraverso l'esercizio di una discrezionalità, del cui buon uso dovranno continuare a essere garanzia la competenza, il prestigio, l'indipendenza dell'istituzione che la esercita. Questa funzione, che gli ordinamenti moderni collocano nella sfera del potere esecutivo, non può essere irrigidita né in regole burocratiche né in norme legislative. Le une e le altre devono essere intese come quelle che stabiliscono e preservano lo spazio in cui si muovono le scelte discrezionali, non come quelle che lo sopprimono.

### **Il credito agevolato e i suoi riflessi sul sistema creditizio.**

Le difficoltà in cui versa una parte del sistema creditizio sono l'immagine speculare della crisi di importanti settori produttivi, determinata da fattori esterni e interni, tra cui non ultimo il meccanismo di finanza agevolata volto allo sviluppo e all'equilibrio territoriale del Paese.

L'azione di orientamento si è accentuata negli anni sessanta sotto la spinta degli effetti negativi che il passo disuguale dello sviluppo economico ha prodotto sull'occupazione, specialmente nelle aree di più stentato insediamento industriale e di maggior crescita nel movimento naturale della popolazione.

E' in quegli anni che l'attività di programmazione fece perno esplicitamente sull'industrializzazione e che si definirono nuovi organi e procedure: dalla consultazione tra Amministrazione pubblica e imprese, la

cosiddetta « contrattazione programmata », all'obbligo della preventiva comunicazione di tutte le decisioni di investimento di una qualche rilevanza, alla istituzione dei pareri di conformità.

Si individuò nella creazione di grandi complessi, che richiamassero unità produttive di piccole dimensioni, il meccanismo idoneo ad avviare un processo autoespansivo nell'area meridionale.

Nell'attività degli intermediari creditizi si instaurò un andamento a forbice tra l'assunzione crescente di rischi, a mano a mano che si spingeva l'attività di investimento e la si concentrava in aree con minore vocazione industriale, e l'autonomia decisionale decrescente, a misura che si ampliava l'area delle iniziative preventivamente ritenute rispondenti agli obiettivi di sviluppo del Paese. In non pochi casi del resto gli organi decisionali degli enti finanziatori, data la particolare natura giuridica, risultavano essere di emanazione diretta o indiretta delle stesse Amministrazioni preposte alla concessione delle agevolazioni.

Non si mancò di porre in luce in questa sede le insidie e i pericoli per gli istituti che si celavano nel graduale affermarsi di una preminenza delle considerazioni socio-politiche nella valutazione e nella localizzazione degli investimenti. Sarebbe troppo lungo riportare qui tutti i passi delle Relazioni in cui si compendia la posizione assunta dall'Istituto.

Un sistema basato su una appropriata distribuzione delle responsabilità esige che istituzioni finanziarie, le quali assumono l'impegno della remunerazione e del rimborso dei mezzi raccolti tra i risparmiatori, abbiano il potere di scrutinare i progetti sottoposti al loro esame, e di apprezzare quindi i rischi che assumono, prima che sugli stessi intervenga una qualsiasi pronuncia di agevolazione da parte degli organi dell'Amministrazione pubblica.

Nel caso in cui è necessaria un'autorizzazione dell'Organo di vigilanza, questa è sempre successiva alla decisione dell'ente creditizio di concedere il finanziamento e in ogni caso non implica un giudizio sul merito dell'iniziativa. Le norme stabiliscono che per gli istituti di credito industriale l'intervento della Vigilanza si limiti a quelli di più recente costituzione e riguardi soltanto le operazioni di finanziamento concernenti affidati con esposizioni elevate rispetto ai mezzi patrimoniali dell'affidante. Nei confronti dei tre istituti meridionali di credito a medio termine questo potere è stato esercitato per delega del Comitato

interministeriale per il credito e il risparmio e quindi con i criteri, di stimolo e di sostegno all'industrializzazione del Mezzogiorno, che la legge aveva assegnato al Comitato stesso attribuendogli tale competenza. Ciò ha indotto la Banca ad autorizzare, con il costante consenso di detto Organo delegante, tutte le richieste di questi enti a eccedere il limite di fido.

La valutazione economica delle iniziative è basata su previsioni a lunga scadenza e pertanto « anche quando sia fatta con la maggiore oculatezza non può essere, né deve presumersi, infallibile » (Relazione per il 1966). Né per investimenti delle dimensioni richieste per attivare una strategia di sviluppo industriale in aree depresse è pensabile di poter richiedere all'imprenditore garanzie che, sotto un profilo economico, possano tutelare l'istituto concedente in misura superiore a quella assicurata dall'ipoteca sugli impianti.

L'azione dianzi descritta e la funzione strategica assegnata alla siderurgia e alla chimica trovano conferma nell'analisi dei pareri di conformità relativi al Mezzogiorno. Nel quadriennio 1967-1970 essi ammontarono a 3.376 per un volume di investimenti fissi pari a 4.900 miliardi a prezzi non rivalutati; di questi oltre 2.800 miliardi riguardarono investimenti nei comparti della chimica e della metallurgia. Nel 1971 ne furono rilasciati altri 890 per un valore di 3.480 miliardi per circa quattro quinti concernenti investimenti nell'area e nei settori citati.

L'elevata concentrazione di decisioni di investimento in rami d'industria che pure si caratterizzano per la grande dimensione degli impianti e per la presenza di pochi gruppi economici rispondeva all'obiettivo di raggiungere, attraverso economie di scala e processi produttivi integrati, le soglie dell'economicità di esercizio, oltreché di adeguare la capacità produttiva italiana al livello raggiunto nei principali paesi industriali. Più in particolare per la chimica, a determinare questo indirizzo concorse il deterioramento del saldo degli scambi con l'estero che, invece di rappresentare come nelle altre economie industrializzate una delle più consistenti voci dell'attivo, diveniva dal 1967 passivo con progressione crescente. Sicché nel 1971 il CIPE approvava uno specifico piano di sviluppo del settore; organi tecnici e appositi comitati verificarono i programmi degli operatori collocandoli nel quadro previsivo allora formulato.

Dopo il 1973 i noti fattori inflazionistici di origine internazionale e interna resero più costosa l'attuazione dei programmi avviati. Si pose perciò, in presenza di un ulteriore peggioramento del saldo con l'estero

dovuto anche a carenze dell'offerta, la drammatica alternativa tra l'arresto delle iniziative, con perdita di occupazione e di risorse già investite, e la realizzazione dei piani già approvati con enormi aumenti delle esigenze di credito e con una dilatazione dei relativi oneri finanziari determinata in particolare dalla lievitazione del costo del prefinanziamento.

Nel 1974 il CIPE, con specifica delibera, emanò direttive per l'adeguamento dei pareri di conformità già concessi al mutato metro monetario e alle nuove esigenze tecnologiche: per i soli investimenti chimici nel Mezzogiorno nel biennio 1974-75 furono rivalutati pareri per circa duemila miliardi ed emessi nuovi accertamenti per tremila. Influisce su questa decisione il convincimento, largamente diffuso sia in Italia sia all'estero, che la crisi non avrebbe avuto durata e dimensioni tali da giustificare sostanziali modifiche dei programmi di investimento nei settori in cui questi devono abbracciare un orizzonte temporale molto ampio.

L'andamento successivo dei prezzi e del reddito dell'economia italiana e di quella mondiale si rivelò non aderente alle previsioni formulate anche in sede internazionale. L'elevato aumento dei costi dei fattori produttivi, e in particolare delle materie prime utilizzate dall'industria chimica, poté essere trasferito solo in parte sui prezzi dei prodotti: tra il 1972 e il 1978 l'indice dei prezzi ingrosso dei prodotti chimici è aumentato di una volta e mezzo, contro incrementi di quasi due volte nel costo di realizzazione degli impianti e di circa sei volte nel prezzo del petrolio. Peraltro il rincaro dei prodotti chimici, pur insufficiente a salvaguardare l'equilibrio dei conti economici, fu tale da produrre una compressione dei consumi e un forte spostamento verso l'uso di prodotti alternativi. Alla chimica rimase una quota decrescente di un mercato, le cui dimensioni complessive si allargavano più lentamente del previsto per la caduta del tasso di sviluppo economico. I due parametri sui quali erano stati costruiti i piani di espansione, ossia la crescita del reddito e l'elevata elasticità al reddito dei consumi di prodotti chimici, saltarono entrambi.

Per i paesi dell'OCSE il tasso medio annuo di aumento della produzione chimica scese nel periodo 1974-77 al 2,6 per cento, a fronte del 9,2 negli anni 1969-1973 e di previsioni formulate da organismi internazionali che, seppure con qualche decelerazione rispetto al decennio precedente, indicavano un andamento ancora sostenuto per l'intero arco degli anni settanta. Per l'Italia il piano chimico del 1971 prevedeva per questo periodo un tasso medio annuo di espansione del 10-11 per cento; tale tasso, per la produzione primaria, nel triennio 1971-73 fu ancora

superiore all' 8 per cento; nel periodo 1974-78 esso scese sotto l' 1 per cento.

La crisi mondiale dei settori siderurgico e chimico assume aspetti piú preoccupanti per quest'ultimo particolarmente nel nostro Paese, a motivo della sua minore specializzazione nelle produzioni piú qualificate, della importante quota di impianti non entrati in esercizio, nonché della mancanza di qualsiasi azione comunitaria in presenza di fenomeni di accesa concorrenza all'interno. Poiché gli impianti in corso di ultimazione si trovano interamente nelle zone depresse, la crisi dell'industria di base e in particolare della chimica costituisce un grave problema per lo sviluppo del Mezzogiorno.

Un processo di riorganizzazione industriale e finanziaria di questi e di altri settori in difficoltà è divenuto indilazionabile anche al fine di impedire che la crisi coinvolga gli intermediari creditizi.

Le sofferenze e le rate arretrate degli istituti di credito speciale sono passate da 650 miliardi a fine 1974 a 2.500 a fine 1978, e dal 2,1 al 4,6 per cento degli impieghi complessivi sull'interno; rapportate ai mezzi patrimoniali, sono passate dal 30 al 58 per cento. La condizione di alcuni istituti di credito industriale preoccupa in particolar modo perché i finanziamenti non onorati sono concentrati in un numero limitato di imprese industriali, alcune delle quali con investimenti in corso di realizzazione.

L'azione per il ristabilimento di un ordinato ed economico sviluppo dell'attività produttiva involge tre campi: quello delle imprese, quello degli intermediari creditizi, quello piú strettamente normativo. I risultati saranno condizionati dalla coerenza e dalla tempestività con cui le azioni, lungo le direttrici indicate, si integreranno.

L'avvio a soluzione dei problemi di natura reale delle imprese costituisce il presupposto per un concreto appoggio da parte delle istituzioni creditizie, che la legge sulla ristrutturazione finanziaria ha disciplinato. Ribadiamo il principio che l'apporto di capitale di rischio da parte del sistema creditizio, limitato ai mezzi propri non impegnati, debba essere circoscritto alle imprese che abbiano fondate probabilità di ritorno all'equilibrio economico e finanziario, così come crediamo indispensabile mantenere separata, attraverso la creazione di società consortili, la funzione di finanziamento da quella di gestione delle imprese industriali.

Situazioni aziendali di particolare gravità e rilevanza sociale hanno indotto a ricercare nuovi esiti alternativi al ricorso alla procedura falli-

mentare. Se in questi casi, per i quali piú difficile si presenta la valutazione del rischio industriale, gli istituti di credito ravviseranno la possibilità di applicare con prospettive di successo il meccanismo consortile, il riconoscimento di un interesse generale al mantenimento della occupazione e dell'attività produttiva si manifesterà nell'autorizzazione alla costituzione della società consortile da parte del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, al quale opportunamente un recente provvedimento governativo, da convertire in legge, ha attribuito la relativa competenza. Qualora invece il meccanismo consortile si ritenga inidoneo o comunque si riveli impraticabile, l'avvenuta introduzione nel nostro ordinamento della procedura dell'amministrazione straordinaria offre uno strumento che evita, nei limiti del possibile, l'effetto di disgregazione dell'organismo produttivo.

Anche quando l'azione di risanamento comprenda apporti finanziari immediati, il riequilibrio tra costi e ricavi delle unità produttive può essere raggiunto solo in un arco temporale non breve, durante il quale gli istituti di credito speciale possono incontrare problemi di liquidità: esposti nei confronti di imprese non in grado di effettuare con regolarità il servizio dei mutui, essi sono tenuti a soddisfare in ogni caso i portatori delle cedole e delle obbligazioni venute a scadenza.

La ricapitalizzazione, che pure è stata intrapresa da alcuni istituti e favorita dagli apporti pubblici appena decisi, può non essere sufficiente quando sia rilevante l'ammontare delle rate non onorate e da « ristrutturare ». E poiché la rinegoziazione dei crediti riguarda, oltre che la scadenza, il tasso, il reperimento dei mezzi sul mercato dei capitali può essere impossibile. Le agevolazioni fiscali previste dalla legge per il risanamento finanziario delle imprese, operanti solo nella misura in cui vi siano bilanci fiscalmente attivi, possono d'altra parte ridurre ma non eliminare l'impatto di una crisi di liquidità sulla stabilità degli istituti.

La garanzia statale, recentemente prevista per specifiche serie di obbligazioni emesse entro limiti determinati da istituti di credito industriale, agevola il collocamento dei titoli tra il pubblico e, se necessario, ne consente l'acquisto da parte dell'Istituto di emissione; in ogni caso mette conto sin d'ora rilevare che la solidità delle istituzioni creditizie può essere preservata a condizione che gli oneri della ristrutturazione dei crediti nei confronti di imprese in crisi non compromettano il loro equilibrio economico e, in generale, che sia conseguito il risanamento delle stesse unità produttive. Nell'ipotesi in cui ciò non si

verificati, potrà essere necessario approntare per gli istituti meccanismi di finanza facilitata.

I problemi che pone la funzione allocativa e i rischi che essa comporta spiegano le difficoltà incontrate in particolare dagli intermediari ai quali la limitata area di competenza non ha consentito una diversificazione settoriale degli impieghi. Il passaggio nel dopoguerra da una struttura del credito industriale sostanzialmente monopolistica a un sistema articolato su una rete assai ampia di istituti è alla radice del problema. Per il suo superamento potranno essere opportuni accorpamenti di istituzioni con base operativa ristretta; i fabbisogni delle imprese ovunque insediate, più che dall'ampliamento del numero degli intermediari, potrebbero meglio essere soddisfatti da una loro maggiore articolazione territoriale.

In ogni caso un'efficiente allocazione delle risorse riposa sulla separazione di responsabilità. Per realizzarla occorre restituire autonomia sostanziale alle decisioni delle istituzioni preposte alla selezione delle iniziative; è da considerarsi in questa linea la disposizione sulla priorità dell'analisi tecnico-finanziaria, rispetto all'intervento di conformità, introdotta in applicazione della legge 183 del 1976. Come si ebbe a dire nella Relazione per il 1971 « il sistema sarà vitale se riuscirà possibile impedirne la degradazione in quello entro il quale le responsabilità si dissolvono e si cerca di ristabilirle attraverso controlli amministrativi e giudiziari ».

#### **La funzione di vigilanza e la sua tutela.**

L'indirizzo più incisivo impresso all'attività di vigilanza in Italia e all'estero trova la sua origine comune nelle difficoltà incontrate dalle economie industrializzate negli ultimi anni. Il moto inflazionistico, l'andamento discontinuo della produzione, l'abbassamento del tasso di crescita, la variabilità dei prezzi relativi, le oscillazioni dei cambi sono tutti fattori che hanno reso i sistemi creditizi più esposti ai rischi di insolvenza; non solo l'alto indebitamento e i ridotti afflussi di cassa delle imprese hanno esercitato tensioni tali da mettere in pericolo l'equilibrio patrimoniale degli intermediari, ma quest'ultimo è stato insidiato in casi specifici da comportamenti speculativi, principalmente sui mercati dei cambi.

Nel 1974-75 si colloca la fase piú acuta di questa instabilità che si è manifestata, oltre che in Italia, nel Regno Unito con la crisi delle banche secondarie, nella Germania federale col caso Herstatt, negli Stati Uniti con l'aumento dei fallimenti bancari; in seguito anche la vicina Svizzera è stata interessata da eventi che hanno investito un grande istituto di credito.

La crescente integrazione finanziaria, dovuta alla fitta rete di filiali e filiazioni estere delle principali banche mondiali, e lo sviluppo di mercati internazionali in cui si riversano le xenovalute hanno reso piú probabile che le difficoltà di uno o piú intermediari in un paese determinino conseguenze gravi anche per i sistemi bancari esterni. L'azione delle autorità di vigilanza si è sviluppata, perciò, anche sul piano della collaborazione internazionale; attraverso lo scambio di informazioni si tende a individuare con tempestività le situazioni potenzialmente pericolose e a rendere piú omogenei i metodi e i criteri di sorveglianza. In diversi paesi i legislatori si sono preoccupati di tutelare il risparmio introducendo o migliorando schemi di assicurazione dei depositi.

In Italia fattori specifici che hanno sollecitato ulteriormente l'impegno di vigilanza sono da ricercare nella forte crescita dell'intermediazione finanziaria, nella finalità di aumentarne l'efficienza operativa e allocativa, nella piú stretta interdipendenza tra aziende di credito e istituti speciali dovuta anche a ragioni di politica economica. Il ricorso ai vincoli sulla composizione degli attivi bancari ha richiesto la verifica sia del loro rispetto sia della capacità delle aziende di credito di sopportarne il costo.

L'attività svolta trova quest'anno ampia illustrazione in un apposito capitolo della Relazione. Nel dar conto dei campi e dei modi in cui essa è stata dispiegata, si è avuto tra l'altro cura di documentare che negli ultimi anni l'azione ispettiva si è sostanzialmente equidistribuita, anche dal punto di vista territoriale.

Nel valutare i comportamenti aziendali preoccupazione costante è stata quella di cogliere i significati piú propri di regole formali che a volte sono di antica origine. Anche l'interpretazione, doverosamente basata sulla giurisprudenza e sulla dottrina, che la Banca ha dato alle disposizioni vigenti in sede di valutazione dei modi di erogazione del credito da parte delle banche private e pubbliche è intesa a distinguere quelli in contrasto con gli interessi e gli scopi aziendali da quelli che si discostano solo formalmente da prassi burocratiche o norme regolamentari dell'ente; ciò nel rispetto del principio della parità di disciplina applicabile agli amministratori degli istituti e delle aziende di credito, indipendentemente dal loro essere pubblici o privati.

Non sarebbe infatti coerente con la logica economica far discendere da comportamenti aziendali identici nel merito conseguenze diverse secondo la natura giuridica delle istituzioni interessate. Ciò porrebbe in una posizione di svantaggio proprio gli enti creditizi pubblici maggiormente impegnati nel sostegno dello sviluppo delle aree meno favorite; genererebbe nei loro amministratori una riluttanza ad assumersi la responsabilità delle scelte di gestione; accentuerebbe l'involutione burocratica dell'esercizio del credito. Per contrastare queste tendenze la Banca d'Italia è attenta a che il giudizio successivo sul risultato tecnico del rischio di credito non si rifletta su quello attinente al piano delle responsabilità perseguibili in sede sanzionatoria.

In relazione a un accertamento presso un istituto di credito speciale, il Governatore della Banca d'Italia è stato accusato di non essersi obiettivamente determinato nella decisione di non trasmettere di propria iniziativa all'Autorità giudiziaria le informazioni, i dati e le notizie contenuti nel rapporto ispettivo.

L'azione processuale che ne è seguita ha aperto un dibattito sui poteri dell'Organo di vigilanza nei suoi rapporti con l'Autorità giudiziaria che consente di chiarire l'orientamento della Banca d'Italia. A tale dibattito anche le Magistrature hanno dato e potranno dare, unitamente alla dottrina, un apporto rilevante.

Esiste in questa materia una norma, l'art. 10 della legge bancaria, che direttamente concerne i rapporti tra autorità creditizie e autorità giurisdizionali. Nell'interpretarla e nell'applicarla l'Organo di vigilanza ha sempre cercato di garantire, al medesimo tempo, una continuità del proprio comportamento e di quello dei soggetti operanti nel settore creditizio, e una capacità di rispondenza di tali comportamenti alle mutevoli esigenze del sistema economico e sociale non solo interno ma anche internazionale. E' questa una tradizione che ciascun Governatore consegna al suo successore al fine di mantenere la coesione, la credibilità e la capacità del sistema creditizio di far fronte agli impegni assunti verso la collettività.

L'art. 10 della legge bancaria è rilevante non solo per la sua parte più nota che impone ai funzionari della Vigilanza di riferire esclusivamente al Governatore i fatti e le irregolarità costatati pur quando assumono la veste di reato, ma anche per la parte in cui tutela col segreto d'ufficio le informazioni e i dati riguardanti le istituzioni creditizie.

Questa norma ha rappresentato il riconoscimento del sistema bancario come un insieme di imprese soggette a un controllo inteso a valutare la solvibilità e la liquidità, anche mediante l'accertamento della

regolarità della gestione. Tale controllo è tra i presupposti della fiducia dei depositanti insieme alla tutela della riservatezza dell'attività degli enti creditizi nei loro rapporti con i clienti, assicurata, dal lato delle banche, attraverso il segreto bancario e, dal lato dell'Organo di vigilanza, attraverso il segreto d'ufficio e l'obbligo di riferire soltanto al Governatore.

La legislazione bancaria, successiva allo stesso codice penale, ha attribuito a un alto ufficio del sistema creditizio la funzione e la responsabilità di contemperare l'esigenza della riservatezza dell'attività bancaria, a tutela della fiducia dei risparmiatori, con quella di mantenere l'efficacia dell'ordinamento generale attraverso la sanzione del reato.

L'art. 10 della legge bancaria ha inteso conferire al Governatore la facoltà di subordinare la presentazione di un rapporto all'Autorità giudiziaria a una valutazione di opportunità circa gli effetti pregiudizievoli che l'apertura intempestiva di un procedimento penale può arrecare alle istituzioni creditizie e agli interventi che il Governatore stesso può attivare per garantirne la sopravvivenza e per salvaguardare in ogni caso i depositanti.

La legge ha voluto lasciare al Governatore la possibilità di valutare i fatti conosciuti attraverso l'attività di vigilanza e di procedere a una ponderazione comparativa delle esigenze che si manifestano nei singoli casi concreti, anche al fine di determinare e graduare gli interventi più idonei nei confronti delle istituzioni creditizie; né la scelta si limita alla gestione straordinaria e alla liquidazione coatta.

Questo schema garantisce la coerenza interna dei comportamenti nello svolgimento della funzione di controllo; esso è stato sempre seguito dai Governatori della Banca d'Italia anche nei rapporti con l'Autorità giudiziaria.

Per lungo tempo è stato possibile ritenere che avesse un significato bancariamente e giuridicamente apprezzabile fuggire il « rumore » che sarebbe derivato finanche dal sottoporre all'esame dell'Autorità giudiziaria irregolarità suscettibili di configurarsi come reati. Il successivo mutare delle situazioni aziendali e del contesto in cui si collocano ha indotto la Banca d'Italia a impostare, fin dal 1970, una procedura, di cui l'Autorità giudiziaria ebbe piena cognizione, per le valutazioni delle informazioni raccolte nello svolgimento dell'attività di vigilanza. La procedura prevede che, ove si ritenga di dover accertare se ricorrono le condizioni che impongono di superare, nei confronti dell'Autorità giudiziaria penale, l'obbligo di riservatezza, le informazioni raccolte siano

sottoposte all'esame di una commissione consultiva, composta dai capi dei servizi e dal direttore centrale della Vigilanza che la presiede ed assistita da un legale della Banca.

Il giudizio della commissione si forma tenendo conto anche delle osservazioni formulate dalle aziende di credito su quanto costatato. I riferimenti esaminati, le conclusioni raggiunte e le motivazioni che le hanno originate vengono formalizzati in un verbale, sottoposto all'avvocato capo per una riflessione giuridica che si esplicita in un parere. I verbali contenenti le proposte della commissione, corredati dal parere legale, sono trasmessi al Governatore per le decisioni.

La procedura consente di soddisfare l'esigenza della parità di trattamento attraverso la sottoposizione di tutte le circostanze a un unico *iter* nel quale non mutano gli organi titolari delle valutazioni. Il risultato cui si perviene scaturisce dall'apporto di una molteplicità di competenze tecniche e di esperienze professionali di dirigenti che il quotidiano impegno nei compiti di vigilanza rende sensibili ai problemi dell'efficiente e ordinato funzionamento del credito.

La forza e lo stimolo ad agire vengono al Governatore proprio dal suo essere isolato nelle decisioni e privo di immunità verso ogni altro potere dello Stato, oltre che dal rispetto che l'Istituto di cui è a capo e l'intero sistema bancario sono capaci di acquisire e di mantenere. I collegamenti istituzionali del Governatore con gli altri organi politici e giurisdizionali, attivabili discrezionalmente, sono stati finalizzati dal legislatore al rafforzamento di tale posizione.

In particolare per quanto riguarda i rapporti della Banca, quale Organo di vigilanza, con l'Autorità giudiziaria, confidiamo che il Governatore sia confermato nella sua convinzione che i poteri di supervisione bancaria sono attribuiti non per svolgere accertamenti finalizzati a individuare fattispecie delittuose o ad agevolarne la repressione, ma per acquisire elementi utili a conseguire i fini pubblici propri dell'Istituto di emissione, nella costante intesa con le autorità di governo; che l'ordinamento giuridico non ha previsto né può prevedere che l'Organo di vigilanza bancaria venga a costituire un corpo speciale di polizia, dotato di un potere di autodeterminazione nelle indagini da compiere; che alle banche non deve essere inflitto un trattamento discriminatorio rispetto alle altre imprese nei confronti delle quali è inibito l'esercizio di un potere inquisitorio che non faccia capo al Giudice penale; che spetta al Governatore accertare se occorra riferire all'Autorità giudiziaria nei limiti di compatibilità con le essenziali esigenze della tutela del credito; che

l'obbligo del segreto sull'attività bancaria va osservato da tutti gli organi dello Stato senza alcuna eccezione nel rispetto dei principi coperti da garanzia costituzionale.

Ci sia consentito di chiedere che, nulla togliendo ai compiti e alle responsabilità del Governatore, sia permesso a questo ufficio di operare senza che un'incertezza paralizzante sulla portata dei poteri che gli sono attribuiti si aggiunga al necessario dubbio decisionale.

*Signori Partecipanti,*

la cronaca recente ha reso acuta l'attenzione sulle vicende e sui problemi che abbiamo ora illustrato. Negli assetti economici e nelle persone essa lascerebbe solo guasti e lacerazioni se non ne venisse colto il significato profondo di crisi dei criteri e delle istituzioni attraverso i quali si è manifestato in Italia l'intervento pubblico nell'economia, e se non se ne traesse impulso per lo studio e la realizzazione di assetti migliori e più coerenti.

Nel 1933, dalla più grave crisi economica, finanziaria e industriale della prima metà del secolo nacque l'Istituto per la ricostruzione industriale; nacque quale ente di carattere transitorio al quale appoggiare, per i fini di un risanamento bancario, situazioni industriali. Quattro anni dopo, con la trasformazione dell'IRI in istituto di carattere permanente, nasceva il sistema delle partecipazioni statali quale strumento di autosufficienza economica in un'economia tendenzialmente chiusa e in un Paese ormai in guerra. Nell'immediato dopoguerra, si scelse l'agevolazione creditizia come il mezzo attraverso il quale ripartire sulla collettività i costi dello sviluppo e dell'occupazione di regioni meno prospere. Verso la metà degli anni sessanta, in un'economia ormai largamente aperta e integrata nella Comunità europea, il potere politico riservò a sé il compito di formulare per primo, oltre che le scelte generali di indirizzo, le valutazioni sui singoli progetti. Lungo lo stesso arco di tempo la tutela dell'occupazione, oltre che con la promozione dello sviluppo e delle infrastrutture, venne sempre più ad essere ricercata con l'irrigidimento dei rapporti di lavoro e col sussidio ad aziende incapaci di esistenza autonoma. Nessuno di questi passi annullò o modificò i precedenti.

La più grave crisi economica, finanziaria e industriale del dopoguerra ha fatto emergere, dopo il 1973, le insidie latenti in una siffatta strati-

ficazione di scelte, rivelando quanto rigido e precario fosse l'assetto che si era venuto creando, quanto incerto fosse l'orientamento tra ragione del mercato e ragione amministrativa; tra esigenze di socialità ed esigenze produttive; tra esercizio della proprietà pubblica e funzione di controllo; tra momento del rischio e momento della garanzia; tra settore pubblico e settore privato; tra controllo politico, controllo economico, controllo amministrativo e controllo giudiziario. Da questa crisi di criteri operativi, l'economia italiana non potrà uscire senza una riflessione nuova e sistematica sulle sue regole fondamentali di economia mista; senza un riesame che miri a definire la qualità e i modi dell'intervento pubblico nell'economia, non meno della sua dimensione; senza il contributo dell'intelligenza economica come di quella giuridica.