

Qual è il vero obiettivo della Banca d'Italia? Quale fine muove e guida le azioni della banca centrale? È Franco Modigliani a porre questa domanda a Carli e a Baffi, rispettivamente governatore e direttore generale. La loro risposta è per certi aspetti sorprendente: l'obiettivo dell'istituto non è la difesa dei prezzi, il valore del cambio, la tutela delle riserve valutarie, ma lo sviluppo del reddito del Paese. Le radici della crisi economica attuale in un dibattito «a porte chiuse» della fine degli anni Sessanta. Un inedito di grande attualità.

GUIDO MARIO REY è Presidente dell'Autorità per l'Informatica nella Pubblica Amministrazione, ed è professore ordinario di politica economica nella III Università degli studi di Roma. È stato Presidente dell'Istituto Nazionale di Statistica dal 1960 al 1993. Dal 1960 al 1967 è stato funzionario al Servizio Studi della Banca d'Italia ed in seguito è rimasto come consulente sino al 1980. È stato responsabile della parte reale e fiscale del modello econometrico MTBI, così come Antonio Fazio fu responsabile della parte monetaria e finanziaria.

PAOLO PELUFFO, allievo della Scuola Normale Superiore di Pisa, è responsabile degli inserti di economia de "Il Messaggero" e coautore con Guido Carli del volume di memorie *Cinquant'anni di vita italiana* (Laterza, 1993). È stato portavoce del Presidente del Consiglio Carlo Azeglio Ciampi. È docente presso la Luiss e la Scuola Superiore di Pubblica Amministrazione.

Lire 25.000

ISBN 88-8252-039-0

Grafica di Sergio Vezzani

CARAVAGGIO

CONVINT INC.

DIALOGO TRA UN PROFESSORE E LA BANCA D'ITALIA

DIALOGO TRA UN PROFESSORE E LA BANCA D'ITALIA

MODIGLIANI, CARLI E BAFFI
CON UN'INTERVISTA A CARLO AZEGLIO CIAMPI
a cura di **Guido Mario Rey** e **Paolo Peluffo**

DERNO

Biblio
P.B.

11

22

CRONACA
E STORIA

VALLECCHI



B

Biblioteca della Banca d'Italia
Roma

Coll. 115-228

Inv. 100069

Cod. 570162

IL PENSIERO MODERNO

Cronaca e storia

PELUFFO / REY
"DIALOGO TRA
UN PROFESSORE
E LA BANCA D'ITALIA
VALLECCHI EDITORE
0002567

CARAVAGGIO
SAVINI INV. - CIONINI INC.
MA 550169 E

Banca d'Italia - Biblioteca P. Baffi
B00011123

DIALOGO TRA UN PROFESSORE
E LA BANCA D'ITALIA

Modigliani, Carli e Baffi

Con un'intervista a
Carlo Azeglio Ciampi

A cura di
Guido Mario Rey e Paolo Peluffo

Vallecchi Editore

INDICE

<i>Introduzione: Qual è l'obiettivo della Banca d'Italia?</i>	7
I. Prima giornata, 30 ottobre 1967	49
II. Seconda giornata, 20 novembre 1967	91
III. Terza giornata, 4 gennaio 1968	137
Note e commento al testo.....	197

Appendice

Il sistema italiano: operatori e bilanci	259
Intervista a Carlo Azeglio Ciampi	263

© Copyright 1995 Vallecchi Editore S.p.a.

via Il Prato 21, 50123 Firenze

tel. 055-290765 fax 055-293477

Stampa: Tipografia Sograte - Città di Castello

INTRODUZIONE

Qual è l'obiettivo della Banca d'Italia?

*Dibattito sul modus operandi
della politica monetaria in Italia*

1. Introduzione

Gli anni Novanta sono caratterizzati da un diffuso malessere che percorre l'intero sistema economico italiano. I sintomi più evidenti sono l'aumento della disoccupazione, la svalutazione della lira, gli elevati tassi di interesse reali, la caduta degli investimenti.

Non meno preoccupante è l'assenza del dibattito sui temi di politica economica: a fronte di obiettivi modesti, i consuntivi sono decisamente insoddisfacenti. Non viene affrontato il problema della crescente incoerenza degli strumenti a disposizione delle autorità: la politica fiscale sembra indirizzata unicamente alla deflazione e il disavanzo pubblico non è più uno strumento ma si è mutato in un obiettivo prioritario; la politica monetaria, a sua volta, vede ridursi gli spazi di manovra autonoma in quanto si adegua, fin troppo passivamente, all'evoluzione della bilancia dei pagamenti e all'andamento dei tassi di interesse sui mercati internazionali. Inoltre i vin-

coli che ci vengono dalla integrazione europea impediscono una autonoma politica industriale, ci impongono la privatizzazione delle imprese pubbliche e limitano gli interventi sul mercato del lavoro. Infine la politica di riequilibrio territoriale resta nel campo delle ipotesi accademiche con la fine dell'intervento straordinario e con la paralisi dell'intervento ordinario, centrale e periferico.

In questa situazione, può essere di un certo interesse riportare alla luce il dibattito che si tenne in Banca d'Italia in occasione della venuta in Italia del professor Franco Modigliani nella veste di consulente del Servizio studi. Eravamo alla fine del 1967 e il governatore Carli era preoccupato poiché la politica di programmazione, iniziata dal centro-sinistra, reclamava una ridefinizione degli obiettivi del governo e della Banca d'Italia ma soprattutto richiedeva una attenta ricognizione degli strumenti di politica economica. Anche allora la politica fiscale era considerata inefficiente e, pertanto, il governatore era preoccupato per le possibili ripercussioni della politica di programmazione sull'autonomia della Banca d'Italia. In effetti il dibattito sul *modus operandi* della politica monetaria non era affatto limitato all'Italia. Paesi come il Regno Unito, il Canada, i Paesi Bassi e infine gli Stati Uniti avevano intrapreso indagini parlamentari, elaborato modelli econometrici, studiato eventuali cambiamenti agli statuti delle banche centrali per adeguarli alla recente riscoperta della politica monetaria.

Accanto alle indagini ufficiali si assisteva ad un approfondito dibattito teorico sul ruolo della moneta nello

sviluppo, partendo dal contributo teorico di Gurley e Shaw, nonché dalla critica degli studiosi neo-monetaristi ai risultati enfatizzati dai neo-keynesiani; la sintesi di questo dibattito la ritroviamo nella domanda: *does money matter?*

La Banca d'Italia aveva da tempo iniziato ad affrontare il tema di un approccio quantitativo e modellistico alla politica monetaria con la costituzione dell'Ufficio ricerche al quale, appunto, era stato assegnato il compito di costruire un modello econometrico dell'economia italiana, con particolare enfasi sulla interazione fra variabili reali e variabili finanziarie. Era l'anno 1961 ed il progetto iniziò con il reclutamento di sei borsisti affidati a due *tutors* e con un progetto di formazione teorico-pratica al termine del quale i giovani venivano inseriti nel Servizio studi oppure restavano all'Ufficio ricerche e perfezionavano la loro formazione con soggiorni all'estero (Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti ecc.).

Un primo modello parziale venne realizzato nel 1964 e trovò una prima applicazione in occasione del dibattito sulla politica seguita dalla Banca d'Italia nella gestione della crisi del 1963-'64. Si studiavano soprattutto le decisioni in tema di commercio estero e di restrizione monetaria. In seguito venne usato per verificare la coerenza delle politiche fiscali previste dal programma di governo. Da quel momento, gli approfondimenti particolari su problemi strutturali e congiunturali dell'economia italiana vennero inseriti nei diversi capitoli della relazione e nelle considerazioni finali del governatore.

Accanto all'obiettivo dell'analisi e della conoscenza dei meccanismi di funzionamento del sistema economico che stava subendo una profonda trasformazione, vi era l'obiettivo politico di dimostrare che le decisioni della Banca d'Italia erano basate su analisi teoriche ed empiriche le quali escludevano una discrezionalità dovuta per esempio a valutazioni politiche; implicitamente si dava una risposta tecnica a coloro che accusavano il governatore di essere un avversario della nuova formula di centro-sinistra.

Autonomia e indipendenza della Banca d'Italia erano temi di grande rilievo che interagivano con le considerazioni teoriche sul ruolo della moneta nella gestione del ciclo e nella promozione di politiche di sviluppo. La legge bancaria del 1936 assegnava alla Banca d'Italia il compito di tutelare il risparmio e di gestire la sua efficiente allocazione mentre non prendeva in considerazione la gestione del ciclo economico, ossia il ruolo della banca centrale nella politica di stabilizzazione. In effetti il governatore Menichella aveva condotto una politica molto attiva di sostegno allo sviluppo dell'economia italiana e al superamento del dualismo territoriale finanziando gli investimenti produttivi e le opere pubbliche senza, peraltro, derogare dalla politica di contenimento del disavanzo pubblico; in compenso non aveva mai fatto mancare il sostegno del sistema bancario alla sottoscrizione dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

Con questi precedenti, i «programmatori» consideravano essenziale, per il successo dei loro sforzi, un atteggiamento favorevole dell'Istituto di emissione e quindi studiavano con grande cura le decisioni del governatore Carli, pronti a considerare come espressioni di dissenso politico qualsiasi decisione che non fosse in linea con la politica di programmazione del governo. Da parte sua il governatore Carli non condivideva l'idea che fra i compiti della banca centrale vi fosse anche quello di *pianificare* lo sviluppo dell'Italia mentre considerava fra i suoi compiti più importanti la creazione di un efficiente mercato monetario e la sorveglianza sul corretto funzionamento di tutti i mercati finanziari a breve e a lunga scadenza, obbligazionari e azionari. Per ottenere questo risultato Carli riteneva essenziale avere la vigilanza su tutti gli intermediari finanziari, bancari e non bancari.

In questo contesto va giudicato il comportamento della Banca in occasione della nazionalizzazione dell'energia elettrica e soprattutto la posizione critica sulla tassazione dei dividendi e la nominatività dei titoli azionari; questi provvedimenti erano considerati politicamente qualificanti dal nuovo governo di centro-sinistra ma provocarono una consistente fuga di capitali all'estero e crearono notevoli difficoltà alla gestione delle riserve valutarie. Questi provvedimenti vennero presi in concomitanza con una situazione di surriscaldamento che impose una politica energica di deflazione e portò alla restrizione creditizia e fiscale del 1963-'64. Quando la fase più acuta della crisi venne superata, il governo voleva rilanciare l'economia ricorrendo ad una politica di denaro facile. A questo indirizzo, la Banca rispose con

molta cautela poiché riteneva che un eccesso di liquidità avrebbe ulteriormente favorito la fuga dei capitali e avrebbe intaccato le riserve valutarie senza apprezzabili effetti reali. Si riteneva che mentre la bilancia dei pagamenti corrente sarebbe rimasta attiva, i nostri partner comunitari avrebbero fortemente criticato un eventuale deprezzamento della lira dovuto alla fuga di capitali, temendo un ulteriore aumento della competitività delle merci italiane e una fiammata inflazionistica, a causa della situazione di pieno impiego, analoga a quella verificatasi nei primi anni Sessanta.

Questo è lo scenario nel quale si muovevano i partecipanti all'incontro che viene riproposto nelle pagine seguenti. La nostra idea è che gli argomenti trattati presentano ancora una indubbia attualità; la loro lettura fa risaltare anche la pochezza del dibattito teorico ed istituzionale al quale assistiamo in questi giorni.

2. Gli attori raccolti intorno al tavolo

L'idea di questi incontri fu di Franco Modigliani che ritenne indispensabile radunare intorno a un tavolo non solo il governatore Carli e il direttore generale Paolo Baffi, ma anche i loro più stretti collaboratori del Servizio studi e i responsabili del gruppo di lavoro incaricato di costruire il modello econometrico e di compiere ricerche sul *modus operandi* della politica monetaria in Italia.

Con questi incontri Modigliani si proponeva di apprendere direttamente dal governatore quali erano le motivazioni che avevano spinto la Banca ad intraprendere la ricerca ed inoltre voleva avere una visione, dall'interno, del funzionamento della politica monetaria in quegli anni di profonda trasformazione del paese. Questo risultato avrebbe potuto essere conseguito con una serie di incontri personali ma Modigliani ritenne opportuno allargare la platea dei partecipanti per fornire a tutti i membri del gruppo di lavoro lo stesso *set* di informazioni, in modo da rendere più spedito ed efficiente il lavoro di ricerca.

Agli incontri parteciparono alcuni esperti del settore monetario del settore pubblico del Servizio studi per illustrare gli aspetti istituzionali più complicati ed essere pronti a giustificare tecnicamente la politica monetaria seguita in quegli anni. La loro partecipazione aveva anche un significato di più lungo respiro poiché il lavoro di ricerca non avrebbe fornito risultati duraturi se il Servizio non avesse dato un supporto operativo adeguato. Inoltre, una volta completato il modello, il Servizio studi doveva essere in grado di impadronirsi del modello e di calare gli schemi analitici e i risultati del modello nella pratica corrente di supporto alle decisioni del direttorio della Banca.

Può essere interessante notare che il governatore volle condividere questa esperienza con il direttore generale Baffi per rendere noto a tutti che le decisioni di politica monetaria erano prese dal governatore, ma che il processo decisionale coinvolgeva l'intero vertice della Banca,

mentre gli interventi operativi erano nella responsabilità specifica del direttore generale.

Per quanto riguarda il Servizio studi, questo non doveva essere coinvolto in una ricerca innovativa che presentava dei rischi metodologici e che richiedeva necessariamente un periodo di rodaggio; pertanto, la ricerca venne affidata ad un gruppo coordinato da Francesco Masera e per gli aspetti operativi all'Ufficio ricerche. Il Servizio non doveva essere distolto dall'analisi dei problemi economici correnti e non doveva abbandonare gli schemi tradizionali, almeno fino alla verifica della bontà dei nuovi schemi suggeriti dal modello e validati scientificamente dal professor Modigliani.

3. Le esperienze precedenti

Gli anni Cinquanta avevano evidenziato il ruolo della politica monetaria nella gestione del ciclo e si era parlato di riscoperta della politica monetaria. Si è già accennato alle ricerche accademiche effettuate in quegli anni in molti paesi nonché alle diverse indagini parlamentari sulla gestione della moneta e sull'autonomia degli istituti di emissione.

La ricerca italiana aveva un precedente in un'analoga ricerca finanziata dal Board of Governors della Federal Reserve degli Stati Uniti a cui parteciparono numerosi studiosi americani coordinati da De Leeuw per il modello della Brookings, da Modigliani per la parte di com-

petenza del MIT e da Ando per l'università di Pennsylvania. Con queste ricerche si volevano accertare l'impatto e i tempi di reazione della politica monetaria sulla domanda aggregata. In particolare il modello di Modigliani intendeva simulare gli effetti prodotti dalla manovra degli strumenti monetari sulle differenti variabili reali, andando alla ricerca dei canali di trasmissione e del *modus operandi* della politica monetaria negli Stati Uniti.

Questa ricerca impegnò prestigiose università e centri di ricerca americani e si proponeva non solo di stabilire la direzione ma anche di quantificare gli effetti degli interventi diretti ed indiretti delle autorità monetarie sulle differenti variabili reali; a questo fine era stato stimato un modello econometrico di dimensioni notevoli, tenuto conto delle statistiche e degli strumenti di calcolo a disposizione in quegli anni.

La ricerca iniziata in Banca d'Italia si proponeva obiettivi analoghi ma i lavori effettuati non avevano ancora raggiunto un grado di maturità comparabile con la ricerca americana e tantomeno si disponeva di un gruppo di studiosi del livello messo in campo dalle università americane anche perché le università italiane muovevano allora solo i primi passi in questo settore di ricerca.

L'interesse scientifico per la ricerca italiana era dovuto anche alla particolare situazione che stava attraversando il sistema economico italiano, in una fase di transizione da un'economia prevalentemente agricola ad una economia prevalentemente manifatturiera, da un'economia

chiusa e protetta ad un'economia aperta e liberalizzata. Inoltre l'Italia non aveva un mercato monetario poiché le banche potevano investire le loro riserve libere in Bot ad un tasso fissato dalla Banca e il mercato finanziario aveva uno spessore modesto, era poco efficiente e dominato dal mercato dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

Inoltre il sistema bancario era regolato da un cartello legale approvato dalla Banca d'Italia, per cui il mercato dei depositi e degli impieghi non forniva segnali corretti attraverso i tassi di interesse. Più interessante si presentava l'analisi delle quantità e in particolare lo studio della disponibilità del credito e del suo razionamento, tenuto conto che le emissioni sul mercato dei titoli erano autorizzate dal Comitato interministeriale per il credito e che il sistema bancario aveva una presenza attiva e rilevante nel finanziamento degli investimenti privati e pubblici.

Non minor interesse suscitava la ricerca sugli effetti finanziari e monetari creati dalla crescente integrazione dell'economia italiana in regime di cambi fissi e di parziale regolamentazione dei movimenti di capitali, in relazione ai problemi posti dalla gestione della liquidità generata dalle operazioni con l'estero.

Un'altra difficoltà che doveva superare la ricerca italiana era la scarsità di statistiche monetarie e l'assenza di una contabilità nazionale trimestrale, e questi limiti risultavano particolarmente stringenti quando si dovevano valutare i tempi di reazione del settore reale agli interventi operati dalla banca centrale.

Fra i risultati più importanti raggiunti dal modello econometrico si può annoverare un consistente incremento delle statistiche reali, monetarie e finanziarie e la consapevolezza che senza un adeguato sistema di statistiche non era possibile parlare di interventi di politica economica in una visione moderna e metodologicamente corretta.

4. Gli argomenti trattati

I temi di discussione erano centrati sugli obiettivi e sugli strumenti della politica monetaria, tuttavia nel corso delle riunioni furono trattati anche argomenti di attualità, italiani e internazionali. Dal testo delle conversazioni si può notare una maggiore franchezza negli interventi del governatore, mentre il direttore generale Baffi era molto più prudente e preoccupato che le dichiarazioni rese potessero suscitare polemiche e inasprire il dibattito sul ruolo della Banca d'Italia nella politica di programmazione. Inoltre il governatore colse l'occasione per enunciare una serie di riforme istituzionali di un certo rilievo, tutte orientate ad aumentare la concorrenza del mercato monetario e finanziario al fine di migliorare l'efficienza allocativa del credito e di ridurre l'ingerenza politica nella valutazione degli affidamenti. Molte di queste riforme furono poi realizzate ma in un arco di tempo lungo e per alcuni aspetti non ancora concluso.

4.1. *Gli obiettivi*

Il colloquio inizia con una rassegna degli obiettivi, partendo da quelli generali per poi passare a quelli specifici per un'autorità monetaria. Il contesto generale nel quale vengono calati i singoli obiettivi è quello della integrazione dell'economia italiana nell'ambito dell'economia europea. La profonda convinzione di Carli, e di tutta la Banca, è che solo un'agguerrita concorrenza con i nostri partner europei può mettere alla frusta il nostro pigro capitalismo, che usciva da decenni di protezione e di statalismo.

Per uno studioso fautore delle recenti teorie monetariste può destare sorpresa constatare che l'obiettivo prioritario della Banca d'Italia è lo sviluppo del reddito o meglio un tasso di sviluppo superiore a quello degli altri paesi industrializzati, con le parole di Carli «si deve puntare a ridurre le distanze di reddito che ci separano dagli altri paesi della Comunità economica europea» se si vuole evitare che con l'integrazione l'Italia si spopoli perché i lavoratori italiani verrebbero attratti dalle prospettive favorevoli di lavoro esistenti negli altri paesi.

Si può dire che il governatore considera l'integrazione economica europea come il meta-obiettivo al quale riferire tutti gli altri obiettivi e strumenti. Questo obiettivo imponeva un aumento dell'efficienza del sistema economico italiano sofferente di una diffusa sottoccupazione dei fattori produttivi. Questo meta-obiettivo

può essere raggiunto solo con una diversa allocazione settoriale e territoriale dei fattori della produzione. Non risulta esplicitamente menzionato l'obiettivo della riduzione della disoccupazione. La spiegazione può essere duplice: la consapevolezza che il sistema italiano aveva raggiunto la piena occupazione oppure forse la preoccupazione latente che con la piena occupazione si sarebbero riaccese le tensioni inflazionistiche.

Ugualmente sorprendente può sembrarci oggi la constatazione che la stabilità dei prezzi non sia considerata un obiettivo ma venga semmai considerata un vincolo e neanche assoluto. L'obiettivo dichiarato dalla Banca consiste nel mantenere allineati i prezzi italiani ai prezzi internazionali, ossia deve essere valutato in termini relativi rispetto all'inflazione.

Su questo punto il governatore ricorda che, quando nel 1962 si era dovuto scegliere fra sviluppo e stabilità dei prezzi, la Banca aveva scelto lo sviluppo, almeno per il periodo necessario a portare a termine gli investimenti programmati, e come limite si è posta la stabilità del rapporto fra prezzi interni e prezzi internazionali.

Anche l'equilibrio della bilancia dei pagamenti viene considerato un vincolo al quale rapportare lo sviluppo potenziale dell'economia italiana in un regime di cambi fissi. In questo quadro neppure le riserve valutarie sono un obiettivo ma devono garantire la continuità dello sviluppo. Non a caso il governatore Carli si mostra critico nei confronti della politica mercantilista seguita dalla Banca di Francia e si differenzia nettamente dal gover-

natore Menichella il quale, memore delle difficoltà degli anni del dopoguerra, considerava fondamentale l'accumulazione di riserve valutarie.

Il dibattito si anima moltissimo quando si inserisce l'obiettivo dell'accumulazione del capitale, che in un'ottica strutturale viene analizzata come condizione fondamentale per garantire lo sviluppo del reddito e per creare posti di lavoro mentre in un'ottica congiunturale andrebbe considerata alla stessa stregua delle altre componenti autonome della domanda appagata. L'esigenza di accrescere la quota degli investimenti sul Pil discende dalla convinzione che l'Italia ed in particolare il Sud soffrono di una carenza strutturale di capitale sociale e quindi occorre mantenere un equilibrio fra l'investimento privato, molto dinamico, e l'investimento pubblico, più lento.

Passando agli obiettivi monetari Modigliani sollecita il governatore a pronunciarsi sull'ipotesi di favorire le classi meno abbienti consentendo una remunerazione più elevata sui depositi di modesta entità. La risposta è negativa poiché non si ritiene che sia compito dell'autorità monetaria intervenire nella distribuzione del reddito anche se è interesse della Banca favorire il risparmio come condizione per incentivare gli investimenti reali. La tesi prevalente in Banca è che per accrescere la quota del risparmio e quindi dell'investimento occorre una distribuzione del reddito che favorisca i profitti: su quest'ultimo punto il contrasto con Modigliani era netto, quasi ideologico.

Fra gli obiettivi monetari il governatore richiama la solidità del sistema bancario e difende con forza la necessità di garantire alle banche extra profitti che consentano loro di correre rischi aggiuntivi nel finanziamento degli investimenti produttivi.

Non rientra fra gli obiettivi della Banca il riequilibrio territoriale Nord-Sud anche se si riconosce che a parità di rendimento atteso può essere corretto privilegiare la localizzazione meridionale tenuto conto della disoccupazione, della esigenza di migliorare il capitale sociale di quelle regioni, e del pericolo di un ulteriore deterioramento della posizione relativa del Sud. Riconosce, invece, allo Stato l'obbligo di porre fra i suoi obiettivi il miglioramento della situazione economica e sociale di quell'area depressa afflitta da una criminalità che impedisce il corretto svolgimento dell'attività economica ed impone extra costi sulle imprese meridionali.

Rientra, invece, tra gli obiettivi della Banca un allargamento del mercato dei capitali di rischio, il controllo del mercato e l'incentivazione di questa forma di finanziamento degli investimenti. Ragione ancor più importante è l'allargamento e l'integrazione del mercato italiano dei capitali.

4.2. *Gli strumenti*

Dopo aver passato in rassegna gli obiettivi, il colloquio si avventura nella identificazione degli strumenti. Lo

schema tinbergeniano, allora in auge, prevede che il numero degli strumenti sia uguale o superiore a quello degli obiettivi e quindi occorre verificare l'efficacia, l'efficienza e l'indipendenza reciproca degli strumenti.

Una parte consistente dell'incontro viene dedicata ad argomenti ancora attuali come la inefficienza della pubblica amministrazione, l'impossibilità di contare su un'efficace politica fiscale per il rilancio dell'economia, i tempi lunghi dell'azione pubblica, la mancanza di quadri tecnici nelle amministrazioni pubbliche, ecc. Un argomento che assilla la Banca è quello dei residui ossia la possibilità che spese pubbliche decise in momenti di crisi possano essere realizzate improvvisamente e fuori del controllo dando luogo a creazioni torrentizie di liquidità oppure a ingestibili emissioni di titoli di Stato o, infine, al razionamento del credito ai privati.

Forse è appena il caso di ricordare che in quegli anni la Banca era responsabile del finanziamento del Tesoro, direttamente o indirettamente, e quindi un tema non trascurabile di discussione era proprio l'autonomia della politica monetaria nei confronti del governo; ma appare chiaramente che la Banca esercitava forti pressioni sul contenimento del disavanzo da finanziare e un controllo molto stretto sulle forme di finanziamento, poiché era la Banca che decideva se il finanziamento dovesse avvenire con il ricorso al conto corrente di tesoreria oppure con l'emissione di Bot al 3,5%, che allora facevano parte della base monetaria, o infine con titoli a medio e lungo termine. In pratica la Banca faceva operazioni di mer-

cato aperto senza intervenire sul mercato ma gestendo i tempi, stabilendo il tasso di interesse e la quantità di titoli da emettere.

Di particolare interesse è anche il dibattito sulla spesa pubblica sia in riferimento alla distinzione tra spesa corrente e investimenti pubblici, sia fra spese che modificano strutturalmente il bilancio pubblico (ad esempio un allargamento della copertura pensionistica) e spese *una tantum* da utilizzare in fase congiunturale avversa. La priorità viene assegnata agli investimenti pubblici perché consentono di raggiungere l'obiettivo dell'accumulazione reale, mentre la manovra delle entrate non viene quasi presa in considerazione a causa della scarsa efficienza dell'amministrazione finanziaria. Egualmente non viene considerato un problema il debito pubblico e semmai traspare un certo compiacimento nel constatare che il mercato dei titoli pubblici italiani è uno dei più sviluppati al mondo anche se manca un mercato secondario.

Liquidato in poche battute e con non poche polemiche il ruolo della politica fiscale, l'analisi si sposta sulla politica monetaria anche se resta in primo piano l'interazione con il comportamento del Tesoro.

Le novità rilevanti per la politica monetaria sono proprio la sua riscoperta nella gestione del ciclo, ma soprattutto la ricerca per stabilire se l'autorità monetaria debba manovrare l'intera liquidità del sistema oppure se debba limitarsi a controllare la creazione della base monetaria, una variabile strumentale di recente formulazione per defi-

nire il moltiplicando nello schema del moltiplicatore dei depositi.

Altro elemento rilevante di discussione è su quale «manopola» cada la scelta del governatore: il tasso di interesse oppure la creazione di base monetaria. La evidente interazione fra quantità e prezzo rende a prima vista irrilevante la scelta. Eppure lo scontro ideologico, anche internazionale, si soffermava proprio su questo punto. Fissare il tasso di interesse e difenderne il livello annunciato significa lasciare nelle mani del mercato la decisione sulla creazione dell'ammontare di liquidità necessaria. Significa altresì lasciare alla Banca d'Italia la responsabilità di stabilire se il tasso di interesse prescelto garantisca la piena occupazione, la stabilità relativa dei prezzi e del tasso di cambio. La scelta cade sul tasso di interesse ed in quegli anni la Banca difende la costanza del tasso di interesse sui titoli di stato. Ossia si accetta il principio della fissità dei prezzi e quindi si stabilisce che debbano essere le quantità ad adeguarsi. Ne consegue che la Banca d'Italia è pronta a rifornire il mercato di liquidità in relazione agli obiettivi fissati in termini di reddito nazionale, occupazione ed investimenti.

La scelta del tasso di interesse è un modo diverso per riaffermare l'autonomia della Banca, la preferenza per l'automatismo rispetto alla discrezionalità, il riconoscimento che i mercati sono oligopolistici e quindi poco inclini a modificare continuamente i prezzi e adeguarli alla situazione della domanda. È anche un modo per riconoscere il ruolo fondamentale svolto dall'annuncio della

politica monetaria. L'annuncio viene selezionato per far agire gli operatori in condizioni di maggiore certezza al momento di compiere le scelte di investimento.

Si riconosce che l'incertezza genera costi ed inefficienze per cui spetta al *policy-maker* ridurli, anche a costo di far ricadere sul bilancio pubblico l'onere «informativo» derivante dall'annuncio dei parametri fondamentali di una politica.

Il dibattito ideologico per le pagine che vengono qui pubblicate porta alla seguente conclusione: in condizioni di depressione, la Banca si dichiara disponibile ad aumentare la creazione della liquidità per finanziare gli investimenti a un tasso di interesse certo e stabile nel tempo. Chi ha piani di investimento dovrebbe anticiparli, perché ha la certezza di ottenere il finanziamento, e in più gli viene data la certezza che dilazionando l'investimento in ogni caso non troverebbe credito a tassi inferiori.

Modigliani critica questa tesi poiché ritiene che in fase di stagnazione nessuno sia disposto ad accollarsi oneri per interessi senza avere la certezza che ci sarà una ripresa. Per investire deve esserci l'aspettativa di una crescita delle vendite. L'obiezione di Modigliani si basa su questa considerazione: da una parte è impossibile calcolare il tempo che passa necessariamente tra l'investimento e l'aumento delle vendite, dall'altra parte invece sono certi i costi che deve sopportare l'imprenditore.

La discussione si svolge in un'epoca nella quale vi è una limitata, ma non nulla, libertà di movimento dei

capitali ed il sistema si basa sui cambi fissi. La conseguenza è che un errore nella fissazione del tasso di interesse può provocare un'uscita indesiderata di capitali. In realtà, questa uscita di capitali non era forse «così» indesiderata. Negli anni Sessanta le fughe di capitali servivano a rispondere alle pressioni dei nostri partner europei che chiedevano una rivalutazione della lira per frenare il consistente avanzo delle partite correnti. Nella visione di Carli, vicino in questo alle idee di Merzagora, l'esportazione di capitali serviva a sprovincializzare gli investitori italiani, anche se sappiamo che gli italiani hanno sempre trovato facilmente la strada della Svizzera.

Con la politica di stabilizzazione del tasso di interesse sui titoli del debito pubblico, si comincia a pensare alla possibilità di fare operazioni di mercato aperto, strumento largamente usato negli Stati Uniti ma sinora mai sperimentato in Italia, in parte perché il debito pubblico era modesto e in parte perché vi erano a disposizione strumenti più diretti ed efficaci di gestione della liquidità.

In effetti da tutto il dibattito sugli strumenti di politica monetaria emerge chiaramente che l'unico canale di creazione della base monetaria è il Tesoro e i Bot ne rappresentano una componente importante. Per quanto riguarda la base monetaria creata dall'estero si cerca di neutralizzare questa fonte, mentre il canale dell'economia esercita una pressione modesta sulla creazione, in quanto le banche ricorrono poco al sconto ed il margine inutilizzato è sempre consistente ed infine le ban-

che preferiscono liquidare i Bot detenuti come riserva libera piuttosto che rivolgersi alla Banca d'Italia che può rifiutare il credito.

La stessa riserva obbligatoria risulta essere uno strumento per finanziare il Tesoro a costi contenuti tanto più che le Casse di Risparmio godevano di una situazione privilegiata in cambio di un obbligo di investimento della riserva in titoli di stato. In altre parole la Banca d'Italia era in grado di fissare il tasso di interesse ma anche di «convincere» le banche a sottoscrivere i titoli di stato; è la celebre *moral suasion* garantita dai poteri forti in mano al governatore.

Un punto controverso della discussione riguarda il ruolo del Bancoposta e quindi se il finanziamento del Tesoro attraverso questo strumento finanziario desse luogo a creazione di base monetaria. Per inquadrare bene quella discussione, di cui sono protagonisti Modigliani e Mario Ercolani, si deve tener presente che a quei tempi il Tesoro era un'autorità monetaria che aveva piena potestà di creazione di base monetaria anche se l'art. 81 della Costituzione gli aveva precluso, in linea di principio, la possibilità di finanziare maggiori spese ricorrendo all'indebitamento. Tuttavia anche se i depositi del Bancoposta potevano essere considerati base monetaria, è fuori discussione che questa base monetaria era in mano al pubblico e quindi non poteva essere usata dalle banche ordinarie per soddisfare l'obbligo di riserva. Dalla discussione molto animata viene fuori chiaramente che il governatore non riteneva di potenziare questo canale di finan-

ziamento del Tesoro per non disintermediare le banche, anche se i depositi postali erano in mano a piccoli risparmiatori e quindi un aumento della remunerazione dei depositi avrebbe portato un vantaggio economico alle classi meno abbienti.

4.3. *Il modus operandi della politica monetaria in Italia*

Intervallato al dibattito sugli obiettivi e gli strumenti si è affrontato anche il modello o meglio lo schema di riferimento al quale si atteneva la Banca nell'analisi e nell'azione; questo argomento è stato trattato in particolare nel corso dell'ultimo colloquio che è avvenuto alla fine del soggiorno di Modigliani in Italia.

Il contributo di Modigliani era stato rilevante ma il modello manteneva l'impostazione originaria in quanto rifletteva la situazione economica ed istituzionale del nostro Paese; fu invece relevantissimo il suo contributo di ricercatore, di studioso e di maestro poiché molti giovani del gruppo di lavoro avevano frequentato i suoi corsi e si erano formati studiando i suoi lavori scientifici. Ma soprattutto ci aveva insegnato a leggere i risultati del modello e a simulare logicamente l'interazione fra le variabili reali e fiscali a fronte di variazioni nelle variabili monetarie e finanziarie.

Il problema sul tappeto era quello di stabilire se la dinamica degli investimenti, e quindi del reddito, è influenzata dal tasso di interesse e/o dalla disponibilità del cre-

dito; nel caso di risposta positiva, quale è la sua rilevanza o meglio la sua elasticità. Il punto centrale è la determinazione dell'elasticità del tasso: se occorrono violente variazioni del tasso di interesse per modificare significativamente l'andamento degli investimenti, allora l'efficacia della politica monetaria viene messa in dubbio e quindi non può essere considerata in grado di avere effetti rilevanti sull'economia reale neanche a fini anti-congiunturali.

Altrettanto importante era stabilire se un eccesso di creazione di base monetaria avrebbe avuto effetti sulla stabilità dei prezzi, o meglio quali erano i fattori che influenzavano l'andamento dei prezzi e se fra questi, oltre al costo del lavoro per unità di prodotto, vi era anche la liquidità del sistema.

Infine occorre valutare il ruolo della politica monetaria nella gestione delle riserve valutarie o meglio le procedure amministrative attraverso le quali l'autorità monetaria poteva contribuire ad allontanare il vincolo della bilancia dei pagamenti in modo da lasciare spazio per lo sviluppo economico, la piena occupazione e la stabilità dei prezzi e dei cambi.

Certo, la Banca d'Italia aveva un'arma in più rispetto a quanto si registrava negli altri paesi industrializzati. Il sistema bancario e finanziario italiano era quasi interamente in mani pubbliche o assimilate, per cui la *moral suasion* aveva una indubbia efficacia e la preoccupazione del governatore risiedeva nella scarsa efficienza allocativa dei banchieri italiani e purtroppo anche nella loro

scarsa capacità di fare profitti, pur godendo di un accordo di cartello legale.

La Banca d'Italia ha sempre rivendicato il suo ruolo di difesa del risparmio, anche se leggendo questi dialoghi viene da pensare che in realtà via Nazionale si preoccupasse soprattutto di difendere le banche. A dimostrazione di ciò, basta pensare che la riserva obbligatoria veniva usata in modo selettivo per aiutare i banchi meridionali, cronicamente in crisi.

Ne deriva un conflitto fra l'obiettivo della stabilità e della difesa delle banche e quello della riduzione dei tassi per favorire l'efficienza del sistema e l'accumulazione reale. Posto di fronte a questa alternativa non vi è dubbio che il governatore scelga le banche, per ovvie ragioni istituzionali ma anche per la consapevolezza che l'economia italiana non sopravviverebbe a una crisi finanziaria.

In conclusione ne emerge un quadro contraddittorio dal quale si evince che le banche dovrebbero favorire gli investimenti dando credito agli imprenditori innovativi e potendo contare sul sostegno della banca centrale. Per la gestione dell'equilibrio con l'estero le banche, invece, debbono rispondere rapidamente ed efficacemente alle sollecitazioni della Banca anche a costo di dover sopportare degli oneri. In ogni caso il sistema bancario meridionale, gravato da inefficienze ed elevati oneri per il personale, deve concentrarsi sulla sua sopravvivenza prima di pensare allo sviluppo dell'economia reale di quell'area: un tema sempre di attualità.

Il ruolo delle banche viene considerato passivo e quindi può solo reagire ai comportamenti degli imprenditori, pubblici e privati, e a questo proposito la Banca d'Italia vigila affinché gli istituti non privilegino l'impresa pubblica a scapito di quella privata atteso che la prima è in pratica assistita dalla garanzia dello Stato.

Un caso particolare è quello dell'edilizia dove si riconosce l'importanza del tasso di interesse ma dove si segue con grande attenzione mista ad apprensione la politica aggressiva della Cariplo il cui presidente, Giordano Dell'Amore, aveva escogitato un sistema per trasformare le cartelle fondiari in titoli liquidi a reddito fisso, ossia in depositi ad un tasso superiore a quello di cartello. L'attenzione è dovuta alla sostanziale coerenza con la politica seguita dalla Banca d'Italia per i titoli di stato, l'apprensione perché si temevano effetti negativi per il sistema qualora la Cariplo non fosse stata più in grado di garantire la liquidità delle cartelle emesse e quindi la Banca fosse costretta ad intervenire ad esempio allargando l'agevolazione fornita dall'inserimento delle cartelle fondiari fra i titoli che potevano soddisfare l'obbligo della riserva sui depositi. In tal caso infausto la Banca implicitamente avrebbe perso la sua autonomia di decisione nella creazione di base monetaria attraverso il canale dell'economia e avrebbe di fatto ridotto il valore del moltiplicatore della base monetaria.

D'altra parte si riconosce alla Cariplo il merito di avere attivato il mercato edilizio in un momento di stasi e quindi di aver contribuito positivamente allo sviluppo

del reddito e dell'occupazione. Come si vede la Banca d'Italia non esitava ad usare tutti gli strumenti a disposizione per favorire l'uscita del reddito reale.

Un'attenzione particolare viene anche dedicata all'attività delle imprese pubbliche e al loro ruolo di strumento anticongiunturale nella fase di stasi degli investimenti produttivi. Il governatore era preoccupato che le banche potessero razionare il credito al settore privato e in particolare alle piccole e medie imprese, ma egli riconosce che l'imprenditoria privata si dimostra sovente poco reattiva e troppo prudente per non dire deludente come era avvenuto con il discutibile uso delle risorse provenienti dalla nazionalizzazione dell'industria elettrica. Dalla discussione emerge anche il ruolo della Banca nel finanziamento degli investimenti, in particolare i grandi investimenti pubblici e privati dovevano ottenere il consenso, formalmente per evitare ingorghi di emissioni, sostanzialmente per evitare che la Banca rifiutasse l'accesso al mercato dei capitali o il finanziamento degli istituti di credito speciale. Ossia la Banca d'Italia utilizzava questo strumento per razionare il finanziamento degli investimenti, ma si preoccupava anche che le emissioni di titoli di stato non mettessero in coda le emissioni a favore dei privati.

Per quanto riguarda il controllo dell'inflazione è largamente condivisa l'idea che i prezzi dipendono dall'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto e quest'ultimo risponde a un modello del tipo «curva di Phillips». Pertanto la Banca non svolge un'azione diretta nel controllo dell'inflazione e semmai può esse-

re responsabile solo di creare liquidità in grado di finanziare l'aumento dei prezzi indotto dall'aumento dei salari.

Il modello conferma l'ipotesi che i mercati sono oligopolistici e quindi solo la concorrenza internazionale può mettere un freno all'aumento dei prezzi e del tasso di profitto e in ogni caso le ripercussioni di una stretta creditizia non si fanno sentire direttamente sui prezzi ma sull'occupazione.

In sintesi la politica monetaria controlla l'inflazione riducendo la domanda aggregata e quindi l'occupazione e la crescita dei salari mentre non vi sarebbe un effetto diretto derivante da un eccesso di scorte monetarie in mano alle famiglie.

Con questo modello si avalla l'importanza della politica dei redditi quale strumento per controllare l'inflazione senza provocare maggiore disoccupazione. Inoltre non si discute la distribuzione dei redditi e si accetta l'idea che solo l'invarianza strutturale della distribuzione funzionale del reddito possa consentire la stabilità dei prezzi e dei cambi senza dover rinunciare all'obiettivo del pieno impiego.

In conclusione si può affermare che intorno a quel tavolo vi era pieno consenso all'idea che la politica monetaria non aveva responsabilità diretta nella gestione del ciclo e che la sua efficacia era asimmetrica poiché riusciva solo a frenare le situazioni di surriscaldamento del ciclo riducendo la creazione di base monetaria, ossia manovrando la disponibilità del credito, mentre un aumento

dei tassi non avrebbe consistenti effetti di freno. Risultava, invece, molto difficile inserire nel modello l'uso discrezionale del potere di razionare la disponibilità del finanziamento a medio e lungo termine attraverso il controllo delle emissioni degli istituti di credito speciali.

5. I risultati

A distanza di tanti anni è facile collocare i risultati raggiunti in una prospettiva corretta ma è, invece, difficile richiamare i tanti piccoli interventi che hanno segnato l'attività corrente del Servizio studi, gli esercizi effettuati per conto del governo oppure per verificare o criticare le politiche fiscali elaborate dal governo o da altri centri di ricerca, ma questo avveniva solo per la parte reale e fiscale del modello mentre la parte monetaria non veniva mai usata fuori delle mura della «casa». Non è questa la sede per far rivivere un pezzo di archeologia econometrica e per ricordare gli sforzi compiuti con il centro di ricerca dell'Ibm di Pisa per approntare i sofisticati ed innovativi programmi di simulazione e di controllo del modello, ma forse è bene anche ricordare che accanto a tanti risultati positivi avevamo dovuto subire qualche sconfitta poiché la mancanza di serie storiche trimestrali dei conti nazionali non aveva consentito di integrare la parte reale e fiscale con la parte monetaria e finanziaria del modello. Ugualmente la mancanza di serie storiche sui tassi di interesse praticati dalle banche e dagli

istituti di credito speciali impediva di procedere alla stima dei coefficienti di queste variabili se non ricorrendo ad alcune semplificazioni, non sempre giustificate.

Del resto le stime econometriche avevano confermato che gli effetti di retroazione fra la parte monetaria e reale erano modesti per cui si poteva operare stimando il modello reale e fiscale; quindi le stime annuali delle variabili rilevanti venivano trimestralizzate e passate al modello monetario e finanziario. Qualora le stime risultanti dalla parte monetaria dovessero differire in modo rilevante dai dati inseriti per stimare le variabili reali si sarebbe proceduto ad elaborare una nuova simulazione.

Ossia mediante le simulazioni si stabilivano i valori delle variabili fiscali che consentivano di avvicinare la piena occupazione senza violare i vincoli della bilancia dei pagamenti e della stabilità dei prezzi, il modello monetario a sua volta indicava i valori e i canali di creazione della base monetaria, i tassi di interesse e la loro struttura per scadenza, il *mix* ottimale di finanziamento del disavanzo pubblico, e la variazione delle attività e delle passività finanziarie.

Non si poteva pensare a una politica di *fine tuning* perché i tempi di attuazione della politica fiscale e la reattività del sistema italiano alle misure fiscali non erano certamente in linea con una politica economica sofisticata e tuttavia si cercò di valutare il divario che di volta in volta separava l'economia italiana dal livello di piena occupazione e di piena utilizzazione degli impianti per poter

graduare correttamente l'intensità degli interventi, ossia si cercava di avvicinare il modello elaborato negli Usa durante l'amministrazione Kennedy.

Naturalmente il significato e l'importanza del modello della Banca d'Italia non possono essere valutati limitandosi ai risultati numerici o a un dibattito sulle teorie seguite per costruire il modello. La sua rilevanza può essere valutata correttamente qualora si tenga conto che in quei tempi era oggetto di discussione se fra i compiti della Banca d'Italia vi fosse la gestione del ciclo economico ed inoltre era in discussione se questo compito potesse essere realizzato ricorrendo a schemi quantitativi e simulando politiche alternative prima di prendere una decisione sui tempi, i modi e la dimensione dell'azione da compiere. In pratica si temeva che l'utilizzo di modelli potesse deresponsabilizzare il decisore e questa situazione si presentava particolarmente delicata poiché i modelli non erano stati sperimentati e quindi potevano suggerire scelte errate.

L'altro elemento strutturale era la visione unitaria della politica economica per cui non si doveva far ricorso ad interventi parziali e non coordinati ma si doveva avere presente l'intera situazione interna ed internazionale per evitare una rincorsa fra le politiche e, peggio, situazioni nelle quali la mancanza di coordinamento poteva vanificare gli interventi.

Questa disciplina metodologica veniva imposta anche al governo che, quindi, doveva attrezzarsi adeguatamente e in ogni caso sottostare a una verifica quantitativa degli interventi programmati.

Questa disciplina non era vista con favore da tutti e fu oggetto di numerose ed accese controversie all'interno ed all'esterno della Banca d'Italia.

6. Le polemiche

È evidente che non mancavano le polemiche e non è certo il caso di richiamarle, ma può essere interessante notare che quelle polemiche dimostravano una partecipazione vasta e qualificata al dibattito sulla politica economica ed inoltre aiutano a spiegare la transizione culturale da un'economia prevalentemente chiusa ed agricola a un'economia aperta e industrializzata con le conseguenti ripercussioni anche di carattere socio-politico. Si passava da un blocco politico di centro-destra ad uno di centro-sinistra per cui era facile essere accusati di dirigismo, di velleità pianificatorie, di subordinazione intellettuale a schemi e mode scientifiche provenienti dagli Stati Uniti. Le accuse rivolte all'altro fronte non erano meno pesanti, si parlava di cieco conservatorismo, di visione statica dell'economia, di rifiuto della competizione internazionale, di ignoranza e di fedeltà a schemi teorici superati e fallaci. Niente di particolarmente originale, almeno nella polemica. Di maggiore spessore era la discussione sul ruolo e sull'autonomia della Banca d'Italia, e anzi a quei tempi si parlava di autonomia del Tesoro e del governo nei confronti della Banca. Da questo punto di vista il modello era visto come una conferma

della posizione di forza e della prevalenza della Banca d'Italia.

Da qui l'accusa al governatore di essere un conservatore illuminato che usava sofisticati strumenti econometrici per mettere in difficoltà il governo, per colpire la classe operaia e per favorire la grande finanza milanese.

La grande finanza, a sua volta, non mancava di accusare il governatore di acquiescenza ad una politica sovversiva; in questo modo egli veniva meno al suo dovere di tutelare i risparmiatori e gli imprenditori che dovevano trovare unicamente nel mercato gli stimoli per riportare il sistema economico verso la piena occupazione minacciata dal comportamento prevaricante dei sindacati. Questi accusatori portavano come prove a carico l'accettazione della «curva di Phillips» per spiegare le variazioni dei salari e l'adesione alla politica dei redditi, per non parlare del ruolo della Banca al tempo della nazionalizzazione dell'industria elettrica e l'accettazione del crescente ruolo delle imprese a partecipazione statale.

La sinistra, invece, usava lo stesso modello per accusare il governatore di preconcepita accettazione di una politica di sottoccupazione per fiaccare le resistenze del sindacato ed impedire uno spostamento della distribuzione del reddito a favore dei lavoratori. Inoltre il governatore veniva accusato di aver accettato passivamente una cospicua fuga di capitali all'estero allo scopo di poter tenere in tensione la liquidità del sistema, senza preoccuparsi delle conseguenze negative per la creazione di nuovi posti di lavoro.

Il modello econometrico ebbe il suo massimo impiego ai tempi dell'autunno caldo e soprattutto nei primi anni Settanta quando si registrò una crisi sui mercati internazionali a seguito delle difficoltà del dollaro e della generalizzata inflazione da costi e contemporaneamente si registrarono in Italia forti pressioni sindacali per modificare la distribuzione del reddito. L'inflazione ebbe un sussulto preoccupante ma, a differenza degli anni Sessanta, l'economia italiana era lontana da una situazione di pieno impiego.

Si chiedeva alla Banca di finanziare gli investimenti e di ridurre il costo del danaro ma la risposta era che senza una sicura attesa di profitti non vi sarebbero stati investimenti, ed invece si sarebbe ulteriormente finanziata l'inflazione e si sarebbe favorita la fuga di capitali all'estero, cosa che del resto era già in atto a causa delle incertezze politiche derivanti dallo scontro fra il blocco di centro-destra ed il blocco di centro-sinistra. Si pensò al finanziamento di investimenti produttivi autonomi attivando le imprese a partecipazione statale ma i progetti nel cassetto non sembravano garantire un adeguato ritorno sul capitale investito; gli anni successivi dimostrarono che quei dubbi erano fondati.

Particolarmente difficile si presentava la gestione dei rapporti con l'estero poiché una svalutazione della lira avrebbe avuto come effetto un'ulteriore dose di inflazione importata, senza significativi miglioramenti della bilancia dei pagamenti mentre si mostrava efficiente, a questo fine, una politica restrittiva che riducendo la doman-

da interna avrebbe creato lo spazio per ridurre le importazioni e per incentivare le esportazioni (almeno queste erano le indicazioni del modello), però anche in questo caso avremmo sacrificato l'obiettivo dello sviluppo e dell'occupazione.

Il modello venne messo in difficoltà dalla successiva crisi petrolifera, quando per la prima volta si osservò una crisi violenta dei prezzi relativi e l'impreparazione della nostra economia a fronteggiare una crisi strutturale della bilancia dei pagamenti.

7. L'attualità del dibattito

Rievocare quel lontano colloquio non andrebbe oltre una semplice curiosità per i protagonisti di quegli anni se, invece, non fosse un'occasione per riflettere sulla situazione economica, sociale ed istituzionale dei nostri giorni. Non si tratta di comparare un passato che ci sembra sempre più interessante e costruttivo con un presente aggrovigliato nella routine, nell'insoddisfazione e nell'incertezza. Può essere interessante notare che alcune carenze, alcune difficoltà sono state superate ed invece altre permangono, ci assillano e sembrano essere dei segni inconfondibili della nostra struttura economica. Infine vuole essere un richiamo forte alle istituzioni, alle imprese, alle banche perché investano in ricerca scientifica, sociale, giuridica, perché solo una società che investe dimostra fiducia nel futuro e matura consapevolezza

za che i problemi odierni possono essere superati purché non ci lasciamo prendere dalla pigrizia mentale e dalla facile autoflagellazione.

Gli investimenti in ricerca effettuati dal governatore Carli sono stati ingenti ma ci sono voluti quasi cinque anni prima che dessero i primi frutti operativi, altri cinque per consolidarsi ma oggi resistono ancora e si sono diffusi in altre banche, imprese ed istituzioni. Purtroppo è ancora l'unico concreto esempio di un investimento nella ricerca economica ad opera di una istituzione economica. Solo la Confindustria di Carli ha ritentato questa strada.

Questa è la prima riflessione che è doveroso compiere per ricordare a tutti ma in particolare alle banche ed alle imprese che il profitto di oggi non si difende sacrificando la ricerca, anche se oggi i tassi di interesse reale sono alti e penalizzano gli investimenti differiti.

La seconda riflessione riguarda la comunità scientifica che sembra anche essa più interessata al chiacchiericcio giornalistico piuttosto che alla identificazione di una metodologia e al confronto sulle soluzioni. Questa riflessione vale naturalmente per i giovani, perché i destinatari delle considerazioni del governatore e del dottor Baffi erano ricercatori di trent'anni arrivati a quell'appuntamento dopo sette anni di lavoro durante i quali avevano dovuto dimostrare che si procedeva sul sentiero corretto ancorché angusto, come lo definirà in seguito il dottor Baffi.

La terza riflessione riguarda la posizione istituzionale della Banca d'Italia, la sua autonomia, il suo ruolo, le

sue funzioni. Anche allora si dibattevano temi analoghi ma nessuno si sognava di pensare che l'autonomia e la *leadership* della Banca dovessero essere sancite dalla legge. Autonomia e *leadership* si conquistano giorno per giorno e guardando lontano. I rapporti Banca-Tesoro erano molto stretti ma nessun osservatore obiettivo avrebbe potuto pensare che era la banca il partner debole nell'ambito dell'autorità monetaria. Il rigore, direi la rigidità della Banca d'Italia, in tutte le sue componenti, è ormai diventata tradizione della «casa» e non più elemento del carattere spigoloso di qualche protagonista. Anche questo elemento va conquistato e difeso ogni giorno ed il pericolo è che qualche volta la *routine* faccia abbassare la guardia; le ripercussioni sarebbero gravi. Semmai dall'esterno si osserva che rispetto a quegli anni si è affievolita la *moral suasion* nei confronti del sistema bancario.

È un altro strumento di politica monetaria che viene meno e viene sacrificato per riaffermare l'indipendenza della Banca e la volontà di non essere coinvolti in questioni di carattere politico ed economico. Quando si fa un passo indietro forse è più facile sottrarsi ai problemi ma è certo più difficile intervenire tempestivamente ed efficacemente per dare forza alle manovre di politica monetaria. Inoltre se la vigilanza vuole essere efficace e tempestiva richiede valutazioni di merito sulla probabilità di verificarsi di certi eventi e quindi ineluttabilmente un coinvolgimento per impedire, ridurre, modificare situazioni di potenziale pericolo. Al di fuori

di questa impostazione attiva vi è il controllo formale, rigido, ma fondamentalmente inutile perché quando scoppia lo «scandalo» il danno per il sistema è già avvenuto.

Infine, come si è visto, la politica monetaria non è dotata di strumenti efficaci per rilanciare l'economia e quindi si faceva affidamento sulla capacità delle banche di interpretare ed attuare gli indirizzi suggeriti dalla Banca. In cambio vi era un'attenta vigilanza perché il sistema bancario non soffrisse di una riduzione dei profitti. Sulla carta oggi questo non avviene più anche perché le norme comunitarie proibiscono agevolazioni selettive e discriminatorie nei confronti degli operatori esteri.

La quarta riflessione attiene agli obiettivi. Certo la situazione economica, sociale ed istituzionale è cambiata per cui può essere utile passare nuovamente in rassegna gli obiettivi. È una raccomandazione utile ma che implicitamente nasconde l'invito ad una riflessione sull'operare della Banca e degli altri *policy-makers* italiani ed esteri. È evidente che una fredda elencazione di obiettivi risulterebbe inutile se non venisse, anche questa volta, accompagnata da una selezione degli strumenti, dei vincoli e dei tempi. Forse può destare sorpresa apprendere oggi che il governatore Carli aveva come obiettivo prioritario lo sviluppo dell'economia italiana per ridurre il ritardo che ci divideva dagli altri paesi della Comunità economica europea. Oggi non si capisce più a chi debba appartenere questo obiettivo anche perché abbiamo gradualmente smantellato tutti gli strumenti a disposizio-

ne. Non parliamo dell'obiettivo della piena occupazione per il quale viene dimostrato un cinico distacco anche se politicamente si afferma il contrario. Allora parliamo di accumulazione e di investimenti produttivi e di investimenti pubblici ma la situazione non si presenta migliore. L'accordo sulla politica dei redditi – del 23 luglio 1993 – sembra aver arricchito di uno strumento la politica economica italiana ma se questo accordo garantisce la costanza della distribuzione del reddito e del tasso di profitto, non altrettanto può dirsi per gli investimenti che sono condizionati dalla elevatezza dei tassi di interesse reali e dalla presunta scarsità di risparmio.

L'apertura del mercato dei capitali sembra aver sottratto alla banca centrale la capacità di stabilire il tasso di interesse ma questo dovrebbe spingere a rivedere la strategia della disponibilità del credito. Forse è appena il caso di ricordare che nel corso del colloquio il governatore Carli ha richiamato fra i doveri della Banca quello di sovrintendere ad un ordinato, efficiente e rapido processo di intermediazione operato dalle banche fra i risparmiatori e gli investitori, ossia fra famiglie ed imprese.

È evidente che allora l'intermediazione si svolgeva sul mercato interno ed è ovvio che i risparmiatori e le imprese fossero italiane; nella nuova situazione questo non è più ovvio e quindi occorre approfondire il modo con cui si esplica l'attività di intermediazione e qual è il ruolo delle banche e della banca centrale nel processo di intermediazione finalizzato all'aumento degli investimenti.

Forse abbiamo perso per strada anche questo obiettivo e questo strumento; ci è rimasto quello della stabilità dei prezzi e lo strumento della base monetaria che anzi ha visto aumentare la sua manovrabilità perché con il «divorzio» e con la flessibilità del cambio si sono persi quegli automatismi che potevano condizionare l'istituto di emissione. Abbiamo recuperato lo strumento del tasso di cambio che avevamo perso con lo Sme e con il trattato di Maastricht. Rispetto a trent'anni fa l'obiettivo della stabilità dei prezzi mantiene il suo valore relativo di confronto con gli altri paesi, ma ha perduto il riferimento alla distribuzione del reddito e semmai sembra da collegarsi al confronto con i tassi di interesse prevalenti all'estero (quasi che questi ultimi non dovessero essere collegati al tasso di profitto e alle aspettative di profitto e quindi allo sviluppo del reddito in una interazione fra domanda ed offerta di fondi che, poi, resta la ragione dell'intermediazione finanziaria).

È oggetto di dibattito la causa dell'inflazione in relazione agli strumenti da attivare per piegare le aspettative di crescita dei prezzi. Inflazione da domanda, inflazione da costi, inflazione da eccesso di liquidità forse sono concetti superati, ma solo una corretta definizione dei mercati e delle cause dell'inflazione può suggerire interventi differenziati e quindi un diverso coinvolgimento delle autorità monetarie. Nel modello non era messa in discussione l'esistenza di mercati oligopolistici nei quali le imprese avevano la possibilità di fissare i prezzi nonché la scarsa per non dire nulla flessibilità dei prezzi verso

il basso. Oggi si ragiona come se i mercati fossero concorrenziali e i prezzi perfettamente flessibili; evidentemente qualcosa è cambiato ma non sembra nella direzione di una maggiore concorrenzialità dei mercati.

Un'ultima riflessione ci viene dalla diversa situazione della finanza pubblica. In quegli anni i timori di una finanza pubblica fuori controllo erano ben presenti ma non modificavano la graduatoria della priorità. Oggi l'altezza del debito pubblico e la dimensione dell'onere del servizio del debito condizionano la politica monetaria e fiscale ed hanno ulteriormente neutralizzato lo strumento della spesa pubblica in disavanzo come unico strumento di rilancio dell'economia, se è mai esistito un tale strumento in Italia. Anzi la riduzione del disavanzo è diventato un obiettivo ma per realizzarlo si deve sacrificare un altro obiettivo, forse lo sviluppo, e identificare un altro strumento, che non può essere la politica monetaria, perché un aumento degli interessi in termini reali peggiora la situazione delle uscite e delle entrate fiscali. Una riflessione particolare richiede la ridefinizione del ruolo della politica fiscale italiana perché si registra contemporaneamente un disavanzo di bilancio del 9% del Pil ma un avanzo al netto degli interessi dell'1,7%, ossia stiamo perseguendo una politica espansiva o restrittiva?

Sarebbe un grave errore metodologico avventurarsi in improbabili suggerimenti per una nuova politica economica senza avere prima verificata la coerenza fra obiettivi e strumenti e senza avere a disposizione un modello econometrico adeguato.

È doveroso il richiamo ad una coerente e razionale politica economica senza la quale il sistema economico italiano rischia una pericolosa involuzione, ma accanto ai modelli econometrici occorre lasciare uno spazio per le decisioni dell'uomo.

A questo proposito desidero concludere con una citazione di Guido Carli tratta dalla conferenza *Vincoli della politica economica italiana* tenuta a Brescia il 7 febbraio 1970 in occasione della presentazione del modello M1BI: «... tale spazio è forse quello che permette di guardare lontano e di vedere al di là di ciò che può essere preveduto, consentendo ancora la gioia dell'imprevedibile e dell'imprevisto».

Guido Mario Rey

I curatori ringraziano la Banca d'Italia e il governatore Antonio Fazio che hanno consentito la pubblicazione del resoconto stenografico degli incontri sul modello econometrico.

I testi sono la trascrizione di incontri verbali e dunque rientrano nel linguaggio parlato non destinato alla pubblicazione. I curatori hanno limitato al minimo necessario gli interventi redazionali.

PRIMA GIORNATA¹

30 ottobre 1967

*Modigliani*² – Lo scopo della riunione è questo: siamo arrivati a un punto dei nostri lavori nel quale è necessario avere dei chiarimenti su molti aspetti da parte di coloro che prendono decisioni nella Banca. Abbiamo già preparato uno schema generale dei mercati finanziari e dei mercati reali. Alcune parti le avete già viste. Abbiamo preso decisioni provvisorie sulla settorizzazione e sull'entità della disaggregazione delle varie voci finanziarie e più tardi vorremmo sottoporvi uno schema che indica esattamente quali sono i settori, la definizione dei settori che consideriamo, e per ogni settore quali sono le voci il cui comportamento pensiamo di spiegare attraverso il modello.

Il discorso che vorremmo fare oggi è questo: nello strutturare il modello è importantissimo per noi sapere due cose: primo, quali sono gli obiettivi che l'autorità monetaria ha in mente quando prende decisioni. Uso l'espressione «autorità monetaria» al singolare intenzionalmen-

te, perché in un certo senso non è essenziale dire se l'autorità monetaria sia il governatore o il ministro del Tesoro o tutt'e due. La cosa importante è che ci sono determinate decisioni che sono di politica monetaria, cioè che hanno a che fare con l'entità delle riserve, con i tassi di interesse ecc. Queste sono decisioni che hanno in vista un certo andamento desiderato delle grandezze monetarie.

Ora sarebbe desiderabile sapere quali sono gli obiettivi che coloro che decidono hanno in mente. Alcuni sono ovvi, altri sono meno ovvi. Penso che sia ovvio che vi occuperete dell'occupazione³ e dei prezzi. Qualunque banchiere centrale si occupa di questo. Ma vi sono poi altre cose intermedie di cui potreste preoccuparvi oppure no. Sarebbe quindi interessante avere da voi una lista delle cose che tenete d'occhio sempre o solo in determinati momenti. Mi piacerebbe che le elencaste in una graduatoria: talune determinanti, altre secondarie ma pur presenti.

Secondo, e ancora più importante, vorrei sapere quali sono gli strumenti che effettivamente voi ritenete di controllare. Questo aspetto mi interessa molto perché mentre sugli obiettivi è abbastanza facile speculare, sugli strumenti entriamo in un ambito puramente istituzionale. Gli strumenti che esistono in un sistema dipendono da come esso è strutturato da un punto di vista istituzionale e da come poi funziona nella prassi. Spesso le leggi dicono poco. In Italia dicono niente o pochissimo. La cosa importante è: quali sono gli strumenti che vengono usati normalmente, quali vengono usati non normalmente.

A questo punto, quando avremo avuto una risposta a questi due tipi di domande, obiettivi-strumenti, potremo poi, collegando questi nel sistema, dare una risposta a un terzo ordine di problemi: questi obiettivi che ci proponiamo, è possibile soddisfarli tutti? Ovviamente non sarà possibile. Penso che generalmente non ci saranno abbastanza gradi di libertà nel sistema per poterli ottenere tutti. Allora potremo indicare quanti di questi strumenti sono veramente indipendenti. Per fare un esempio molto elementare, nei modelli più semplici uno dice: c'è un rapporto tra base monetaria e tassi d'interesse. Ora, la banca centrale può in linea di massima decidere se controllare la base monetaria o se controllare i tassi d'interesse. Ci sono due strumenti possibili, ma solo uno indipendente nel senso che sono due manopole, io posso girare la manopola A o la manopola B, ma avendo girato quella A mi gira quella B, per cui ho una scelta fra queste due, ma questi strumenti non sono indipendenti. Ora questa seconda parte, diciamo così, è una parte che deve uscire fuori dal modello perché è il risultato delle equazioni di comportamento e delle variabili strumentali.

Il discorso che vorremmo avviare oggi è un discorso sugli obiettivi e sugli strumenti della Banca. Il secondo aspetto è assai più complicato perché il discorso sugli strumenti è lungo, molto lungo. E quindi volevo chiedervi di illuminarci su questo: avevamo preparato, se è utile, un modellino estremamente semplice per illustrare il concetto di cosa abbiamo in mente per obiettivi e cosa abbiamo in mente per strumenti e cosa vuol dire gradi

di libertà, cioè cosa vuol dire i rapporti tra di essi. Questo modellino ve lo risparmiamo se non è necessario. Possiamo provare a partire nel discorso senza nessun aiuto, cioè basandoci sulle conoscenze in comune che abbiamo. Se poi vediamo che la faccenda non arriva in porto, potrà essere forse utile chiarire i nostri concetti illustrandoli con questo modellino, che non è pensato per l'Italia ma puramente logico, per capire di che cosa vogliamo parlare.

Carli – Sarà meno imbarazzato quando dovrà rispondere alla seconda domanda, cioè quando dovrà parlare degli strumenti usati dall'istituto di emissione. Sono più imbarazzato qualora debba proprio rispondere sugli obiettivi. Sotto questo aspetto credo che la presentazione del modello potrebbe essere di qualche aiuto, cioè quali sono gli obiettivi che sono stati elencati.

Modigliani – Quella lista di obiettivi non verremmo fargliela vedere perché non vogliamo metterle le parole in bocca. Ci è sembrato più utile che lei ci indicasse in base a che cosa, oggi stesso, deciderebbe se aumentare il risconto o non aumentarlo, se comprare dei titoli sul mercato o non comprarli. Vorremmo sapere da lei, quando fa un piano al principio dell'anno, quali sono le variabili, sia reali sia finanziarie, di cui si preoccupa.

Carli – Vorrei che le nostre risposte fossero integrate dal dottor Baffi, anche perché nella nostra organizzazione

alcune delle operazioni della Banca sono decise da me e altre sono decise dal dottor Baffi, ma sempre sono decise proponendoci il medesimo obiettivo⁴. Quindi, la divisione delle decisioni fra noi due (decisioni sempre coordinate da un obiettivo comune) dovrebbe facilitare la identificazione degli obiettivi.

Nell'indicare gli obiettivi, non credo di essere tenuto a un'esposizione organica. Saranno successivamente ordinati e disposti secondo un ordine. Si ricercherà entro quali limiti essi siano o no conciliabili fra di loro. Quindi la mia esposizione è un'esposizione disordinata. Alcuni degli obiettivi che ci siamo posti, verificheremo se in determinati intervalli temporali sono stati proposti tutti o alcuni, e se tra quelli proposti negli intervalli temporali questi erano o no fra di loro conciliabili. Concludendo: sarò disordinato.

Modigliani – Tenga presente che adesso noi abbiamo in mente gli obiettivi finali, non i cosiddetti obiettivi intermedi, attraverso i quali si raggiungono gli obiettivi finali. Per esempio, i tassi di interesse possono interessare per se stessi, oppure soltanto perché sono strumenti per arrivare ad altri obiettivi... A noi interessano soltanto questi ultimi.

Carli – Benissimo. Io comincerei con un'indicazione negativa. Noi non abbiamo mai considerato come obiettivo in sé il mantenimento di un certo livello delle riserve valutarie⁵. E ciò significa che siamo stati sempre dispo-

sti a considerare che queste possano oscillare. Ovviamente, la nostra libertà di decisione è limitata dall'esigenza di mantenere un livello minimo al di sotto del quale metteremmo in forse il raggiungimento dei nostri veri obiettivi... Lei sa che esistono istituti di emissione i quali si sono proposti l'obiettivo di impedire decrementi delle riserve stesse (sotto questo profilo è tipico il comportamento della Banca di Francia: posta di fronte a soluzioni alternative, la Banca di Francia, in ottemperanza alle direttive del ministero delle Finanze, cioè del governo, prende decisioni tali da mantenere inalterato il livello delle riserve). Noi non ci proponiamo questo obiettivo. Ovviamente, mi ripeto, esiste un livello minimo al di sotto del quale non potremmo scendere senza provocare una serie di reazioni che metterebbero a rischio l'obiettivo principale...

Modigliani – Ce lo dica...

Carli – È quello di promuovere un livello di reddito che, data una certa distribuzione di esso, consenta un livello di investimenti tale da far accorciare le distanze tra il nostro Paese e gli altri membri della Comunità economica europea⁶. Uno degli obiettivi che abbiamo presente è proprio questo: il livello del reddito esistente negli altri paesi della Comunità economica europea, poiché il processo di integrazione impone la necessità di avvicinare il livello di reddito del nostro paese a quello esistente negli altri paesi.

Noi crediamo profondamente nella necessità di non opporre ostacoli alla politica di integrazione economica. Ne accettiamo tutte le conseguenze. La consideriamo una condizione immutabile. Mai ho preso in considerazione la possibilità di regredire da questa direttrice, anche quando ciò avrebbe agevolato la manovra monetaria. Sottolineo: integrazione economica. Essa richiede che le nostre politiche si avvicinino, gradualmente, sia sotto l'aspetto istituzionale, sia sotto l'aspetto funzionale, a quelle esistenti negli altri paesi della Comunità. Ma ciò è tanto più difficile quanto il livello del reddito del nostro paese è lontano da quello esistente negli altri. Quindi questo è direi quasi l'ideale sottostante al comportamento dell'istituto di emissione.

Modigliani – Lei ha già parlato di un obiettivo che non avevamo davvero mai considerato, cioè l'integrazione economica. Questo è un obiettivo molto importante perché effettivamente chiaramente controlla certe scelte e impone dei vincoli.

Carli – Certo questo è un obiettivo che porta con sé certi vincoli che noi fino ad oggi abbiamo sempre rispettato. In tutte le circostanze, anche di fronte a una situazione di bilancia dei pagamenti in crisi, noi non abbiamo adoperato alcuno strumento non rispettoso dei vincoli derivanti dall'integrazione. Ed anche misure, lo dico solo di sfuggita, che nella stampa internazionale sono state interpretate in questo senso, nel nostro intendimento non

lo sono state. Mi riferisco a provvedimenti concernenti le condizioni di pagamento di certe importazioni dall'estero⁷, in quanto quei provvedimenti si proponevano di ripristinare la parità nelle condizioni di pagamento per quelle merci di importazione rispetto a quelle di produzione interna (automobili, ecc.). Noi non potevamo attuare un provvedimento restrittivo delle vendite assistite da crediti su determinati beni di consumo, se non lo attuavamo anche per merci analoghe importate dall'estero, altrimenti il provvedimento preso all'interno sarebbe stato privo di efficacia. Al limite, avrebbe potuto accadere che si esportavano e si reimportavano prodotti nazionali.

Questo avvenimento è stato spesso citato, specialmente dalla stampa inglese, come un provvedimento che essi stessi potrebbero prendere nel quadro di una stretta. Ma nel caso nostro è stato circoscritto a una categoria di merci, esattamente quelle alle quali si applicavano i provvedimenti restrittivi al credito interno. Quindi credo che sottostante alle nostre decisioni abbia sempre operato questa visione: il nostro paese accetta come obiettivo quello della integrazione economica e accetta i vincoli che ne derivano. E sarebbe interessante individuare questi vincoli, che a loro volta cambiano nel corso del tempo, perché in parte sono il prodotto di fatti istituzionali, cioè dell'applicazione dei trattati. In questo quadro noi accettiamo anche una certa politica che contraddice ai nostri ideali. Per esempio, la politica agricola della Cee è protezionistica. Ma è evidente che quando dico integrazio-

ne economica mi riferisco non a un'astrattezza, ma a un'integrazione che nasce dagli accordi internazionali nei quali siamo inseriti. E dunque fra le condizioni delle quali dobbiamo tener conto, dobbiamo inserire una politica agricola protezionistica.

Le recenti decisioni⁸ contro le quali l'Italia ha inutilmente combattuto confermano questa politica, pur attenuate rispetto a quelle originarie della Commissione, e accentuano una impostazione isolazionistica della Comunità. Le conseguenze di questa impostazione sono dannose perché compromettono il processo di trasformazione della nostra agricoltura, che è orientato verso la zootecnia, e dall'altro ostacolano le nostre relazioni internazionali⁹.

Modigliani – Fino ad ora lei ha accennato agli investimenti e all'integrazione economica...

Carli – Abbiamo sempre presenti questi obiettivi, abbiamo presente anche l'obiettivo della stabilità dei prezzi...

Modigliani – Vorrei farle una domanda. Vorrei che lei chiarisse questo: ci sono due ragioni per la stabilità dei prezzi, una è che l'andamento dei prezzi si ripercuote sul resto del sistema e una riguarda l'aumento dei prezzi per se stesso. Cioè supponiamo che il sistema fosse chiuso, che non ci fossero problemi di rapporti con l'estero, anche in questo caso l'andamento dei prezzi interesserebbe?

Carli – Sì, è un problema che ci siamo posti spesso. Anche noi ci siamo trovati di fronte a soluzioni alternative e incerte. Mi pare che propendiamo verso la soluzione intesa a mantenere il livello dei prezzi interni allineato con il livello dei prezzi internazionali, in maniera da mantenere inalterato il grado di competitività della nostra economia¹⁰. È questa la linea che abbiamo applicato di fatto.

Esiste un caso specifico di applicazione di questo concetto ed è il nostro comportamento negli anni 1962, 1963 e 1964¹¹, perché in questi anni noi siamo stati in presenza di un processo di investimenti... Questo argomento lo riprenderà dopo, perché l'esperienza 1962, 1963 e 1964 si ripeterà, in condizioni diverse, ma si ripeterà. Cioè noi allora, di fronte a un programma di investimenti, l'esecuzione del quale si estendeva per un certo periodo di tempo, abbiamo accettato conseguenze di carattere monetario, consentendo il finanziamento dell'intero programma anche di fronte a certi eventi, in parte autonomi, in parte conseguenza dei nostri comportamenti (riesce difficile districare, in quel che accade in quel tempo, quanto deve essere considerato come autonomo, in quanto derivato dai nostri comportamenti, e quale sia stata la interazione di questi comportamenti). Ma è certo che allora prendemmo la decisione di comportarci in un certo modo. Che noi avessimo chiari gli obiettivi è attestato dalla circostanza che quella decisione è stata dichiarata in anticipo, cioè non è una decisione che indichiamo oggi *ex post*, è una decisione che

venne indicata in anticipo¹²: dicemmo esplicitamente che noi avremmo ampliato la base monetaria nella misura sufficiente perché vi fosse un ampliamento del credito per finanziare quel programma di investimenti¹³. Nel far questo, considerammo come barriera ultima, al di là della quale non avremmo potuto andare, il rapporto tra prezzi interni e prezzi internazionali¹⁴. E più o meno crediamo di esserci arrestati su quella barriera. Non siamo andati oltre il limite al di là del quale si sarebbe determinato uno squilibrio fondamentale, che avrebbe potuto essere corretto soltanto attraverso una variazione della parità monetaria.

Modigliani – Supponiamo che ad un certo punto i prezzi del resto del mondo salissero rapidamente, mentre i prezzi interni per loro movimento autonomo, cioè al di fuori di una spinta che venisse da voi, non si muovessero, e quindi la competitività del sistema aumentasse e dunque, in mancanza di certe direttive, si avrebbe un forte attivo della bilancia dei pagamenti. Bene, in una situazione di questo tipo riterreste che il mantenimento dei prezzi sia una cosa valida, benché possa costringere a prendere altre misure che scoraggiano l'esportazione? Oppure invece non vi preoccupereste della crescita dei prezzi, dal momento che si tratta solo di un adeguamento a quelli esterni?

Carli – Le mie osservazioni di prima contenevano già la risposta a questa interrogazione. La nostra inclinazione

è nel senso di mantenere un rapporto stabile tra prezzi interni e prezzi internazionali. Il che significa che noi accettiamo le conseguenze sul nostro mercato di fenomeni che si verifichino su altri mercati. Ma non chiedetemi di rispondere in modo rigido perché, ovviamente, è un problema di limiti. Probabilmente la risposta è: poiché nel nostro paese esistono dei fattori produttivi disponibili, qualora fossimo in presenza di larghi avanzi della bilancia dei pagamenti, la nostra prima preoccupazione sarebbe quella di riassorbirli, e di riassorbirli occupando i fattori produttivi disponibili¹⁵. Quando dico «fattori produttivi disponibili» intendo fattori disoccupati ma soprattutto fattori sottoccupati. In questo paese esistono ampi margini di riorganizzazione della produzione, che consenta di riassorbire i fattori sottoccupati¹⁶.

È possibile, attraverso un aumento della efficienza, assorbire delle forze di lavoro... esistono margini per aumentare l'efficienza, cioè per aumentare la produzione a parità di occupati, attraverso una diversa distribuzione di essi, spostandoli da un punto all'altro del sistema. Naturalmente anche nella nostra economia esistono delle rigidità, ed è questo uno dei motivi di atteggiamenti che in certi ambienti ci vengono rimproverati come reazionari. Noi ci preoccupiamo che nella nostra economia si inseriscano elementi di rigidità che ostacolino quel processo di aggiustamento, specialmente nella pubblica amministrazione, che rappresenta la zona più forte di rigidità. Il nostro sistema si è adattato molto ela-

sticamente alle condizioni derivanti da un'economia di mercato in fase di progressiva integrazione, però quando andiamo a disaggregare il comportamento dei diversi settori appare evidente che vi è una zona che si è mantenuta pressoché rigida e ve n'è un'altra nella quale hanno operato gli aggiustamenti, e questa seconda è certamente il settore dell'economia privata.

Per concludere, noi consideriamo raggiunto l'obiettivo prezzi quando riusciamo a mantenere l'equilibrio prezzi interni-prezzi internazionali. Di fronte a una situazione nella quale i prezzi internazionali salissero molto e l'aumento tendesse a propagarsi nel nostro mercato... beh, in quel caso è un problema di limiti e io non so indicare i limiti al di là dei quali noi stessi prenderemmo in considerazione una variazione della parità. Posso dire che in passato anche quando ambienti internazionali ci consigliavano una variazione della parità, da parte nostra non è stata presa in considerazione¹⁷. Non ne deduco che necessariamente non sarà presa in considerazione per il futuro. Dico semplicemente cosa accadde di fatto nelle esperienze degli anni 1962-'64.

Attualmente, noi stiamo ponendo in cantiere un complesso di programmi nel settore pubblico, nel settore delle imprese pubbliche e in parte assai minore nel settore privato¹⁸. Tutto ciò inserisce nuovamente un elemento di notevole rigidità nel nostro sistema: siamo cioè di fronte a decisioni prese oggi che esplicheranno i loro effetti nel corso del tempo e che quindi porranno noi di fronte all'alternativa, un'alternativa in verità astratta, e cioè

se interrompere la costruzione di certe opere pubbliche, di certi impianti oppure no.

Nell'interpretare concretamente la realtà italiana, occorre tener presente un'altra circostanza, che è di ordine amministrativo ma che ha effetti rilevanti sul piano economico: l'accrescersi della distanza fra i momenti nei quali la pubblica amministrazione decide la spesa e i momenti nei quali l'erogazione avviene effettivamente¹⁹. Siamo in presenza di un'accumulazione di impegni di spesa crescente, cosicché aumenta la quantità di erogazioni che possono essere effettuate al di fuori di un controllo programmatico. La conseguenza è che quando si verificassero dei concentramenti di spesa, il correttivo dovrà essere ricercato in altro settore, nel settore del credito. Ed ecco la manovra creditizia. Contrariamente a quello che si afferma da parte governativa, se restano fermi gli obiettivi indicati (cioè quello del mantenimento di un livello di prezzi sempre allineato con i prezzi internazionali), potrebbe accadere che la manovra creditizia divenisse nuovamente necessaria. In questo momento, nel nostro sistema si è attenuata la possibilità di usare la spesa pubblica per mantenere la domanda aggregata in equilibrio con l'offerta aggregata, nel senso che riesce difficile provocare un'espansione della spesa pubblica che conduca il livello della spesa globale al livello corrispondente alla piena occupazione, ma riesce anche difficile il suo contrario. Effettivamente vi è un volume di spesa che è fuori controllo e che è legato a fattori accidentali.

Modigliani – Questo appare nel gruppo «strumenti».

Carli – Sì, quando parleremo degli strumenti bisogna tener presente anche questo.

Modigliani – Ora vorrei fare una domanda. Nella sua esposizione mi ha colpito un fatto e cioè quando lei ha parlato del reddito reale lo ha indicato come condizione per mantenere un alto livello di investimenti. Non so se l'abbia fatto intenzionalmente, e con questo vuol dire che il reddito reale e l'occupazione non è un obiettivo per sé, ma è soltanto un obiettivo in quanto un reddito reale elevato è necessario per un alto livello di investimenti?

Carli – Mi pare che questi siano degli obiettivi circolari, in quanto a sua volta il livello degli investimenti è condizione del mantenimento di un certo livello di reddito²⁰. Ma io connetto questa proposizione in stretta relazione con l'obiettivo dell'integrazione comunitaria... Se noi ci proponiamo di impedire che, nel quadro dell'integrazione europea, l'area economica italiana divenga un'area economica di spopolamento²¹, è evidente che noi dobbiamo considerare questo come un obiettivo, vorrei quasi concludere che lo dobbiamo considerare come un obiettivo in sé.

Modigliani – D'accordo. Uno potrebbe dir questo: io ho due obiettivi, un obiettivo è quello di tenere il reddito reale più alto possibile data la capacità del sistema, e un

secondo obiettivo è che di quel reddito reale una quota maggiore possibile, una quota molto elevata prenda forma di investimento. Allora in questo caso abbiamo due obiettivi, l'obiettivo investimento e l'obiettivo reddito reale. Essi sono separati, nel senso che un reddito reale si può ottenere in una serie di mezzi, dei quali alcuni sono preferibili ad altri, ma l'entità del reddito reale è un valore in se stesso.

Carli – Sì, ma io credo che questo obiettivo sia collegato con quello di un livello di investimenti, non soltanto perché essi condizionano il livello del reddito, ma perché io credo che il livello di investimenti nel nostro paese è un obiettivo in sé, in relazione al fatto che noi conduciamo una politica di integrazione economica. E un'altra conseguenza di questa politica di inserimento europeo è che si devono impedire sovvertimenti che, sul piano sociale e politico, riuscirebbe difficile accettare. Per questo è indispensabile che la disponibilità di capitale pro-capite divenga più o meno uniforme all'interno del sistema.

Modigliani – Quindi si possono porre problemi del genere: supponiamo che nel breve termine sia possibile mantenere un reddito reale più alto, riducendo gli investimenti e aumentando i consumi. Ma in questo caso ci sarebbe un conflitto fra...

Carli – In un periodo breve non ci sarebbe un conflitto, ma la nostra esperienza è nel senso che quando si fa

ricorso a questi provvedimenti riesce difficile ristabilire la proporzione tra reddito e investimenti che si considera desiderata²², ed è la ragione per la quale noi siamo sempre stati riluttanti di fronte a provvedimenti intesi a suscitare un'espansione di reddito provocando un'espansione dei consumi.

Baffi – Più che altro quello di cui ci si deve preoccupare è che i tipi di espansione dei consumi che in alcune circostanze sono stati proposti erano chiaramente non reversibili. Cioè ci si viene a dire: aumentate le pensioni di vecchiaia, ma evidentemente in questo caso indietro non si torna. Quindi volevamo che questa espansione dei consumi, necessaria per mantenere nel breve periodo il livello del reddito reale, fosse di natura reversibile. Io non ho niente contro questi sistemi di tipo inglese della regolazione del deposito minimo consentito per le vendite a rate²³ ecc., quello si può rovesciare e lo rovesciano benissimo. Ma se ci si dice: aumentate certi tipi di reddito e sono poi redditi di sicurezza sociale, quello evidentemente non è reversibile e dunque non può essere uno strumento di manovra congiunturale. E perciò a queste proposte ci siamo un po'... Non è così?

Carli – Sì, sì, è esatto. Cioè la nostra preoccupazione è appunto che quando nel nostro paese si fa ricorso a questo tipo di provvedimenti si immettono elementi irreversibili. Perché certo, è stato difficile manovrare nei due sensi le misure sul credito al consumo. Ma è

stato possibile. L'esperienza ha dimostrato che le due manovre dell'autorità pubblica sono state sempre tardive...

Baffi – Sono state intempestive, ma si è visto che si poteva fare, in fondo.

Modigliani – Vorrei puntualizzare un elemento. Abbiamo parlato degli investimenti, cioè dell'importanza degli investimenti come obiettivo. Ora, quando parliamo di investimenti ci sono almeno tre categorie che possiamo distinguere: primo, investimenti privati, che possono includere o no le imprese semi-pubbliche (Iri, Eni, Enel); secondo, investimento totale che è quello privato, come definito sopra, più quello pubblico; terza categoria che uno può considerare è: investimento privato più investimento pubblico più accumulazione di beni durevoli da parte delle famiglie (automobili, elettrodomestici, tutto quello che è capitale fisico delle famiglie). Vorrei chiedere, se poteste indicare fino a che punto vi interessa l'investimento totale in alternativa all'investimento privato. Siccome quello che appare fra gli obiettivi è soltanto l'investimento privato...

Carli – L'investimento privato e l'investimento pubblico, cioè l'investimento totale comprensivo di queste due categorie: il problema è quello di mantenere l'equilibrio fra i due. Attualmente questo equilibrio non esiste, in quanto l'investimento privato, almeno nel periodo recen-

te, ha dimostrato di obbedire a stimoli più dinamici dell'investimento pubblico²⁴, quest'ultimo essendo in ritardo rispetto al primo in dipendenza della troppe volte lamentata inefficienza della pubblica amministrazione, cosicché la combinazione ottima fra i due è lungi dall'avvenire nel nostro paese. In alcuni casi addirittura si è deteriorata la proporzione fra di essi. Uno dei motivi che ci hanno indotto ad esprimere la perplessità sull'opportunità di continuare nella politica di incentivazione degli investimenti privati in senso stretto, specialmente nel Mezzogiorno d'Italia, risiede appunto nella circostanza che non crediamo che possa promuoversi lo sviluppo di un'area concentrando lo sviluppo stesso nel settore privato senza che questo sia assecondato dalla creazione di quelle infrastrutture senza le quali, prima o poi, le stesse imprese che attuano quegli investimenti non resistono, indipendentemente dalle tensioni di carattere sociale che ne discendono.

Modigliani – Ora questo vuol dire che sia l'investimento totale sia quello privato sono obiettivi?

Baffi – Io veramente... devo dire che la discussione ha preso una piega che non mi persuade per niente. Finora non ho sentito la distinzione tra politica congiunturale e politica di sviluppo. Evidentemente in una politica congiunturale non ci interessa affatto la composizione della domanda. Noi dobbiamo mantenere il sistema funzionante a pieno regime. Che questo venga dai consu-

mi, dalla spesa pubblica, dalla spesa privata, nel breve periodo ci può essere indifferente. Però dobbiamo, nel determinare la politica congiunturale, vedere se certe composizioni della domanda sono più o meno produttive nel medio e nel lungo periodo. Certo, non possiamo andare avanti molto tempo a sostenere questa piena applicazione delle forze di lavoro con una domanda puramente di consumi, perché compromettiamo l'obiettivo di domani. Quindi a me pare che l'investimento non deve essere mai considerato in sé come un obiettivo: è strumentale a un certo tasso di sviluppo. Bisogna raffigurare (e del resto sono cose ovvie) la piena occupazione in una visione statica e lo sviluppo in una visione dinamica di medio periodo. Se questo sviluppo richiede che si debba in media destinare una quota di risorse all'investimento, certamente quell'investimento diventa un obiettivo, ma è strumentale rispetto allo sviluppo. Il vero nostro obiettivo è lo sviluppo, poi nel determinare quale tasso di sviluppo vogliamo scegliere... Andremo a vedere qual è lo sviluppo nel resto del mondo e come è composto... Naturalmente ogni popolazione vuole essere ben dotata come i suoi vicini. E allora di lì deriveremo qual è il tasso di investimento che è necessario per questo fine.

Modigliani – La distinzione che lei fa tra investimenti e sviluppo era sottintesa, cioè tutti capivamo che per investimenti si voleva dire sviluppo, però lei ha detto una cosa nuova adesso e cioè che nel considerare il tasso di sviluppo, non è che il tasso più alto possibile sia necessa-

riamente il migliore. È cioè una questione di equilibrio cioè la preferenza per un determinato tasso di crescita è legato con l'obiettivo di avvicinarsi ad altri paesi, per cui se questi paesi non crescessero, per esempio, il motivo sarebbe meno pressante, che se...

Baffi – Come i prezzi sono degli ottimi condizionati da quel che avviene nel resto del mondo.

Modigliani – Per cui il resto del mondo è estremamente importante.

Baffi – Il resto del mondo... l'Europa occidentale.

Carli – È la conseguenza di un'economia integrata. Se si accetta quella ne discendono certe conseguenze...

Modigliani – C'è un problema che forse vedremo più tardi. Voi potete avere più effetto diretto su investimenti privati che sul totale. Supponiamo che il Tesoro, il governo abbiano certi piani che voi controllate meno, si può porre la domanda: se a un certo punto aumentano gli investimenti del governo, questo pone un problema di scelta se volete mantenere gli investimenti privati.

Carli – Mi sembra che lei abbia detto che questo è un problema che si sarebbe affrontato quando si sarebbe parlato degli strumenti. Perché dalla mia risposta si deduceva che fra gli strumenti potrebbe assumere nuova-

mente parte importante il controllo del credito. Allora si tratta di decidere su quali settori questo espliciti i propri effetti. E così nasce l'altro problema al quale io ho fatto riferimento prima: certi investimenti, sia privati sia pubblici, si attuano in un lungo periodo di tempo, perciò riesce difficile stringere il credito nei confronti di questi, di modo che indubbiamente l'effetto si concentra in un'area abbastanza ristretta della nostra economia²⁵.

Baffi – Sì, questa preoccupazione si trova anche leggendo il discorso di O'Brien²⁶...

Carli – Già, ha manifestato le stesse preoccupazioni...

Baffi – Che ha manifestato le stesse preoccupazioni per il fatto che l'investimento privato viene schiacciato dall'investimento pubblico. Non bisogna immaginare che i governatori abbiano una loro visione della struttura della società, per cui tendono sempre dalla parte dell'investimento privato²⁷. Evidentemente invece quello che noi constatiamo è che nella competizione tra questi settori c'è un settore che va allargando la sua sulle forze produttive, sulla spesa... è il settore pubblico, e allora viene fuori questa reazione di tipo conservatore, cerchiamo di mantenere l'equilibrio tra le parti²⁸. Poi si immagina che l'investimento privato sia più direttamente produttivo. Questa reazione di tipo conservatore, vedrà, anche quando dovrò rispondere sugli strumenti, viene applicata anche nei rapporti della banca centrale con le sin-

gole banche. Molte delle nostre reazioni alle domande di credito che ci fanno le banche sono mosse da questo desiderio di non alterare profondamente l'equilibrio fra le varie parti del sistema²⁹. E credo che anche nel campo tra gli investimenti privati e pubblici sotto sotto ci sia anche quello.

Modigliani – Dottor Baffi, noi siamo completamente con lei e vorrei chiederle se vi sono altri obiettivi a carattere reale, cioè distinti dal carattere finanziario, che lei ritiene siano importanti.

Carli – Io credo che gli obiettivi di carattere reale siano quelli che sono stati indicati. In questo momento non saprei indicarne altri.

Prima giornata - Seconda sessione

Modigliani – Forse, se posso suggerire, ci sarebbe un qualcosa che lei ha considerato implicito e che forse bisogna esplicitare, ed è la bilancia delle partite correnti...

Carli – Sì, perché alcune le ho considerate implicitamente... equilibrio dei prezzi, competitività, equilibrio della bilancia dei pagamenti nelle partite correnti, accettando però l'oscillazione. Cioè accettando che fra i due obiettivi la priorità è quella di garantire la continuità dello sviluppo all'interno, anche quando nel breve periodo que-

sto entra in conflitto con il ritmo di sviluppo all'estero e quindi si riflette in oscillazioni della bilancia dei pagamenti che abbiano riflesso sul livello delle riserve.

Modigliani – Cioè a dire, generalmente l'aumento del reddito reale in un dato periodo tenderà ad accompagnarsi con un peggioramento della bilancia dei pagamenti.

Carli – Sì, anzi io credo che sia implicita un'altra considerazione: noi abbiamo sempre creduto che nel nostro paese (forse questa proposizione si applica anche ad altri paesi) insieme con gli obiettivi che abbiamo indicato, cioè un certo sviluppo del reddito, vi sia anche quello della continuità nello sviluppo³⁰. Perché a sua volta lo sviluppo è legato alla continuità. La discontinuità nello sviluppo rende più arduo il conseguimento di un certo livello di reddito nel lungo periodo. Allora con questa considerazione si inseriscono le osservazioni del dottor Baffi, che si estendono anche ai rapporti con l'estero. Noi abbiamo sempre considerato che i rapporti con l'estero dovrebbero agire in senso riequilibrante, e quindi non consideriamo che quando ciò si riflette in una variazione in aumento o in diminuzione delle riserve noi si debba intervenire. Ecco perché io ho affermato che non ci proponiamo come obiettivo la stabilizzazione delle unità di riserva e pensiamo che le riserve debbano oscillare.

Dopo, quando passeremo in esame gli strumenti, allora apparirà necessario definire la stessa nozione di

riserve perché nel nostro modo di amministrare, un poco paternalistico, non so se dobbiamo considerare a questi effetti soltanto le riserve ufficiali, oppure queste più quel complesso di riserve che stanno al di fuori di esse, ma che noi prendiamo in considerazione perché, attraverso atti amministrativi, possiamo provocare uno spostamento dall'una all'altra classe. Mi pare che questo sia un argomento. Ma fatta questa distinzione, nasce ancora un'altra distinzione: cioè presi in considerazione i movimenti di capitale che concorrono a determinare anche il saldo della bilancia dei pagamenti di base, esistono altre posizioni che non concorrono a formare il saldo della bilancia dei pagamenti di base e che possono essere da noi manovrati in un senso o nell'altro; quindi il livello di riserve che noi abbiamo in mente agli effetti di questa manovra è forse un livello che comprende le riserve ufficiali ma non soltanto le riserve ufficiali³¹.

Modigliani – Quindi, se ho capito bene il concetto, la bilancia dei pagamenti³² può essere veduta come un *constraint*, come qualcosa che restringe la libertà più nel medio e nel lungo periodo. Nel breve periodo non importa che una certa politica possa condurre a una riduzione, se sappiamo che essa è temporanea.

Carli – Nel medio e nel lungo periodo è una costrizione, nel breve periodo non la consideriamo tale. Ovviamente questa costrizione deve intendersi nel senso che

non annulli le riserve perché in questo caso essa reagirebbe sul medio e lungo periodo.

Sarcinelli – Il dottor Baffi in un articolo che scrisse su «Mondo economico» in polemica con il giornalista Scalfari appunto affermava che la bilancia dei pagamenti era un *constraint*³³.

Modigliani – ... è evidente che nel lungo periodo è un *constraint* di importanza capitale, nel senso che lo sviluppo italiano è strettamente condizionato...

Carli – ... avviene in un mercato integrato che a propria volta presuppone una crescente integrazione e quindi questo *constraint* nel medio e nel lungo periodo può divenire più sensibile.

Modigliani – Da questo segue poi per esempio che incoraggiare le esportazioni non è una cosa che abbia utilità per sé. Ha senso in quanto permette la crescita di una voce attiva della bilancia dei pagamenti che a sua volta ci dà più possibilità di manovrare.

Carli – Mi pare che tutte le previsioni che sono state fatte in sede di redazione del programma³⁴ dimostrano che la relazione reddito e commercio internazionale tende ad accentuarsi, nel senso che il commercio internazionale si espande in misura superiore all'espansione del reddito³⁵.

Modigliani – E che è il risultato dei due fattori. Un fattore di elasticità delle esportazioni e probabilmente di elasticità delle importazioni e anche del fatto che ci sono state delle aperture, cioè delle politiche economiche che a parità di reddito hanno aperto i mercati³⁶. Quindi una combinazione di questi due fattori. Benissimo, questo mi pare che sia chiaro. Dico a questo punto che nella nostra lista di obiettivi a carattere reale lei li ha coperti tutti. Cioè tutti i punti sono stati menzionati. Eccetto però un fatto che lei mi ha citato di sfuggita, e cioè fino a che punto fra gli obiettivi possa esservi quello della ripartizione degli investimenti. Cioè fino a che punto fra gli obiettivi può esservi quello che... gli obiettivi si riferiscano specificamente o a certe industrie o a certe zone del paese. Fino a che punto questo è un obiettivo per sé?

Carli – Devo dire che questa è una delle domande alle quali io sono imbarazzato a rispondere, perché non credo che abbiamo approfondito sufficientemente i limiti entro i quali operare. Una delle proposizioni che si ripetono spesso è che le localizzazioni a Sud richiedono minori investimenti infrastrutturali rispetto alle localizzazioni al Nord³⁷. Credo che sia una impostazione che deve essere completamente riconsiderata. Abbiamo di fronte il caso Alfa Sud³⁸: gran parte delle motivazioni economiche della localizzazione Alfa Sud, nell'istante stesso nel quale si decide il luogo nel quale deve sorgere lo stabilimento, si dimostrano del tutto infondate: cioè lo stabilimento viene edificato in una zona nella quale

occorre costruire daccapo tutta l'infrastruttura sociale. Questo costringe anche a un movimento di popolazione...

Modigliani – Anche le abitazioni? E questo per un errore nella scelta del sito?

Carli – Probabilmente la scelta cadrà sopra un'area preferita dall'azienda perché di sua proprietà... quindi è una scelta privata... in realtà, non è una scelta di carattere pubblico... non si fa un confronto sulla base di fatti obiettivi. Esiste quella proprietà ed è meno arduo costruire su un terreno proprio che non su un terreno altrui che deve essere espropriato. E poi si sa, l'esproprio è difficile a Napoli, come è difficile a Bari, come è difficile a Milano; quindi si preferisce questa soluzione, di un'area prossima a Napoli, che impone ingenti investimenti in infrastrutture e provoca in parte gli stessi effetti di congestione per evitare i quali si consigliava l'investimento al Sud. Quindi lo sviluppo economico del Mezzogiorno comporta come conseguenza necessaria una ridistribuzione di popolazioni nello stesso Mezzogiorno e questo crea aree di depressione. Per altri motivi due banche meridionali sono state da me invitate a redigere una carta delle aree di depressione, questo agli effetti di determinare la distribuzione razionale delle proprie dipendenze periferiche. E presso il Banco di Napoli, il professor Guidotti ha redatto questo documento per la Campania e per la Puglia. Vi sono vaste aree di spopolamento integrate, cioè

le popolazioni si ridistribuiscono e questo crea problemi... Sia che si rechino a Bari o a Napoli le persone devono essere alloggiate... Naturalmente questo non è ancora motivo sufficiente per concludere... non vadano a Bari, non vadano a Napoli, ma vadano a Milano. Allora si inseriscono altre considerazioni, ma non quella della massimizzazione del reddito rispetto agli investimenti³⁹. Qualcuno ha proposto una certa distribuzione territoriale di investimenti intesa nel senso di una loro concentrazione al Sud nel tempo, quindi con una minore concentrazione nel Nord rispetto ad oggi. Questa proposizione contiene degli elementi di verità, ma non sufficientemente esaminati, quindi... non credo che noi oggi disponiamo degli elementi atti a rispondere quale dovrebbe essere la distribuzione territoriale ottima allo scopo di minimizzare il rapporto capitale-reddito.

Modigliani – La domanda che io le facevo era un'altra: a parità di rendimenti totali, vi è ragione di preferire un investimento al Sud perché la gente si deve muovere meno oppure no? Se le facciamo vedere due rendimenti: tutti e due generano lo stesso aumento del reddito nazionale, uno però l'ha ottenuto investendo al Sud, l'altro investendo al Nord, lei quale sceglierebbe?

Carli – Io risponderei che mi è indifferente. La verità è che esiste un elemento di costrizione di ordine extra-economico, cioè un elemento di costrizione politico perché oggi in tutti i paesi esiste un'opposizione al movimento

delle popolazioni. Ma è uno di quegli elementi che considero negativi e non positivi.

Modigliani – Quindi diciamo così... i presenti dirigenti della Banca non hanno una particolare preferenza; questa preferenza può essere imposta loro, nel senso che la loro libertà di azione può essere limitata da altri, da una decisione esterna. Questo particolare obiettivo non esiste oggi e nel passato non esisteva.

Carli – Credo che le nostre conoscenze non ci permettono di dare una risposta definitiva a questo interrogativo nel senso che effettivamente non abbiamo tutti gli elementi che ci consentano di fare un confronto credibile fra la quantità di capitali pubblici e privati che si applicano in un'area e nell'altra... A parità di rendimenti, noi siamo indifferenti.

Modigliani – Quindi mi pare che abbia risposto a tutte le nostre domande. Adesso veniamo allora agli obiettivi finali di carattere finanziario. Questo è un discorso molto delicato. Come nel caso del Nord e del Sud uno può dire: ci riteniamo soddisfatti, non mi interessa più altro; oppure può darsi che alcune cose interessino. Allora vorrei chiedere a lei per prima cosa... so che ci mettiamo in un campo un po' meno strutturale. Lei ritiene che la Banca nel decidere ha in mente alcuni obiettivi finali di carattere finanziario?

Carli – Innegabilmente la Banca ha degli obiettivi finali. I quali a loro volta implicano degli obiettivi finali nel settore finanziario, ma in quanto siano accettati gli obiettivi nel settore reale, quelli finanziari non sono degli obiettivi finali in sé.

Modigliani – Mi faccia fare un esempio: io posso dire che a parità di altre cose preferisco che gli interessi pagati sui depositi a risparmio siano tanto elevati quanto è possibile dato il resto del sistema. Perché? Perché i depositi a risparmio sono tipicamente l'investimento della gente meno abbiente e quindi ritengo che sia desiderabile che la gente meno abbiente riceva un interesse il più elevato possibile per il fatto che ha risparmiato e per favorire la sua propensione al risparmio.

Carli – Dato appunto un certo livello di risparmi che noi crediamo opportuno, e questi siano trasferiti dal settore famiglia al settore imprese con l'intermediazione delle aziende di credito e ammesso che la quantità non rispondesse al saggio di interesse, quest'ultimo deve essere alto, deve essere basso, per considerazioni diverse da quelle del volume di risparmio?

Modigliani – Supponiamo che esistano due strumenti finanziari i cui effetti sulle variabili reali siano uguali, ma uno paga tassi d'interesse passivi del 2% e quell'altro del 4%, si potrebbe decidere di favorire quello che paga il 4 rispetto a quello che garantisce il 2 perché si preferi-

sce che la gente povera abbia una remunerazione maggiore, se questa remunerazione è compatibile con lo stesso tasso di sviluppo del sistema?

Carli – Personalmente non mi sono mai posto questo problema, cioè lo considero esterno all'istituto di emissione. Per esempio, se si ponesse questo interrogativo: tu hai un livello di risparmio, che assume la forma dei depositi a risparmio della famiglia presso le aziende di credito, che giudichi sufficiente agli effetti di mettere queste in condizioni di trasferire al settore imprese un volume di risparmio sufficiente per conseguire quegli obiettivi e tu hai la possibilità di pagare i depositi il 3 o il 4% e supponiamo che la differenza rappresentasse soltanto una redistribuzione. Ammesso che vi fosse quella possibilità, questo margine di scelta nel nostro sistema sarebbe molto angusto, perché il nostro sistema creditizio agisce sulla base di profitti estremamente esigui e quindi c'è poco da redistribuire... Ma ripeto, è un problema che non mi sono posto, perché ho sempre considerato preferibile nel nostro sistema alimentare i redditi delle imprese⁴⁰, perché queste sono centri di decisione più prossimi all'autorità e quindi possono essere più agevolmente indirizzati al conseguimento di obiettivi di carattere generale⁴¹.

Modigliani – Se vi fosse un grado di libertà, c'è ragione di preferire una cosa o l'altra? Questa è una domanda abbastanza importante per una ragione, ossia supponiamo che vi siano altri motivi per tenere bassi quei tassi

di rendimento, e contemporaneamente vogliamo incoraggiare le famiglie ad acquistare titoli. Allora se vogliamo tenere i tassi bassi, la domanda che si pone è questa: c'è nulla che osti? Per esempio può essere un ostacolo il fatto che preferiremmo avere interessi più alti per i piccoli investitori? Se io fossi al posto suo a me interesserebbe cercare di stabilire se a fronte di un rendimento sociale del 7-8%, ai piccoli risparmiatori vengano riconosciuti tassi ridotti al 2%. Per me personalmente questo sarebbe un motivo a cui pensare.

Sarcinelli – Cioè se bisogna scegliere tra avere dei bilanci delle banche in deficit o avere dei saggi di remunerazione per i privati risparmiatori più bassa, il governatore della Banca d'Italia cosa decide? Abbiamo un sistema bancario, diciamo, un po' meno solido del vostro, perché fa un po' meno profitti... cioè dato un sistema bancario che lavora con quei margini che gli danno una certa sicurezza possiamo pensare a situazioni alternative?

Carli – Io preferisco un sistema bancario che lavori con i più larghi margini possibili e anzi sotto questo aspetto posso dire che un obiettivo in sé – *ceteris paribus* – è quello di allargare i margini di profitto del sistema bancario.

Modigliani – Questo è molto importante: perché obiettivo in sé?

Carli – Perché è uno strumento per conseguire gli obiettivi reali, mentre *ceteris paribus* per il settore finanziario è un obiettivo in sé. Ho detto che nel settore finanziario gli obiettivi sono legati agli obiettivi del settore reale. Quindi esemplifico: i due banche meridionali e soprattutto uno di essi sono stati al centro di vicende delle quali la stampa italiana ha largamente discusso⁴² ma non affrontando minimamente il problema sostanziale che è quello di un istituto il quale è costretto a concedere credito in un'area nella quale, per motivi di carattere sociale ed economico, lo Stato non ha adempiuto ai propri doveri e quindi la probabilità di perdite è molto alta. Ne consegue che per poter conseguire quegli obiettivi che noi abbiamo indicato, cioè promuovere l'investimento e promuoverlo soprattutto nel settore privato, occorre che l'istituto che amministra il credito sia in condizione di affrontare perdite. Dunque, considero con immensa preoccupazione tutti i provvedimenti che restringono le possibilità di guadagno, in quanto questi si riflettono in una minore elasticità nell'amministrazione del credito, con danno quindi degli investimenti, con danno quindi degli obiettivi primari. Debbo dire che la mia risposta non è di indifferenza. Al contrario, sono dell'opinione che noi dobbiamo comportarci in questo settore come si comporterebbe un imprenditore privato, il quale, *ceteris paribus*, cerca di combinare costi e ricavi così da massimizzare il profitto⁴³.

Modigliani – Quindi arriviamo a un punto molto diverso. Posso spiegare perché posso avere dubbi serissimi su questo suo atteggiamento, cioè ritengo che ci sia implicito in questo l'idea della grande efficienza delle imprese bancarie... per cui se diminuiscono i costi tutto va in profitti risparmiati mentre secondo me se diminuiscono i costi una buona parte spesso va a finire in sprechi. Quindi per certi piccoli vantaggi si fa un investimento inefficiente. Ma questo è un discorso completamente diverso. Non parliamo di salari. Parliamo di coefficienti tecnici. Quindi mi pare che la sua risposta è che questo particolare motivo per sé non esista. Siccome poi ci sono delle altre ragioni che spingono in senso contrario... Per esempio questo vuol dire che se noi consideriamo certi mutamenti nei tassi del cartello bancario⁴⁴, non ci chiediamo se essi abbiano effetto sulla distribuzione del reddito.

Carli – Certo se noi riusciamo a collocare obbligazioni di un istituto quale può essere l'Isveimer, l'Irfis, cioè degli istituti che operano esclusivamente in un'area determinata... il nostro obiettivo è quello di riuscire a collocare la maggiore quantità di obbligazioni al tasso di interesse più basso, proprio allo scopo di consentire o di trasferire il più basso tasso sui mutuatari o, in quanto ciò non accada, accrescere le riserve degli istituti. Quanto maggiori sono le riserve degli istituti, tanto più la loro azione sarà dinamica nell'assistere un processo di sviluppo che avviene in condizioni difficili. Secondo me, questa

azione è correttiva di un'insufficienza dell'azione che avrebbe dovuto essere esercitata dai poteri pubblici. Innegabilmente se i poteri pubblici in Sicilia fossero fra l'altro in condizione di garantire l'ordine pubblico e di impedire che in determinate regioni di quell'isola vi siano degli imprenditori che vivono costantemente... che sono costretti a sostenere certi costi... che sono dei costi intesi a proteggerli, per esempio... La protezione del cittadino sia nello stato liberale, sia nello stato socialista, sia in qualsiasi altro tipo di stato dovrebbe essere affidata esclusivamente allo Stato. Se il cittadino è invece costretto a dover corrispondere delle somme di danaro per proteggersi, è evidente che questo altera le condizioni della concorrenza e allo stesso tempo lo espone ad alee maggiori.

Modigliani – Quindi lei di obiettivi finali di carattere finanziario non ne vede nessuno. Io ne ho dato un esempio che era valido anche se a me non interessava in quanto tale.

Carli – No, io ne vorrei citare uno o due tra quelli che a me pare si collochino al confine tra gli obiettivi finali, ad esempio quello di costruire un mercato finanziario efficiente (quando dico efficiente intendo un mercato finanziario in condizioni di adempiere alle proprie funzioni in un'economia integrata e quindi assumendo come obiettivo finale quello della libertà totale dei trasferimenti di capitali⁴⁵). Questo, secondo me, è un obiettivo in sé,

ma non so entro quale misura non sia un obiettivo intermedio. Dico questo perché è uno degli obiettivi ai quali in questi anni si è dedicata grandemente la nostra azione, sia sul piano della sollecitazione di provvedimenti legislativi, sia sul piano del nostro intervento diretto; tutto il nostro intervento diretto, sia in sede di autorizzazione delle emissioni, sia in sede di combinazione tra le diverse forme di finanziamento, e cioè azioni, obbligazioni, mutui, prestiti, sia l'intervento diretto che noi effettuiamo ogni giorno nel mercato dei titoli e che ormai ha assunto proporzioni cospicue. D'altra parte sono proprio questi interventi che hanno consentito di fare del nostro mercato dei titoli il più grande mercato in cifra assoluta secondo le statistiche pubblicate dal Fondo monetario internazionale nel gruppo dei Dieci, eccettuando ovviamente gli Stati Uniti⁴⁶. Così ad esempio, proprio in questi giorni noi stiamo considerando se non porre come condizione agli istituti che concedono mutui che quando il rapporto mutui/capitali investiti da parte dell'impresa mutuatrice superi un certo livello la continuità della concessione di nuovi mutui deve essere subordinata alla messa in quotazione in borsa dei titoli di quell'impresa. Questo ha lo scopo di inserire un elemento di controllo dell'opinione pubblica. Questo è un concetto che applichiamo alle imprese pubbliche e alle imprese private. Non esito a dire che è una delle condizioni (naturalmente non è che possiamo porre delle condizioni, ma ci saranno dei momenti in cui entreremo in collisione con l'autorità pubblica quando si tratterà di decidere ope-

razioni finanziarie) ma una delle condizioni all'operazione Alfa Romeo che noi poniamo è quella che il titolo sia messo in quotazione, perché vorremmo appunto che (quando avessimo approvato – la qual cosa non è ancora accaduta – la legge sulla riforma delle società per azioni⁴⁷) il successo dell'impresa fosse assoggettato a controllo. Questo si applica a un'impresa pubblica, ma parimenti noi applichiamo questo concetto al settore privato. Esistono degli imprenditori privati, alcuni dei quali di grande audacia e anche di grande successo, che si sono insediati nelle province meridionali. Alcuni di questi hanno riportato dei grandi successi, però nella loro impresa il capitale apportato dallo Stato sotto forma di mutui, contributi a vario titolo in alcuni casi rappresenta il 100% del capitale originariamente investito⁴⁸. Originariamente investito, perché successivamente, poiché le imprese hanno avuto successo si sono incrementate di profitti acquisiti, ma del capitale originariamente investito è il 100%. È da chiedersi se queste imprese non debbano essere assoggettate non soltanto al nostro controllo, ma al controllo dell'opinione pubblica. Come? Attraverso la quotazione del titolo. Naturalmente non riusciamo né nel primo né nel secondo settore, perché abbiamo contro gli uni e gli altri, perché entrambi preferiscono operare nell'oscurità. Però dico che questo obiettivo è un obiettivo intermedio, cioè è un modo attraverso il quale noi crediamo diventerebbe efficiente il mercato dei capitali. Quindi un mercato dei capitali efficiente è certamente un obiettivo intermedio verso il

quale convergono diverse azioni che l'istituto svolge, sia in sede operativa, sia in sede legislativa, sia in sede amministrativa.

Modigliani – Questo mi induce a porre una domanda che non era sulla lista e cioè un obiettivo finale, che potrebbe essere dello stesso tipo di quello dell'integrazione economica, cioè un obiettivo di lungo periodo che ha tante implicazioni, potrebbe essere questo: *ceteris paribus*, preferiamo un sistema in cui i mercati abbiano un ruolo maggiore e la *moral suasion* non sia più tanto rilevante.

Carli – Certo, noi siamo sempre più orientati a preferire un corretto sistema di mercato.

Modigliani – Queste riforme dovrebbero essere attuate anche se il reddito reale fosse lo stesso?

Carli – Sì, ma anche perché pensiamo che in ultima istanza un controllo da parte delle forze di mercato è un controllo più efficiente del nostro; quindi in ultima istanza è sempre legato a quegli obiettivi. E un modo con il quale si conseguano quegli obiettivi.

Modigliani – Benissimo. Quello che segue poi è una serie di obiettivi di carattere finanziario che sono chiaramente intermedi, non siano cioè obiettivi finali, cioè obiettivi che abbiano a che fare con la stabilità, manovrabilità, *resilience*... Lei per esempio ha menzionato, *en*

passant, cose come l'acquisto di titoli da parte delle banche o da parte dei privati, questi li ha menzionati senza farne un obiettivo specifico. Credo che vi possono essere un certo numero di obiettivi che sono a carattere intermedio che però, diciamo così, dal nostro punto di vista possiamo prendere come se fossero obiettivi finali nel senso che l'obiettivo veramente finale non possiamo incorporarlo nel modello. Però da quella stabilità segue come corollario un certo numero di elementi intermedi che influenzano la scelta. Alcune di queste voci interessano per sé, altre voci invece interessano perché servono a controllare altre voci.

Carli – Ho indicato ad esempio i titoli in generale, i titoli si inseriscono nella disciplina del mercato finanziario e questa a propria volta contiene una serie di obiettivi intermedi che vengono considerati come obiettivi di medio periodo e di lungo periodo, mentre comprende invece una serie di altri interventi che sono interventi di breve periodo e quindi all'interno del mercato finanziario vi sono obiettivi di medio e di lungo periodo e obiettivi di breve periodo. Così ancora i crediti verso l'estero sono uno degli strumenti tipici di intervento nel breve periodo, però nella scelta della nostra manovra vi è sempre stato un obiettivo di medio e lungo periodo, cioè quello di mantenere il sistema bancario inserito nel mercato internazionale.

Certo a volte abbiamo preso delle decisioni apparentemente contraddittorie, ad esempio abbiamo consen-

tito e consentiamo ancora alcune emissioni sui mercati esteri, ancorché in questo momento ci disturbino profondamente perché alimentano il *surplus* della bilancia dei pagamenti. Perché? Per la stessa ragione per cui noi consentiamo le emissioni estere sul mercato interno. Perché ci sembra che un mercato integrato presuppone che si operi sui due fronti. Questo è un obiettivo di medio periodo, che in parte entra in conflitto con l'obiettivo di breve periodo che in questo momento sarebbe di ridurre il *surplus* della nostra bilancia dei pagamenti che ci crea un immenso disturbo.

Ancora una volta gli obiettivi di medio e lungo periodo possono rappresentare una costrizione rispetto agli obiettivi di breve periodo, perché è evidente che tu non puoi procedere verso un'integrazione di mercati finanziari consentendo in modo discontinuo che l'estero faccia emissioni sul tuo mercato o che l'interno faccia emissioni sui mercati esteri. È evidente che si debba stabilire una presenza continua nelle due direzioni. Lo spessore di questo tessuto può essere variato, ma l'ordito deve restare attraverso il tempo.

Modigliani – Direi che al momento l'entità di comunicazione fra le due parti della tavola è enorme... Quando ci rivediamo la prossima volta, potrebbe essere forse utile cominciare brevemente con un discorso molto più tecnico. E cioè sottoporre alla vostra approvazione quello che noi consideriamo essere lo schema delle riserve monetarie nel sistema e che cosa si possa intendere per

liquidità bancaria, che cosa si possa intendere per riserve del sistema agli effetti del controllo. Perché questo discorso è intimamente connesso con quello degli strumenti. Questi «goal» intermedi, questi obiettivi intermedi...

Carli – Si collocano in una posizione diversa da quelli che sono...

Modigliani – Allora vediamo di riprendere la prossima volta con questo aspetto. Con Sarcinelli abbiamo già cominciato ad affrontare l'argomento. Allora cominceremo a sottoporvi la nostra definizione di riserve che sono rilevanti agli effetti del controllo dell'andamento dei depositi. Iniziamo con la definizione di che cosa sono le riserve obbligatorie, che cosa sono le riserve liquide, le attività delle banche, che cosa sono le riserve prestate e quali sono le riserve che la banca centrale crea spontaneamente.

SECONDA GIORNATA

20 novembre 1967

Modigliani – Dopo la prima riunione, ci restano essenzialmente quattro giganteschi soggetti da trattare, cioè abbiamo parlato degli obiettivi fondamentali che riguardano l'economia reale; ci restano da trattare, a livello di obiettivi, quelli di carattere finanziario, che per loro natura tendono ad essere obiettivi intermedi. A nessuno interessa molto se le imprese siano indebitate più a lungo o più a breve o se le famiglie detengono più titoli o più depositi. L'altro argomento sono gli strumenti a disposizione dell'autorità monetaria e nella prassi più che nell'impianto legislativo.

Il terzo argomento è questo: che cosa controlla l'espansione del portafoglio delle banche? Che rapporti ha questo con l'andamento dei tassi d'interesse?

Il quarto tema è questione di dettaglio. In vari punti nel guardare la storia italiana, alla luce del nostro modello, troviamo degli episodi che non capiamo, che non ci sono chiari, che ci sembra difficile inquadrare nella nostra interpretazione. Per questo vorremmo poterle

porre delle domande specifiche su certi sviluppi, per sapere se abbiamo lasciato fuori qualcosa di rilevante, se c'era dietro la mano della Banca d'Italia, o di qualche altro *policy maker* che impediva alle banche di agire secondo quello che il nostro modello suggerirebbe. Siccome il tempo è scarso proporrei, se la cosa vi è gradita, di cominciare a parlare oggi del soggetto più importante, in un certo senso, cioè quello degli strumenti a disposizione dell'autorità monetaria e nel parlare della maniera in cui vengono usati possiamo anche accennare a questi obiettivi intermedi.

Ci chiedevamo poco fa se fra gli obiettivi di fondo, aventi carattere reale, potevano esserci obiettivi circa il livello dei tassi passivi delle banche, visti come tassi che influenzano la distribuzione del reddito tra le componenti della comunità nazionale, dal momento che i depositi sono tipicamente l'investimento delle classi meno abbienti e quindi ci potrebbe essere un certo interesse, *ceteris paribus*, a favorire interessi passivi alti. Ho chiesto al governatore se nella politica generale questo obiettivo comparisse nella funzione di utilità della Banca, per così dire.

Baffi – Vi avrà dato una risposta, no?

Modigliani – Sì, lui ci ha dato una risposta, ma ci interessava sapere la sua...

Baffi – È molto insidioso chiedere due risposte separate.

Modigliani – No, non intendevo affatto essere insidioso. Perché dice che è insidioso?

Baffi – A me sembra che non sia neanche un obiettivo di prima evidenza... ma prima vorrei sapere che cosa vi ha detto il governatore ...

Modigliani – Il governatore ha detto: non me ne importa niente... anzi guardo la faccenda in maniera molto diversa...

Baffi – Ha dato una risposta molto sincera, infatti... L'unica volta che abbiamo fatto questa considerazione fu quando si doveva fare il cambio dei biglietti (nel '47)⁴⁹.

Ercolani – Che non si fece proprio per considerazioni del genere di quella che lei ha fatto a proposito del livello di reddito dei detentori dei depositi.

Masera – I biglietti non furono cambiati per paura di incidere in modo più gravoso sulle classi più povere. Soprattutto perché sono quelle che proporzionalmente detengono più biglietti, la loro ricchezza è detenuta in biglietti, quindi se si fa il cambio si agisce in maniera anti-progressiva.

Modigliani – L'idea quindi era di fare una conversione con «tosatura»... come parte dell'imposta sul capitale,

come componente dell'imposta sul capitale. Dicevamo dunque di parlare degli strumenti.

Carli – Allora è caduta la prima indicazione?

Modigliani – Sì, certo. Occorre adesso chiarire i nostri punti di vista su quelli che sono gli strumenti effettivamente usati dall'autorità monetaria. Questo sarebbe il discorso generale. Lo strumento di controllo della banca centrale si pensa sia sempre la cosiddetta base monetaria o liquidità, *high power money*⁵⁰. Cioè quella liquidità che a sua volta contribuisce o influisce sulla formazione della quantità di moneta, depositi e quindi sui tassi d'interesse, e così via. Sarebbe forse utile cominciare con una discussione sull'importanza del controllo della base monetaria e delle sue varie componenti. A questo proposito suggerirei che potrebbe essere forse utile vedere come noi pensiamo concretamente di definire la base monetaria italiana. E a me colpisce quanto sia profondamente diversa la situazione italiana qui da quella in cui vediamo operare il sistema americano: per esempio, negli Usa la fonte della base monetaria è la banca centrale. Nel sistema italiano chiaramente la fonte della base monetaria è la combinazione di banca centrale e Tesoro e questo avviene nella prassi e non nella legge, il che significa che la situazione può anche cambiare. E ciò perché nel sistema italiano il Bot è uno strumento che la banca centrale, fino ad oggi, ha liberamente acquistato e venduto su domanda; in particolare l'ha sempre acquistato⁵¹.

Carli – E venduto...

Modigliani – ... e venduto. Ma su questo torneremo più tardi e come vedremo si spiega perché il sistema presente di «asta» non è affatto diverso dal sistema *tap*⁵² precedente, mentre cioè è stato fatto formalmente un mutamento, credo che in realtà la situazione di oggi sia esattamente quella che era prima. Eccetto per due mesi, dal '62 ad oggi il sistema di fatto è stato indistinguibile dal *tap system*. Poiché il Bot è uno strumento che la banca centrale acquista su domanda, pertanto è liquidità incondizionata, è una cosa che le banche possono immediatamente usare per promuovere l'espansione del credito e per soddisfare le esigenze delle riserve. Cioè, per essere più precisi, le riserve sono soddisfatte metà da Bot e metà da contante. Tuttavia, una banca che ha un Bot libero può sempre dire alla banca centrale «cambiamene metà» in contante, l'altra metà resta in Bot e con quella soddisfa la riserva obbligatoria. Quindi per questa ragione fondamentale è chiaro che i Bot, insieme con i depositi a vista sulla banca centrale e la valuta e il circolante, costituiscono gli elementi fondamentali della base monetaria. Ora, a quanto mi risulta, mi pare che questo sia il punto di vista abbastanza accettato da tutti...

*Ercolani*⁵³ – Io avrei un paio di osservazioni da fare. Mi sembra che qui manchino altri debiti del Tesoro, oltre a questi Bot che appunto sono liquidità perché vengono scambiati liberamente. Ci sono anche altri depositi che

il pubblico può avere nei confronti del Tesoro, anche tramite le casse postali, come ad esempio corti correnti postali ecc. Quindi questi andrebbero assimilati ai Bot perché sono moneta o trasformabili in moneta.

Modigliani – Questo è un punto sul quale abbiamo avuto molte discussioni nel nostro gruppo. Ora bisogna forse dir questo, che al di sotto di queste definizioni c'è un'idea concreta di qual è la molla che fa scattare l'espansione dei depositi. Da questo punto di vista ci è parso più utile trattare la Cassa depositi e prestiti in maniera leggermente diversa, cioè dire che non appare direttamente tra le fonti⁵⁴, poiché fra le fonti della base monetaria c'è la voce Tesoro calcolata così: il deficit di tesoreria meno quella parte di esso che è finanziata dalla Cassa. E quindi in questa maniera i depositi presso la Cassa vengono assimilati a qualsiasi altro deposito.

Ercolani – Sì, questo è un concetto, diciamo così, istituzionale. Ma il Tesoro crea liquidità con tutti i suoi debiti a breve, compresi quelli che, a parte la descrizione istituzionale, da un punto di vista concettuale, gli affluiscono direttamente tramite la cassa postale, la Cassa depositi e prestiti, ecc. Quindi che differenza c'è? Essendo il Tesoro un creatore di base monetaria, cioè una fonte primaria di liquidità, che differenza c'è tra i debiti a breve che assume attraverso l'emissione di Bot o i debiti a breve che assume attraverso i conti correnti postali?

Modigliani – Come vedremo il nostro lavoro, fino al momento presente, suggerisce che i Bot siano la liquidità per eccellenza del sistema bancario. Cioè effettivamente il sistema bancario, quando ha liquidità in eccesso, quando ha liquidità libera, se non la deposita presso la Banca d'Italia che rende lo 0,5 %, se non la tiene in contanti che rendono zero, ci domandiamo dove vengono messe quelle disponibilità che, in realtà, sono abbastanza stabili rispetto alle necessità delle transazioni (sono proporzionali ai depositi)? Vanno a finire in Bot. Quindi i Bot sono una componente fondamentale delle riserve liquide delle banche. Questo non è affatto vero per i depositi presso le casse postali, i quali sono indistinguibili da qualunque altro deposito. È soltanto un fatto tecnico che un individuo trasferisce dalla Cassa depositi e prestiti a una banca. In questo processo creerebbe liquidità, ma se crea liquidità dipende da ciò che controlla la voce Tesoro. E questa è una delle domande fondamentali che noi vogliamo porci: fino a che punto la voce Tesoro è controllata dall'autorità monetaria? E a questo punto vorrei chiarire questo: siccome in Italia la base monetaria è un misto di banca centrale e Tesoro, quando si parla di autorità monetaria si intende di decisioni prese nell'ambito monetario; altra cosa sono le decisioni prese in comunione con il Tesoro, per ridurre il costo degli interessi del Tesoro. Quelle decisioni sono fatte sulla base di criteri monetari (i quali, penso, vengano stabiliti dalla banca centrale, ma potrebbero essere, al limite, stabiliti anche dal ministro del Tesoro), rientrano nel nostro studio. Cioè noi vediam-

mo il nostro lavoro come uno studio del meccanismo monetario, chiunque sia la persona che prende le decisioni. La questione fondamentale è se questo finanziamento del Tesoro è deciso sulla base delle necessità monetarie del sistema oppure no. In questa chiave, il fatto che la Cassa depositi e prestiti assorba o crei non ha più importanza perché, data la spesa, il Tesoro si avvale di più o di meno di un finanziamento, a seconda dell'ammontare dell'altra forma di finanziamento.

Ercolani – Lei, nella base monetaria del pubblico, ha i Bot in mano al pubblico. Lei ha detto giustamente che i Bot sono proprio un tipico strumento di detenzione di liquidità da parte delle banche, allora le posso dire che i conti correnti postali sono il tipico strumento di liquidità, di fonte primaria del Tesoro, detenuto dal pubblico. Avendo lei due categorie, la base monetaria del pubblico e la base monetaria delle banche, i conti correnti postali e le altre attività a breve simili, questi si potrebbero mettere nella prima categoria e corrispondentemente aumentare la creazione di liquidità diretta da parte del bilancio dello Stato.

Modigliani – Le faccio un'osservazione: abbiamo messo i Bot in mano al pubblico essenzialmente per ragioni storiche. Oggi i Bot in mano al pubblico sono una quantità trascurabile ma nulla ci garantisce che non aumentino in futuro. Questo ci riporta ancora al problema se ci troviamo di fronte a un *tap system* oppure no. Il sistema pre-

sente ha l'effetto di concentrare i Bot in mano alle banche perché hanno un rendimento basso, e dunque il pubblico li fugge. In una parola: non è un tipo di strumento che oggi sia particolarmente amato dal pubblico. Il risparmiatore preferisce dare le sue disponibilità alla banca, dove gli offrono il deposito al 4 %, al 5 % più lo scartellamento⁵⁵ su cui non paga tasse ecc. piuttosto che tenersi dei Bot. Questo è ciò che succede oggi, ma nessuno può escludere che in un futuro i Bot siano assorbiti dal pubblico.

Ercolani – Se qui si stabilisce che siano creatori primari, fonti originari di liquidità, tanto la Banca d'Italia che il Tesoro, qualunque debito a breve di questi due organismi dev'essere considerato come creazione della liquidità. In che cosa si distinguono questi dalle altre fonti di liquidità? Si distinguono dal fatto che questi possono creare liquidità a piacere, mentre il sistema bancario ha solo bisogno della creazione delle fonti originali per poi crearci sopra i propri depositi. Sono Tesoro e Banca d'Italia che possono indebitarsi liberamente nei limiti in cui questi mezzi vengono richiesti dal pubblico, sotto forma di emissione di biglietti, sotto forma di conti correnti postali, sotto forma di Bot, sotto forma di qualsiasi debito a breve che sia disposti ad emettere e che il pubblico sia disposto ad accettare. Quindi farei proprio questa distinzione netta fra creatori di base monetaria. Qui giustamente sono stati fusi Tesoro e Banca d'Italia e allora tutti i debiti a breve che questi organismi creano. L'anello successi-

vo è la creazione di liquidità da parte delle banche che utilizzano per sviluppare il loro credito quella fetta di base monetaria che non è trattenuta dal pubblico.

Modigliani – Bene, questo qui, diciamo, è un discorso che noi abbiamo in un certo senso già superato. In parte appunto perché questa liquidità primaria che si crea presso la Cassa depositi e prestiti è una liquidità che, a differenza di quella bancaria, è per natura un po' come il circolante e si può mettere da una parte o dall'altra.

Ercolani – Se non ci fosse la Cassa depositi e prestiti, che del resto poi è una direzione generale del Tesoro⁵⁶, se non ci fossero le Casse di risparmio postali e quindi gli sportelli, e invece ci fossero sportelli che il Tesoro gestisse direttamente raccogliendo, che so, «conti correnti presso il Tesoro» invece che conti correnti postali, «depositi presso il Tesoro» invece che depositi postali, allora noi non avremmo dubbi nell'immetterli qua, per il semplice fatto che ci sarebbe una ragione istituzionale.

Carli – Secondo me c'è un'altra considerazione di carattere istituzionale che conferma quanto dichiara Ercolani: il Governo ha presentato una legge al parlamento in forza della quale la Cassa depositi e prestiti sarebbe autorizzata ad emettere cartelle di credito comunale⁵⁷; questo è un titolo che avrebbe una natura non diversa da un titolo di Stato, quindi non è assimilabile alla moneta, in quanto chi possieda questo titolo non lo può tra-

sformare in moneta, se non subendo la eventuale perdita o viceversa conseguendo l'eventuale guadagno, in funzione della quotazione di questo titolo nel mercato. Quindi effettivamente la Cassa, in futuro, sarà quella che accoglierà disponibilità del pubblico, nella duplice forma di conti correnti postali che attribuiscono al pubblico la facoltà di monetizzarli in qualsiasi istante senza perdita alcuna, e invece altre disponibilità saranno da essa raccolte in quell'altra forma, certamente non assimilabile alla prima. In fondo, anche la Cassa, a somiglianza dello Stato, si finanzia a medio e lungo termine e a breve termine, cioè anch'essa avrà il suo titolo di Stato che è rappresentato dalle cartelle di credito comunale.

Baffi – Loro qui⁵⁸ nella parte sinistra distinguono tre fonti di creazioni di liquidità. Queste fonti distribuiscono gli effetti dai due lati del passivo ossia come liquidità del pubblico e come liquidità delle banche. Siccome il fattore strategicamente rilevante è la liquidità delle banche ai fini del volume del credito e così via ogni qualvolta nell'attivo ci sia un fattore il quale distribuisse gli effetti soltanto sulla liquidità del pubblico...

Carli – Cioè va sempre nel pubblico, mentre la circolazione e i Bot sono mobili, si spostano dal pubblico alle banche e viceversa, questo invece si concentra soltanto nel pubblico.

Modigliani – Mi permetta di spiegare due punti per cui io preferisco questo sistema.

a) Se noi accettassimo questa proposta e mettessimo tutta la Cassa depositi e prestiti tra le fonti primarie, e chiaramente, se tra le fonti ci sono tutti i depositi della Cassa, allora tra gli usi, bisogna metterci tutti gli usi che ne fa la Cassa: cioè crediti al Tesoro, crediti di finanziamento agli enti locali, finanziamento di case popolari, tutto questo. Qui avremmo allora tra gli usi della base monetaria uno che sfugge quasi completamente al vostro controllo⁵⁹. Invece in questa maniera noi rimettiamo nel Tesoro quella parte di esso che non è finanziata a breve...

b) Il metodo di includere tutta la Cassa depositi e prestiti nelle fonti e negli usi è più o meno utile a seconda che si veda il finanziamento del Tesoro come una voce in cui è stata fissata in anticipo l'entità dell'indebitamento a lunga, per cui se il pubblico dà meno fondi alla Cassa e più al sistema, allora il Tesoro ha bisogno di più fondi. Allora qui l'argomento sarebbe che il Tesoro allora si rifà sulla Banca d'Italia.

Ercolani – Credo che sia pericoloso andare a vedere gli usi che fa il Tesoro delle somme che si procura a breve termine. Che ne sappiamo quale uso ne ha fatto il Tesoro? E penso anche a queste voci isolate che voi avete messo qui come creazione di base monetaria retribuibili al Tesoro? Non sappiamo... è indifferente l'uso che ne fa.

Modigliani – No, perché sono a bilancio.

Ercolani – Noi usiamo dei criteri istituzionali. Ora, se noi pensiamo idealmente a un conto consolidato del Tesoro e della Cassa depositi e prestiti allora si avrà da un lato un Tesoro gonfiato con le spese della Cassa, o anche per le spese che non fa (e il Tesoro che riceve direttamente questi fondi e ci fa le spese di bilancio, di tesoreria ecc.) e dall'altra parte abbiamo la base monetaria gonfiata con queste. Ora il ragionamento che si può accettare è quello poc'anzi fatto dal dottor Baffi, cioè che si vuol fare un netto anziché mettere le cifre al lordo. Però dal punto di vista globale, ragionando al lordo, qui si dovrebbero mettere sia al passivo (vale a dire la creazione della base monetaria) che all'attivo tutti i debiti a breve di quegli organismi che sono considerati autonomi.

Modigliani – Dal punto di vista logico, non ho nessuna obiezione a quello che lei dice. Mi chiedo soltanto cosa sia praticamente utile per un'autorità monetaria. Il deficit di cassa del Tesoro deriva in gran parte da certe leggi che dicono «il Tesoro farà certe spese in questo periodo» e tra le spese ci sono le dotazioni ai vari istituti, dotazione Iri, dotazione Imi ecc., e sono tutte stanziare a bilancio. Al contrario, se la Cassa depositi e prestiti fa credito per la costruzione di case popolari, non c'è niente che riguardi il bilancio dello Stato.

Ercolani – Questo non lo può dire, professore, perché il Tesoro spende al di fuori del bilancio per mille ragioni. Quindi non si può mai prevedere quale sarà la spesa del Tesoro in termini di cassa⁶⁰. Non lo si potrà mai prevedere attraverso il bilancio. C'è una massa di voci di tesoreria che fluttuano avanti e indietro... sa, i residui... quello che dicevo io era: lasciamo perdere gli usi che il Tesoro fa delle somme che gli pervengono attraverso il finanziamento a breve. Se davvero concepiamo il Tesoro come un creatore di base monetaria, bisogna metterci allora tutto l'indebitamento a breve, oppure fare il ragionamento che faceva il dottor Baffi, che siccome questo praticamente non fa altro che gonfiare la base monetaria si taglia e si fa un netto.

Modigliani – Io parlo soltanto di un suggerimento concreto e pratico...

Ercolani – ... ma non perché ne facciano un uso diverso la Cassa depositi e prestiti e il Tesoro.

*Fazio*⁶¹ – Il concetto di uso è differente. Non è come spendono quei soldi ma dove vanno a finire: i depositi postali chi li ha in mano?

Ercolani – No, diceva così perché le spese di bilancio si possono prevedere.

Fazio – Ma non interessano le spese di bilancio, qui interessa: i depositi postali ce li ha il pubblico o ce li hanno

le banche? In questo caso ce li ha tutti il pubblico. Ora appunto, l'interessante è che quando si fanno certe equazioni di comportamento, si tenga presente ciò che agisce o ciò che non agisce. Effettivamente, dal punto di vista della logica pura, si possono trattare i depositi postali come del tutto equivalenti al circolante, a costo però di metterci dalla parte degli usi un qualche cosa che credo l'autorità monetaria largamente non controlli, cioè tutto quello che la Cassa depositi e prestiti fa oltre finanziare il Tesoro.

Ercolani – È controllato come è controllata qualsiasi spesa di bilancio del Tesoro, allo stesso modo, essendo la Cassa depositi e prestiti un organismo gestito da un consiglio di amministrazione presieduto dal ministro del Tesoro ed essendo la Cassa una direzione generale del Tesoro, praticamente è sotto le sue grinfie.

Fazio – Volevo dire semplicemente questo. Dal punto di vista degli usi noi dobbiamo vedere che una parte di quella base monetaria creata sta nelle mani del pubblico, anzi è il pubblico stesso che, con il suo comportamento, ne crea una parte.

Sarcinelli – I depositi postali sono una certa funzione del reddito nazionale. Se c'è una cosa che si può prevedere benissimo sono i depositi che affluiscono alle casse postali. Sono stabili. Ora il problema vero è un altro: ci interessa questo oppure no? Se a noi non interessa, possiamo anche prendere il netto come diceva prima il dottor

Baffi, lo deduciamo... e la variabile strategica sulla quale noi dobbiamo attirare l'attenzione non sarebbe più questo lordo, ma effettivamente quanto il Tesoro scarica fuori.

Fazio – Tu devi vedere quanto raccogli...

Modigliani – Se veniamo veramente alla sostanza della faccenda, il nostro problema è questo: che qui c'è una voce Tesoro. Che cos'è la voce Tesoro? Intendiamoci, tutte queste partite che sono entrate qui: «titoli di Stato posseduti da privati».

Baffi – Cosa vuol dire «posseduti da privati»?

Modigliani – Vuol dire posseduti da Banca d'Italia-Ufficio italiano dei cambi e quindi posseduti anche da banche. Per privati si intende economia, in generale. Ora il punto centrale è che tutte le voci vanno intese come incrementi: nella fonte-Tesoro l'incremento nel Tesoro è uguale al deficit lordo di cassa meno i depositi postali e i titoli di stato posseduti dai privati⁶², questa è l'equazione fondamentale.

La domanda che ci dobbiamo porre è se l'autorità monetaria controlla l'entità di questa partita. Il deficit lordo di cassa dobbiamo vederlo come una variabile che è esogena alla Banca, nel senso che la Banca contribuirà a stabilire quel deficit, però quella è un'operazione fiscale al di fuori della Banca⁶³. Data la spesa, la somma dei

titoli di stato e depositi postali, possiamo pensare che essa sia largamente controllata dalla banca centrale. Il che vuol dire che se i depositi non mancano, il Tesoro sarà invitato ad indebitarsi attraverso i titoli, a meno che non si desideri incrementare la base monetaria.

Carli – Come si inserisce in questo discorso? Non si inserisce! Nel senso che il contributo alla base monetaria che viene dal Tesoro è la differenza tra il deficit e quello che il Tesoro raccoglie dal pubblico. Dal pubblico raccoglie in due maniere: o attraverso la Cassa depositi e prestiti, o attraverso i titoli. Facciamo questa ipotesi: che a un certo punto la Cassa non raccogliesse depositi e la banca centrale non volesse aumentare la base monetaria; secondo me, sarebbe naturale che la Banca invitasse il Tesoro ad indebitarsi nel sistema.

Si tratta di una decisione prettamente di carattere monetario. Che sia presa dal Tesoro o da noi o congiuntamente mi pare irrilevante, in via di fatto è presa da noi, però sempre bilanciamo tra due opposte esigenze: determinare la base monetaria in modo da contenere l'espansione di credito entro certi limiti; esercitare un certo effetto di contenimento sui saggi di interesse. Più di una volta ci siamo trovati di fronte al conflitto tra le due esigenze: non costringere il Tesoro a collocare troppi titoli nel pubblico; impedire che il collocamento dei titoli presso di noi provochi un'espansione della base monetaria, oltre i limiti compatibili con quella espansione di credito che giudichiamo (a torto o a ragione) conforme ai

nostri obiettivi. Secondo noi, dato un certo livello di tassi d'interesse non possiamo escludere dal mercato altre domande concorrenti con quelle del Tesoro, quindi la domanda del Tesoro si sommerebbe a quelle domande e in questo caso la reazione sarebbe sui tassi d'interesse. Ci si presenta di nuovo questo problema: dobbiamo forse intervenire espandendo la base monetaria? In ogni caso, sono sempre decisioni che prendiamo noi. Tuttavia, abbiamo una serie di vincoli che limitano grandemente la nostra discrezionalità⁶⁴.

Modigliani – È il conflitto della limitazione di bilancio, cioè il fatto che la Nazione risparmia quello che può, e se un settore assorbe tutte queste disponibilità, gli altri settori restano a mani vuote. E quindi se il governo vuole assorbire molte disponibilità, resta solo la scelta se sacrificare il settore privato, e lasciarlo a secco, oppure se soddisfare tutti, creando inflazione.

Ma il punto che mi preme chiarire è proprio se questa scelta è ben chiara nella mente di chi fa politica economica. Oppure se può anche capitare che senza motivo il governo prende e crea un sacco di base monetaria.

Carli – Insomma, noi nel decidere quanta parte il Tesoro deve attingere dal mercato, nel razionare la richiesta sul mercato da parte degli enti (nei limiti nei quali ciò è possibile), teniamo conto che esse hanno certi programmi e teniamo conto che se noi non consentiamo loro l'accesso al mercato dei capitali, quando si tratti di program-

mi che non possono essere interrotti, chiedono di più al credito ordinario. Ma se chiedono di più al credito ordinario, l'effetto ultimo è sempre quello di scacciare le imprese. Il problema è di quali imprese vengono scacciate e nel nostro sistema, alla fine, le imprese scacciate sono sempre le medie e le piccole.

Modigliani – Questo dipende un po' da come è fatto...

Carli – Sì, però, se noi mandiamo il Tesoro sul mercato perché in caso contrario vi sarebbe un'espansione di base monetaria che noi giudicheremmo eccessiva, e se noi nello stesso tempo non abbiamo la forza di ridurre la domanda da parte di certi enti tra i quali colloco l'Iri, l'Eni, l'Enel, ovvero se noi abbiamo questa forza ma non abbiamo la forza di interrompere i loro programmi e questi chiedono più credito ordinario, ad essere scacciate sono, nel settore del credito ordinario, sempre le imprese medie e piccole. In fondo è quello che abbiamo visto chiaramente nel 1962-'63: proprio nel settore del credito ordinario si ridisegnarono i rapporti fra le imprese pubbliche e le imprese private. Cioè, quell'azione di contenimento che noi esercitammo nei confronti delle imprese pubbliche, in ultima istanza, si scaricò sulle imprese private. Un'azione di freno esercitato sugli enti pubblici, i quali chiedevano di accedere in più larga misura al mercato dei capitali, li indusse a chiedere di più al credito ordinario. L'effetto ultimo fu la cacciata delle medie e piccole imprese. La conclusione? Se noi

avessimo voluto evitare ciò, avremmo dovuto giungere a un razionamento anche del credito ordinario⁶⁵.

Modigliani – ... Lei ha incluso Iri, Eni ed Enel... li ha inclusi come fossero del tutto equiparati al Tesoro, mentre invece noi fino a ora li abbiamo considerati come parte del sistema del settore industriale e cioè come se facessero investimenti economicamente produttivi nel senso privato (non produttivi nel senso sociale come fa invece il governo). Ora lei vede... in questo che c'è una tendenza a vedere questi tre istituti come un qualcosa di ibrido, di mediano...

Baffi – Ma forse non varrebbe la pena di far riferimento, invece che alla distinzione tra pubblico e privato, a quella tra grandi e piccoli?

Carli – C'è anche questo, ma è importante anche la considerazione del pubblico e privato. Come sa anche questa proporzione oggi deve essere rettificata parzialmente perché le Ferrovie dello Stato, entro certi limiti, possono far ricorso alle banche e siccome sono azienda autonoma e siccome incidono sul Tesoro quindi indirettamente è il Tesoro che fa ricorso alle banche.

Modigliani – È certamente vero che quando si tratta di schiacciare qualcuno è molto difficile schiacciare i grossi. La ragione per cui è difficile schiacciare i grossi è perché il grosso ha le sue banche e ha tante cose.

Carli – Non è da quella parte che gli deriva la sua forza. Gli deriva dal fatto che il programma di investimento pubblico nel nostro sistema ha certamente una priorità rispetto a quella degli investimenti privati, in parte anche in relazione alle circostanze che nel settore delle *public utilities*...

Modigliani – ... che se il Comitato del credito non gli permette di fare una emissione questi riescono non di meno ad avere credito...

Carli – Se hanno degli investimenti in corso noi potremmo arrivare anche a questo, però è più difficile, quindi dico che vi sono successive linee di resistenza. Quindi, la prima linea di resistenza è: non ti consento di effettuare l'emissione; ti invito a ritardare l'emissione; in parte questo si riflette in una distribuzione nel tempo. Prendiamo un esempio: l'Italsider costruiva l'impianto di Taranto, la nostra azione quale effetto ha prodotto? Ha prodotto l'effetto di ritardare l'inizio di nuovi lavori presso l'impianto di Piombino, ma non ha provocato l'effetto di interrompere presso l'impianto di Taranto, e in verità neanche noi lo desideravamo.

Modigliani – È estremamente difficile anche per un'impresa privata di impedirgli di condurre a termine...

Sarcinelli – Il problema è soprattutto dei grossi. Il fatto che siano pubblici può avere una certa importanza, però il fatto è che se la contabilità nazionale ce li mette nel

settore privato ad un certo momento bisogna pur tenerne conto...

Carli – Io sono d'accordo che debbono essere mantenuti in quel settore. Sono d'accordo... benché il loro comportamento sia meno flessibile di quello delle imprese private propriamente dette... ma non c'è dubbio che è pur sempre influenzato da considerazioni di mercato. Io volevo soltanto descrivere quello che accade in linea di fatto, per confermare che queste decisioni sono prese dalle autorità monetarie, cioè Tesoro-Banca d'Italia. Anche il programma delle recenti emissioni concordato con il ministro del Tesoro è dominato esclusivamente da preoccupazioni di carattere monetario di medio e di brevissimo periodo. Per esempio, il modo con il quale è intervenuta la Banca d'Italia, il modo con il quale la Banca d'Italia le colloca sul mercato, sono considerazioni meramente monetarie.

Modigliani – Abbiamo riletto uno scritto del dottor Baffi⁶⁶, nel quale affermava esplicitamente questo: e cioè in sostanza la somma di queste tre voci: Bot più conti correnti del Tesoro, più titoli di Stato posseduti dalla Banca d'Italia, la somma di queste tre voci è sempre stata tenuta entro limiti dettati da considerazioni monetarie. Non so se il dottor Baffi ancora è d'accordo con questa frase che scrisse nel '62, mi pare. Ora si può anche chiedere se vi fossero stati dei periodi particolari in cui sia uscita fuori controllo, se questi periodi sono esistiti sarebbe

molto importante sapere quali sono; periodi in cui il totale di queste voci è scappato di mano. Si capisce che non si possono controllare di giorno in giorno, perché un'emissione a lunga del Tesoro non si può fare da un giorno all'altro, quindi se in un particolare mese la Cassa depositi e prestiti fa spese di altro genere e il Tesoro non raccoglie dalla Cassa, allora in quel mese inevitabilmente verrà a ricadere sulla Banca d'Italia. Ma questi sono movimenti mensili, la questione è se prendiamo una vista un pochino più ampia, un tre mesi, un sei mesi, è possibile dire quanta liquidità è creata dal Tesoro e quanta è controllata dall'autorità monetaria?

Carli – Quello che non è controllato è il conto corrente dei tesoreria⁶⁷ però...

Modigliani – Non la somma dei tre?

Carli – In linea di fatto, forse sta bene dire la somma dei tre però è piuttosto la somma dei due, perché Bot e conto corrente della tesoreria in parte sono intercambiabili.

Modigliani – Appunto, ma i titoli di Stato posseduti dalla Banca d'Italia?

Carli – Sì, la tesoreria ha facoltà di attingere al conto corrente entro certi limiti che sono fuori del nostro controllo, per legge...

Sarcinelli – Io mi ricordo che quando nel 1963 al Tesoro si è dovuto far capire che era meglio che cambiasse un certo tipo di politica, la Banca d'Italia ha permesso che il conto corrente salisse. Il conto corrente saliva, il corso dei titoli di Stato si abbassava, il Tesoro ha capito e ha cambiato rotta. È chiaro che in quei due mesi, in quel mese, in cui effettivamente il Tesoro sembrava voler fare cose da pazzi⁶⁸ la Banca d'Italia era, per così dire, col coltello rivolto dalla parte della lama, ma passati i due mesi, quando il Tesoro si è visto che il suo conto corrente si è maggiorato di 800 miliardi in un anno perché è passato da + 300 a - 500, e aveva probabilmente da prelevare altri 3-500 miliardi perché altrimenti non poteva fare più niente e intanto i suoi titoli stavano perdendo quota (e il Tesoro è molto sensibile al fatto che le quotazioni dei propri titoli si abbassano), allora le autorità monetarie, sempre nel complesso Tesoro e Banca d'Italia, hanno ripreso il controllo della situazione. Cioè il problema del conto corrente è sempre da vedere globalmente. È vero che per il conto corrente c'è soltanto un problema di più: cioè il fatto che fino al 14 % della spesa statale è autonomo, ma siccome normalmente in totale se si mettono i Bot della Banca d'Italia, i titoli, ecc., arriviamo a parecchio di più, è chiaro che...

Carli – Sì, sì, infatti ho sempre sostenuto con il ministro del Tesoro che indipendentemente dalla loro decisione di effettuare emissioni dovevano aver chiaro in mente che qualora ci fossero stati prelievi eccessivi dal conto corrente di

tesoreria, noi li avremmo compensati vendendo titoli del nostro portafoglio, spingendo così il Tesoro a ricorrere al mercato.

Modigliani – Lei dice: per legge il Tesoro può arrivare fino al 14%. Ma a me non interessa cosa succede per legge, io voglio sapere questo: voi siete in grado di prevedere all'incirca quanto il Tesoro tirerà sul suo conto corrente nel mese seguente? e se voi ritenete che questa entità non vada bene, glielo dite? cioè avete un controllo su quella voce, nel senso che non è che vi colga di sorpresa? ovviamente, tengo ben conto del fatto che in certi momenti voi stessi ammettete che dovete lasciar correre, perché è l'unica cosa da fare se nei prossimi 15 giorni il Tesoro non ha i soldi sufficienti per pagare... Ma se veramente il Tesoro, liberamente, può far oscillare il deposito tra un più o meno 14%, questo da solo può creare una base monetaria spaventosa. Quindi mi sembra che nell'andamento di questo conto corrente c'è qualcosa che, insieme all'emissione di Bot voi riuscite a controllare, anche se ovviamente l'autorità monetaria ha sempre in mente anche l'interesse del Tesoro.

Carli – Questa collaborazione con il Tesoro è accentuata da questa circostanza: che se questa componente si muove in misura che noi giudichiamo non coerente con una certa dimensione della base monetaria, loro sanno che agiamo su un'altra componente, cioè sul risconto...

Modigliani – Ora questo conduce ad una sottodomanda che si collega al discorso del *tap system*.

Carli – Però può sempre avvenire che, in certe situazioni, ci rompiamo la testa contro una occorrenza di spesa che è davvero fuori controllo, soprattutto quando si sia in presenza di una liquefazione di residui, che non è controllata da nessuno e quindi il volume di titoli che dovrebbero essere emessi ci pone dei problemi molto seri.

Sarcinelli – Ma non trascuriamo la legge dell'entropia... voglio dire... che in realtà la liquefazione a cui lei accenna è una cosa che avviene molto gradualmente. O si raffredda o si riscalda con movimenti molto lenti, cioè questo nostro timore che dall'indomani mattina tutti quanti si trovano e vanno al Tesoro dicendo «dateci subito gli altri 4 mila miliardi di residui»... insomma, è tutto quanto possibile, ma io ho sempre l'impressione che sia difficile...

Modigliani – A questo punto vorrei fare una domanda anche molto concreta: esiste, suppongo, una previsione del deficit di cassa del Tesoro a una certa distanza (quello su cui si può lavorare è molto breve purtroppo)...

Carli – Nemmeno il trimestre.

Modigliani – Mi accennava Andreatta⁶⁹, che gli uffici del Bilancio stanno cercando di ottenere delle previsioni

migliori da parte dei ministeri, e questo chiaramente sarebbe un aumento di controllo della situazione.

Carli – Può ben immaginare quanto sia convinto che ciò si debba fare. Tuttavia non partecipo interamente dell'ottimismo di Andreatta, perché le partite che provocano nel nostro sistema le grosse oscillazioni non sono quelle su cui questi funzionari siano in grado di dare indicazioni. Perché, per esempio, ho avuto il rapporto della posta, che a sua volta è legata con la previdenza sociale, e da lì vengono fuori dei movimenti che in parte veramente, per ora, nel nostro sistema, non si riescono ad afferrare. Cioè questo lavoro che loro stanno facendo, e che deve essere fatto, però è un lavoro che metterà sotto controllo tutta la zona dei residui propri. Ma c'è tutta una zona di residui impropri che incidono e sviluppano i movimenti più grossi, i quali difficilmente possono essere portati sotto questo controllo.

Modigliani – Chi è che effettivamente controlla, determina la emissione di Bot? Chi è che decide?

Carli – Ora la nostra intenzione sarebbe quella, una volta che, magari anche per una serie di circostanze accidentali, siamo riusciti a portare il conto del Tesoro più o meno al pareggio (noi speriamo a partire dal 1968), di commisurare l'emissione all'effettivo fabbisogno di cassa. Allora nascerà poi il problema: quanta parte ne prenderemo noi, quanta parte andrà sul mer-

cato e allora può darsi che cominci una certa oscillazione anche nei tassi.

Modigliani – Ora facciamo un'osservazione *en passant* su questa questione della stabilità del tasso sui Bot. L'ipotesi che avanzo è che quando si è abbandonato il *tap-system* nel novembre '62 e si è passato a quello che era un sistema nuovo, in realtà nulla è mutato. Perché nulla è mutato? Perché c'è un prezzo minimo che si può offrire: 96,50, al di sotto di quello non si può andare; ora sempre in questo periodo, con l'eccezione di tre mesi, alla fine del '64 mi pare, la Banca d'Italia ha sempre avuto in mano uno stock notevole di Bot. Questi Bot venivano venduti alle banche su domanda al prezzo dell'ultima asta, per cui il singolo istituto sapeva che se anche non si presentavano all'asta il giorno dopo andava alla Banca e l'otteneva a quel prezzo, quindi non potevano offrire un prezzo minore e non c'era ragione di offrire un prezzo maggiore perché a quel prezzo potevano ottenere dalla Banca quello che volevano. Dunque in realtà il sistema che si usa adesso è un *tap-system*, soltanto che il *tap* è la Banca d'Italia. Ci sono soltanto tre eccezioni in questo, in tre mesi, alla fine del '65 mi pare, la Banca d'Italia arrivò a uno stock di soli 6 miliardi e in quei tre mesi chiaramente il mercato cominciò a preoccuparsi, incominciarono a domandare più titoli di quelli che ebbero e se questo fosse proseguito probabilmente avremmo osservato che le banche, non avendo ottenuto i Bot che volevano, avrebbero cominciato ad offrire un prezzo più alto. Quindi è chiaro che se si vuole

che quel mercato non sia più un *tap-system* occorre a) o che la Banca d'Italia non abbia più di queste cose in mano, per cui se le banche non comprano all'asta, sanno di non poterle avere in un secondo momento, b) o che la Banca si rifiuti di venderli, eccetto un sovrapprezzo o quello che sia. Questo qui può essere un sistema iniziale per indurli... Se capisco bene però c'è una regola che proibisce di offrire meno di 96,50... mi pare che 96,50 sia il prezzo minimo che possano offrire.

Sarcinelli – Si parla di un sovrapprezzo, ma quello si può benissimo cambiare con un decreto ministeriale, come è stato fissato.

Modigliani – Mi pare che in questo sistema le banche non offrano mai una cosa diversa dal 3,50, che il prezzo resterà circa quello, e che questo impedisce anche il movimento da un mese all'altro. Cioè c'è un'attesa dell'andamento futuro dell'interesse a breve che sconsiglia alle banche di offrire un prezzo maggiore. Se non lo posso avere al 3,50, o me lo danno adesso o me lo danno il mese prossimo, a me non importa: meglio aspettare un mese piuttosto che offrire il 97, perché allora il mese dopo che il prezzo ritorna al 3,50 ho perso in conto capitale. Al momento, i Bot sono decisi dalla banca centrale. Se si vuole spingere il sistema occorre levargli questo *floor*. Per indurre le banche ad espandere il credito commerciale e l'investimento in titoli evidentemente si è deciso che la banca centrale dovesse avere un buon stock di Bot.

Oggi lo stock è tornato molto basso: a settembre l'ultima cifra era soltanto 18 miliardi. Questo è a un passo dal limite di pericolo, cioè a un punto in cui le banche possono rendersi conto che se non vengono all'asta potrebbero non avere i titoli. D'altra parte, mi sembra anche che se questo si fa, sia bene dare ampia avvertenza alle banche e in fondo questa idea di Sarcinelli di cominciare a educarli e andare all'asta dicendo loro che i Bot li potranno comprare anche il giorno dopo l'asta, ma che in quel caso dovranno pagare una commissione, in questo modo si abitueranno e sarà più facile arrivare a un mercato completamente libero.

Carli – La nostra intenzione sarebbe nel corso del '68 di commisurare l'entità dell'emissione all'effettiva occorrenza di cassa del Tesoro.

Modigliani – Cioè a quelle effettive esigenze di cassa che non saranno soddisfatte attraverso il conto corrente.

Carli – Esatto, cioè tenere il conto corrente in prossimità dello 0 quindi soddisfare la interezza delle occorrenze di cassa con Bot e mandare quanto più è possibile di essi al mercato e quindi il sistema bancario, data una certa base monetaria esistente in quel momento, o li assorbe tutti, oppure per collocarli occorre abbassare il prezzo.

Modigliani – L'importanza di questo è fondamentale. Nel sistema che è esistito fino ad oggi c'è sempre stato

un *plafond* al rendimento della liquidità. La liquidità in effetti ha sempre reso il 3,50%, perché le banche avevano sempre maniera di investire qualunque fondo liquido in Bot che rendeva il 3,50%.

Fazio – C'è anche il problema delle anticipazioni che rendono sempre il 3,50%, conviene sempre ripagare qualcosa che costa 3,50%. Naturalmente non tutte le banche sono indebitate, c'è un sistema di conti interbancari che non funziona perfettamente ma l'altro *plafond* è dato da questo fatto del margine utilizzato.

Modigliani – Ma quando le banche hanno liquidità, hanno un sacco di liquidità, che non hanno mai avuto a partire dal '62, si ripagheranno il margine utilizzato entro certi limiti, ma oltre quei limiti hanno sempre assicurato un rendimento del 3,5...

Masera – Ma le esigenze di cassa del Tesoro non sono tali da condurre praticamente, anziché a un sovrapprezzo, a uno sconto rispetto al tasso normale, quindi il tasso di interesse tenderà sempre ad andare oltre il 3,62 come è oggi, se devono coprire tutte le esigenze di cassa.

Modigliani – Effettivamente su questo punto mi permetterei di suggerire che le esigenze di cassa non sono forse il criterio giusto da usare, nel senso che in un periodo in cui si voglia veramente forzare in giù i tassi con-

viene tenere molto scarsa l'emissione di Bot, al limite, ridurla quasi a zero, in modo che le banche non abbiano nessun rendimento: la sola alternativa che gli resta sono i depositi con la Banca d'Italia che rendono o zero o, se vincolati, l'1 o il 2. Allora veramente abbiamo un *floor* che diventa molto più basso.

Sarcinelli – La Banca d'Italia aumenterà la base monetaria in maniera da permettere alle aziende di credito di comprarsi quei Bot al tasso che noi desideriamo. Il problema è sempre di fornire quella sufficiente base monetaria che permetta al sistema di funzionare al livello che si desidera. È chiaro, se noi vogliamo un innalzamento dei tassi d'interesse sul mercato italiano l'unica cosa da fare è quella che diceva il governatore, l'anno venturo il 1° di gennaio si dice: egregi signori, il Tesoro si finanzia tutto quanto sul mercato, i tassi di interesse a breve li sbatiamo al 7%.

Carli – Il che significa praticamente che diamo l'indicazione che bisogna fare delle emissioni di titoli di stato e quindi significa che bisogna prendere altri provvedimenti e quindi che il sistema non è equilibrato.

Sarcinelli – Ma questo significa che sono sempre le autorità monetarie che regolano queste quantità, cioè quale può essere lo *shift* in quello che è l'obiettivo (l'obiettivo intermedio: tenere il conto corrente del Tesoro in prossimità dello zero).

Carli – È un'affermazione che presuppone un largo disavanzo di cassa, che debba essere finanziato con titoli da collocare nell'economia, che possa dar luogo a una creazione di base monetaria eccessiva. Ci si deve rendere conto di questo pericolo quando ci si vede costretti a finanziare tutto il disavanzo con Bot e quando questi urtano, si scontrano contro una domanda insufficiente: cadono i prezzi, salgono i rendimenti, e quindi emerge l'indicazione che il mercato è soggetto a una pressione dalla domanda. Io guardavo soltanto a un lato del problema, ma si possono verificare anche fenomeni opposti: quello che avevo in mente è una domanda di mezzi liquidi da parte del Tesoro esorbitante rispetto alle altre condizioni dell'equilibrio e quindi l'opportunità di procedere alla soddisfazione di essa, provocando una serie di reazioni che da sole diano la percezione della pressione che il Tesoro esercita, e questa indicazione può essere appunto l'innalzamento del rendimento effettivo dei buoni ordinari del Tesoro. Ma non escluderei che si possa arrivare anche nel nostro Paese, sia pure entro margini piccoli, a una specie di *operation twist*, cioè fare oscillare un po' più i rendimenti a breve termine per far oscillare di meno quelli a lungo termine.

Modigliani – Una volta accettato questo punto di vista che quelle tre voci del Tesoro sono controllate dalla banca centrale, questo vuol dire che non è vero che in Italia non esista un politica di mercato aperto. Perché quella che lei ha descritto è proprio una politica di mercato aperto. Soltanto che la politica di mercato aperto in America è fatta dalla banca centrale, qui invece è fatta dicendo al

Tesoro: venditeli tu; cioè mentre in America il Tesoro li vende e la banca centrale li compra o non li compra.

Carli – Però in questi ultimi tempi noi abbiamo anche venduto, abbiamo anche mosso il nostro portafoglio.

Modigliani – Dire al Tesoro: «finanziati a lunga, non finanziarti a lunga» è equivalente ad avere effettivamente una politica di mercato aperto. Ora abbiamo esaurito una voce molto importante. Le altre due voci sono: «estero»; e poi c'è una voce ovvia, cioè «economia». Nell'aggregato «economia» ci sono obbligazioni possedute dalla Banca d'Italia. In linea di principio, la Banca d'Italia può comprare obbligazioni non del Tesoro, è un'operazione che al momento non fa, o fa scarsamente, ma in linea di massima è uno strumento che possiede. Non c'è niente che gli impedisca titoli dell'economia privata.

Carli – Sì, nei limiti dei fondi però...

Modigliani – Di quali fondi?

Carli – Dei fondi soprattutto di quiescenza⁷⁰... Noi possiamo acquistare soltanto titoli di stato e garantiti dallo Stato, quelli equiparati no.

Masera – È il fondo di riserva previdenziale che può.

Carli – Noi abbiamo equiparato tutti i titoli come

Consorzio di credito per le opere pubbliche e quando siano in contropartita di un credito del consorzio al Tesoro (le convenzioni stabiliscono che il debito del Tesoro è legato direttamente al debito del Consorzio presso il portatore delle obbligazioni e quindi noi consideriamo l'obbligazione come garantita).

Ercolani – Secondo me nella voce «obbligazioni possedute dalla Banca d'Italia» ci vanno anche i titoli con garanzia del Tesoro...

Modigliani – Che cosa vuol dire garantiti? Per esempio?

Ercolani – Si è detto⁷¹ che la Banca d'Italia possa acquistare titoli dello Stato o garantiti dallo Stato.

Carli – Secondo me più propriamente bisognerebbe considerare che i titoli di stato comprendono anche i garantiti dallo Stato...

Ercolani – ... E no, perché in quel caso non stiamo finanziando il Tesoro...

Carli – Sono d'accordo con lei. Io dicevo: i titoli che rappresentano il grosso devono essere compresi nei titoli di stato, cioè i titoli di stato comprendono anche le obbligazioni emesse per conto del Tesoro (Crediop) ma che giuridicamente sono soltanto garantite dal Tesoro. Se l'Enel emette un titolo garantito, la banca lo può acquistare.

Modigliani – Andiamo avanti. Ora, le altre tre voci grosse sono: «estero»...

Carli – Vediamo un momento «linea di credito» che cosa vuol dire.

Modigliani – Quello è uno dei nostri dubbi. Ma prima vorrei affrontare all'interno dell'«estero» questo problema: la prima voce «oro o valute Banca d'Italia-Ufficio italiano cambi» meno indebitamento delle banche verso l'estero non è altro che la voce «bilancia dei pagamenti». Ora, la domanda che faccio è fino a che punto questa voce vada vista come controllata dalla banca centrale. Non è invece interamente esogena? La bilancia commerciale è interamente esogena, ma per la bilancia dei pagamenti vale lo stesso? Cioè, i movimenti di capitale privati, a lungo e a breve, il finanziamento delle esportazioni ecc., sono tutti quanti inclusi nella bilancia dei pagamenti. Fino a che punto si deve vedere questa come uno strumento di politica monetaria? Quali strumenti esistono a quel livello?

Carli – Noi abbiamo sempre considerato che il saldo di base è esogeno nel suo complesso, nonostante riconosca che ci sono delle partite che potrebbero essere controllate⁷².

Modigliani – Per esempio il credito di valuta.

Carli – Quali crediti?

Modigliani – Il credito delle banche ai residenti in valuta.

Carli – Quello no, quello va a comporre la posizione banche, quello diventa un pezzo della posizione delle banche.

Ercolani – È la quarta voce⁷³.

Modigliani – Qui la quarta voce noi l'abbiamo definita come il debito netto verso i non residenti. Sono le attività delle banche verso l'estero cioè: depositi e impieghi a breve verso l'estero, meno i depositi dei non residenti, meno il credito ottenuto da banche estere.

Carli – Facciamo un esempio: nel nostro sistema le banche italiane si indebitavano verso l'estero per 100 milioni di dollari. Ora quando noi diciamo: tu devi avere una posizione in equilibrio, questo significa che tutti i 100 milioni di dollari devono essere impiegati all'estero. Quindi le banche non hanno possibilità di concedere crediti in valuta a residenti. O meglio, hanno questa possibilità, ma a questi effetti è neutrale perché è come se operassero in lire in quanto devono essere in equilibrio. Qui mettono del credito verso non residenti in valuta, e qui mettono un'operazione a termine in contropartita con noi che ne fa la copertura, ma questi le hanno comprate contro lire e quindi è la parte superiore che ha influito su quella inferiore.

Sarcinelli – C'è separazione, questa parte sopra è completamente indipendente.

Carli – No, non è completamente indipendente, perché se noi a un certo punto dicessimo: tu ne devi coprire solo la metà, la faccenda cambierebbe.

Sarcinelli – Un momento, allora il problema è che lei dice «voi potete fare questo ma non potete fare quello», ma nel momento attuale la gestione delle banche italiane verso l'estero è completamente separata dalla gestione delle banche italiane verso l'interno, quindi i tassi di interesse all'estero potrebbero andare alle stelle e in Italia mantenersi bassi o viceversa, perché non c'è possibilità di arbitraggio.

Carli – ... arbitraggio diretto... perché poi indirettamente ti arrivano da un'altra parte, con i crediti dei fornitori. Se tu isoli i crediti attraverso il sistema bancario da una parte, gli operatori ti aggirano da un'altra parte: sono i crediti dati da fornitori o ricevuti da fornitori, come è accaduto recentemente. Perché, l'importatore italiano può automaticamente ricevere dall'estero un credito senza autorizzazione alcuna a 12 mesi prolungabile a 24, con una semplice autorizzazione amministrativa. Allora se il tasso all'estero è basso (ed è quello che sta accadendo adesso in Germania), questo credito che non riceve attraverso il sistema bancario lo riceve direttamente dal suo fornitore straniero.

Sarcinelli – È quello che si chiama *trade-credit*.

Carli – Sì, ma incide sul saldo della bilancia dei pagamenti di base del nostro sistema e quindi sulla base monetaria...

Modigliani – Io direi che nella bilancia dei pagamenti ci sono diversi strumenti che ne controllano l'andamento, e mi domando fino a che punto questi strumenti siano della Banca d'Italia. Cioè, si può incoraggiare o scoraggiare il credito all'esportazione, per esempio attraverso l'agevolazione. E quando si incoraggia il credito all'esportazione questo ha per effetto di incidere sulla bilancia dei pagamenti. Si possono controllare i movimenti di capitale dei residenti, e questo è avvenuto già, cioè si può decidere fino a che punto i residenti italiani possono investire all'estero, fino a che punto non possono, fino a che punto le banche possono investire a lunga, perché gli investimenti a lunga delle banche non sono inclusi in quelli al netto.

Carli – Sì, perché sono assimilati ad investimenti dei privati, escono dalla posizione degli istituti di credito che qui vengono visti come un qualsiasi soggetto privato⁷⁴.

Modigliani – Ora, fino a che punto quindi questa bilancia dei pagamenti è un risultato di operazioni intese ad influenzarla?

Carli – Innegabilmente, il saldo della bilancia dei pagamenti di base in un paese nel quale sopravvive il controllo dei cambi è, in parte, il prodotto di decisioni amministrative. L'esperienza dimostra che nonostante la comunicazione imperfetta dei mercati, spesso queste decisioni trovano una correzione nel settore nel quale è consentita invece l'autonomia degli operatori. L'esempio tipico è appunto quando tu non consenti al sistema bancario di concedere direttamente crediti alle imprese, traendo mezzi dall'estero, cioè ti proponi di limitare un effetto di creazione della liquidità. Ma le imprese, ottenendo crediti direttamente dall'estero, ti costringono a creare quella liquidità passando per il saldo della bilancia dei pagamenti di base. Negli ultimi 6 mesi, o negli ultimi 9 mesi, a questo titolo abbiamo importato principalmente dalla Germania almeno 200 milioni di dollari, attraverso il credito dei fornitori. Se lei mette a confronto le due curve dei pagamenti all'estero e delle importazioni dall'estero nei primi 9 mesi del '66 e nei primi 9 mesi del '67, vedrà che esse tendono ad avvicinarsi. Questa tendenza è il prodotto di una decisione autonoma degli operatori, che si indebitano con i propri fornitori, nei limiti di un'autonomia consentita. Mi domando fino a che punto ciò che sopravvive di questo tipo di restrizioni possa essere considerato come strumenti di politica monetaria. Io credo che si potrebbe tracciare una linea di demarcazione molto grossolana, secondo la quale tutte le restrizioni che operano fuori del sistema bancario obbediscono a considerazioni diverse da quelle della

politica monetaria, cioè si propongono essenzialmente l'obiettivo di proteggere le riserve. Tutte le operazioni che passano per il sistema bancario sono governate da noi e dunque sono governate in funzione di obiettivi di politica monetaria. Quindi direi che il saldo di base della bilancia dei pagamenti, pur influenzato da un complesso di fatti amministrativi, non si deve considerare influenzato da fatti amministrativi a fini di politica monetaria. Anzi, se lei legge oggi le considerazioni del nostro ministro per il Commercio con l'Estero sulla sterlina⁷⁵, ha ampia riprova, perché credo che le nostre opinioni sono ben diverse da quelle.

Modigliani – Adesso vi leggerà attentamente, ci sono vari articoli del professor Masera sulla regolamentazione dei movimenti di capitale⁷⁶.

Carli – Viceversa abbiamo sempre considerato che la regolazione della posizione netta delle banche sia uno strumento di cui non vorremmo privarci, nonostante abbia letto nel documento redatto dai nostri esperti l'incitamento ad abbandonare questo sistema.

Modigliani – Cioè perché darebbe noia ad altri?

Carli – È una tesi che deriva dai trattati della Comunità europea, dove è prevalente l'idea che la spinta all'accelerazione e all'unificazione del mercato comune si debba trarre dal mercato dei capitali⁷⁷. Credo che sia una visio-

ne esatta. Quanto più si unifica il mercato dei capitali, tanto più si accrescono le spinte a una politica monetaria comune ed è nella politica monetaria comune che si ritroverebbe il cemento dell'unità della Comunità economica europea. Allora la tesi prevalente era che queste spinte dovevano provenire sia dai movimenti a lunga sia dai movimenti a breve e in un certo senso quanto più gli uni e gli altri avrebbero disturbato la politica monetaria così come oggi è stata condotta, tanto più si sarebbe stati indotti a coordinarli al vertice.

Modigliani – Non mi pare che sia una visione molto realistica delle cose, non immagino che i banchieri centrali sono pronti a fare un coordinamento. Io preferirei prima fare la politica monetaria comune e poi cominciare a vedere che cosa succede.

Carli – È un po' l'opinione anche di tutto lo stato maggiore della Comunità, cioè per liberare molto, devi spingere avanti la liberazione nel settore valutario.

Modigliani – Questo controllo del debito netto verso le banche estere la considero un'importante invenzione italiana... io non ho mai saputo che nessun altro paese l'abbia fatta prima ed è stata fatta in Italia in maniera superba... Al momento, noi questa variabile la trattiamo in questa maniera che quando esistono un *plafond* che sia zero o che sia negativo, vista come variabile esogena, è controllato dalla banca centrale, quando invece le banche sono libere, il che è durato non molto a lungo ma ci

sono stati periodi nel 1962-'63 fino al terzo trimestre del '63 erano libere...

Carli – Era pur sempre dettato da considerazioni di politica monetaria, anche allora.

Modigliani – ... il fatto che fosse libero era dettato da quella politica, sono d'accordo, però il fatto è che l'andamento di quella voce è questione di calcolo di profitto delle banche, mentre se dici alla banca «questo è quello che dovete fare», il calcolo di profitto sparisce e la sola scelta che gli resta è come ottenere quella posizione netta. La posizione netta lascia ancora ampio gioco per i flussi lordi, come abbiamo visto recentemente quando gli avete detto di pareggiare. E nella maggioranza dei casi che cosa è successo? Che hanno aumentato sia il passivo che l'attivo. Mi chiedo: quando non esiste un *plafond* esplicito si può assumere che le banche sono effettivamente libere di fare quello che vogliono o c'è dietro un sussurrio della Banca che gli dice «non fate questo, non fate quello»?

Carli – Nell'attuale situazione, la posizione sull'estero è sempre regolata.

Modigliani – Anche quando è apparentemente libera, cioè anche in quel periodo in cui le banche si indebitavano?

Carli – C'è un margine di libertà che è sempre sotto controllo.

Modigliani – Sì, ma un conto è dire «ti lascio fare quello che vuoi fino a che non mi dai noia», e un conto è dire: «ti lascio far quello che vuoi».

Baffi – Facciamo un esempio: prendo atto che c'è un certo differenziale di interessi, quindi sono certo che ti andrai a indebitare all'estero o ridurrai l'indebitamento, e quindi ti lascio un certo margine. Ma è sempre un margine che si propone di essere un elemento correttivo.

Modigliani – Alla fine del nostro lavoro potremo calcolare questo: se noi permettiamo alle banche di indebitarsi di più, tenderanno a indebitarsi di più nei prossimi 3 mesi a questo tasso; avendo questa informazione, la Banca deciderà se lasciarglielo fare oppure no. Dunque è ovvio che quando diciamo che questa variabile è esogena, cioè che le banche la controllano, le banche la controllano in quanto la Banca gliela lascia controllare... fino a che fa quello che deve fare, si lascia fare, quando non fa più quello che deve fare, si controlla. In questo senso è sempre sotto il controllo dell'autorità monetaria.

Carli – Allora questo sta a significare che se devono pareggiare la posizione, questa partita sarà sempre zero?

Modigliani – Se dovessero tenerla pareggiata sarebbe allora non autonoma ma esogena. Concludendo: l'estero è largamente esogeno, mentre il Tesoro e l'acquisto di obbligazioni private, che è molto basso, sono chiara-

mente controllati dalla Banca d'Italia. Ci resta da discutere la questione della linea di credito, cioè chi controlla la linea di credito? La questione fondamentale è: noi sappiamo che contrattualmente la linea di credito è aperta su domanda di una banca, cioè c'è un contratto in cui la banca chiede una linea di credito e gli si dà.

Carli – Ma non è che verrete fuori papali papali a dire che la creazione di liquidità da parte del Tesoro è controllata dalla Banca d'Italia?

Modigliani – No... in particolare è in questione che cosa e quali variabili trattiamo, diciamo così, come determinate e quali come determinanti.

Carli – Rispetto a chi?

Modigliani – Rispetto al modello.

Carli – Rispetto a quali agenti, all'agente Banca d'Italia, agente autorità monetaria?

Modigliani – Rispetto alle cose a cui risponde il sistema. Cioè questo cosa vuol dire? Che noi possiamo trattare il totale dell'incremento della base monetaria come qualcosa che riflette la volontà della Banca d'Italia. Ma non si muove la base se non perché la B.I. ha voluto che si muovesse, non di giorno in giorno, ma di 3 mesi in 3 mesi...

Ercolani – Il Tesoro si può configurare come intermediario finanziario perché raccoglie e poi finanzia lo Stato, il debitore ultimo è lo Stato.

Sarcinelli – Il Tesoro infatti viene definito come banchiere dello Stato.

Modigliani – Dovremo occuparci della linea di credito. Il nostro suggerimento temporaneo è che essa in effetti è qualcosa la cui entità è controllata dalla Banca d'Italia. perché c'è sempre una domanda di linea di credito e di conseguenza il livello a cui è, non è quello che le banche vogliono, ma è quello che la Banca d'Italia vuole. Altrettanto vale per il risconto. Osserviamo poi che le banche hanno una considerevole avversione verso il risconto, per cui il livello desiderato al risconto dalle banche è zero, eccetto per quel piccolo, per cui le banche sono in debito in risconto e cercano di uscirne, mentre invece quando sono in debito sul margine utilizzato non cercano di uscirne eccetto che se la liquidità sia tale che gli convenga di pagare⁷⁸.

TERZA GIORNATA

4 gennaio 1968

Modigliani – In questi ultimi giorni, abbiamo cercato di mettere esplicitamente insieme il modello completo con tutti i dettagli che vogliamo avere, sia a livello reale, sia a livello finanziario. E ci siamo convinti della possibilità, in linea di massima, di avere due o tre modelli: uno di massima, in cui si spiegano moltissime cose, e uno di minima in cui si spiegano pochissime cose, e qualcuno di mezzo in cui si spiegano certe altre cose. Essenzialmente, a livello dei mercati finanziari, il modello di massima si propone di analizzare, esaminare separatamente i seguenti mercati: il mercato delle riserve della base monetaria, il mercato dei depositi in conto corrente e depositi a risparmio, titoli privati, titoli dell'amministrazione pubblica, azioni e cartelle fondiari. La possibilità di arrivare a questo modello massimo e di arrivarci con successo (cioè ottenendo equazioni di comportamento che abbiano senso) dipende dall'ottenimento di certi dati. E cioè, se vogliamo avere una buona comprensione di quello che controlla la domanda di depositi in conto corrente, di depo-

siti a risparmio e quindi, in contropartita, la domanda di tutte le altre attività che sono legate a quelle, occorre avere sotto mano le serie attendibili degli interessi passivi sui depositi a vista, sui depositi in conto corrente e sui depositi a risparmio. Queste informazioni, quando sono giunte in Italia, qui nel gruppo nessuno le aveva e mi è stato detto che non esistono, che c'è il cartello bancario, insomma... non è possibile sapere la verità. Io non ho creduto a questa situazione e sono andato personalmente da un certo numero di banchieri a chiedere se per favore mi dicevano la verità. E in particolare giocando su un fatto che i banchieri in questo momento sono sensibili, cioè c'è questo *squeeze* fra interessi passivi che loro pagano e interessi attivi che loro guadagnano. Io a loro ho fatto questo discorso: guardate se voi non ci date le informazioni su quella che è l'entità di questo *squeeze* nessuno farà niente, se voi ci aiutate a sapere quanto è, forse vi saremo di aiuto. E su questa base ho già avuto diverse informazioni da diverse istituzioni, fra cui le più importanti. Sono per lo più dati annuali... sono senz'altro, ritengo, cifre vere (infatti vediamo che si parla di interessi in conto corrente del 5%, quando la regola sarebbe dello 0,5%, o al massimo 2,5 per i grossi, quindi credo siano cifre abbastanza vere) e abbiamo ottenuto da diverse di queste banche una serie di interessi attivi e di interessi passivi. Queste informazioni sono state date a me personalmente, cioè non devono essere pubblicate altro che in forma di indice e senza dire le fonti, naturalmente, e queste informazioni le stiamo adesso

sfruttando nell'analisi della domanda sia di contante, sia dei depositi in conto corrente. Per quello che riguarda gli interessi passivi riteniamo al momento di averne a sufficienza. Per quello che riguarda gli interessi attivi, abbiamo un problema per quello che riguarda gli interessi sui crediti a lunga. Abbiamo una sola serie, che viene dalla Mediobanca. Ci sarebbe necessario avere una serie corrispondente degli interessi attivi ricevuti dall'Imi. Ora mi chiedo: devo andare io, come ho fatto per gli altri, o ci pensa qualcun altro? Naturalmente devono essere dati veri, altrimenti non ce ne facciamo niente. Non soltanto, ma si può anche dire ai banchieri che abbiamo modo di sapere la verità perché qualche altra indicazione l'abbiamo, cioè ne abbiamo un'altra, che è un piccolo istituto di credito a lungo termine, una serie che si muove molto poco, che non credo abbia molto rilievo. L'importanza di questa serie è collegata alla necessità di misurare il costo del capitale da indebitamento a lunga, i fondi da indebitamento, nella seguente maniera: nel periodo che precede l'esenzione dall'imposta di ricchezza mobile sugli interessi delle cartelle emesse dagli istituti fondiari, si potesse prendere essenzialmente i tassi di mercato delle obbligazioni private, maggiorati della ricchezza mobile, di cui abbiamo piuttosto buone stime e sul quale pare che l'evasione fiscale sia minima (sono documenti ufficiali). A partire dal 1962, cioè da quando c'è l'esenzione della ricchezza mobile, invece, si sono completamente inaridite le emissioni di obbligazioni da parte delle imprese, perché le imprese trovano più a

buon mercato andare all'Imi o da altri istituti che emettevano titoli esenti dall'imposta sulla ricchezza mobile, finivano per praticare tassi minori di quelli che le imprese avrebbero pagato sul mercato e quindi, a partire da quell'anno, leghiamo una serie all'altra e disporremo quindi di una serie di tassi a lunga per poter completare la serie del costo del capitale.

Sul punto dei dati c'è un'altra questione molto importante, ed è quella delle cartelle fondiari. Il mercato delle cartelle fondiari è interessante perché da un lato ci sono indicazioni che esso ha un'influenza non trascurabile sulle costruzioni di abitazioni, d'altro lato sappiamo anche che le quotazioni di mercato di queste cartelle fondiari non sono quello che vogliamo. Ho fatto una lunga conversazione con Dell'Amore⁷⁹, il quale credo che sia più sofisticato degli altri banchieri, e ne ho tratto l'impressione che da un lato l'andamento dei prezzi delle cartelle fondiari riflette un enorme intervento del suo istituto, per cui essenzialmente la sua politica è quella di mantenere il prezzo stabile, e creare un mercato delle cartelle, ma a un prezzo stabile, acquistando o vendendo dal suo portafoglio. D'altro lato, l'impressione è che questa politica non sarebbe sufficiente, perché evidentemente, a seconda delle condizioni della domanda e del mercato, ci potrebbero essere situazioni in cui ci sarebbe un flusso elevato di emissioni di cartelle e una domanda non sufficiente, per cui la banca dovrebbe assumere nel suo portafoglio delle quantità elevate, e viceversa. E quindi esiste un altro gioco per limitare l'emissione, o per control-

lare l'offerta delle cartelle, ossia in parte si utilizza il razionamento, oppure allungando i termini fra l'emissione del mutuo e le emissioni delle cartelle, ma l'altro elemento molto importante è il gioco sul prezzo ricevuto da colui che emette le cartelle ossia da parte del mutuatario. Cioè (mi è stata confermata da Dell'Amore una cosa che più o meno sapevo) in tutti i casi gli istituti emittenti richiedono come parte del contratto che il mutuatario venda le cartelle attraverso l'istituto emittente, e l'istituto emittente determina il prezzo. Dato che le cartelle sono emesse a 95, a seconda che all'emittente dia 94 o 90, o 85, il costo per colui che emette dipende dal prezzo che spunta. Quindi è molto importante per noi sapere quale è stato l'andamento dei prezzi effettivamente ricevuti da coloro che emettono le cartelle. Poi se la banca centrale ritenga che questa sia o meno una pratica sana è una cosa del tutto diversa. Secondo me, questa è una pratica che ha una certa abusività rispetto alla legge, ma questo è un fatto a parte. Sarebbe necessario avere da uno o due istituti emittenti, una serie onesta di quelli che sono stati i prezzi spuntati dall'emittente. E qui di nuovo ho avuto l'impressione che Dell'Amore non mi avrebbe dato niente, e infatti per ora non mi ha dato niente. Ha promesso di darmi una serie di tassi passivi pagati dalla Cariplo, ma su questa faccenda delle cartelle fondiari non mi ha voluto dare niente. Ora esistono all'interno alcuni dati, cioè la banca raccoglie un qualche dato sui prezzi di emissione, che però vengono ritenuti non attendibili dagli stessi che li raccolgono. Usiamo quelli lì perché usiamo il prezzo di

mercato meno lo sconto, praticamente usiamo quello per aggiustare la cifra delle emissioni al valore nominale. Ma occorrerebbe appunto ottenere una o due serie attendibili. E mi sembra naturale che sia l'Istituto di credito fondiario, a Roma, in cui credo la Banca abbia la maggioranza.

Carli – Sì, ma non è sufficiente.

Modigliani – Sono d'accordo, infatti non è sufficiente. Credo che la Banca nazionale del lavoro forse mi darebbe un'altra serie. Auspico che in un futuro non lontano questi tre tipi di informazioni (tassi passivi effettivi, tassi attivi effettivi, prezzi delle cartelle fondiarie effettivi) vengano a far parte delle dotazioni della serie degli indici disponibili.

Carli – Intanto per i primi due abbiamo fatto un passo avanti decisivo perché i 12 maggiori istituti che hanno tutte le proprie contabilità su supporto elettronico sono state invitate a consegnarci i supporti elettronici relativi e alle operazioni di attivo e (in futuro perché devono organizzarsi) le operazioni del passivo, in quanto noi non vogliamo delle indicazioni di tassi, vogliamo delle indicazioni di dati contabili. Preferisco che si disponga di elementi certi e mettere i responsabili di fronte alle loro responsabilità, perché se danno delle indicazioni non esatte allora sono delle false comunicazioni, e allora per i falsi ne conseguono tutte le sanzioni. Quindi per 12 banche, che rappresentano però il 58-60% degli impieghi e

il 51-52% dei depositi avremo queste rilevazioni. Poi le estenderemo al resto del sistema bancario mano mano...

Modigliani – Se ho ben capito, però, questi dati forniranno soltanto una cifra una volta l'anno: gli interessi sui depositi sono pagati a dicembre di ogni anno...

Carli – Non a dicembre. Loro la rilevazione interna la faranno trimestralmente.

Modigliani – Di quello che gli è costata la raccolta in quel periodo. È cioè il tipo di dati che abbiamo e che loro chiamano preventivi, poi i consuntivi sono leggermente diversi...

Carli – Questo a noi non importa perché abbiamo i dati contabili quindi abbiamo la somma a fine anno...

Modigliani – E quindi alla fine di ogni trimestre ci sarebbe una cifra che sarebbe non l'erogazione, ma l'ammon-tare che dovrebbe essere erogato se si pagasse.

Sarcinelli – Per i depositi, non per gli impieghi.

Modigliani – No, per gli impieghi è effettivamente già incassato, a seconda dei vari tipi di contratto.

Carli – E questo ci permetterà poi di avere tutte le elaborazioni possibili, cioè i singoli nominativi saranno

classificati nelle 29 categorie, saranno distribuiti per territorio, saranno distribuiti in relazione alla dimensione del rapporto di debito e di credito. Questo non per tutti indistintamente i rapporti, ma soltanto per quei conti da 50 milioni in su, per i conti dell'attivo e per i conti del passivo.

Modigliani – Sono rilevazioni cliente per cliente?

Carli – Sì, le banche ci portano il nastro. Hanno una contabilità speciale...

Baffi – È un po' una centrale unica e una contabilità finanziaria nazionale, un centro contabile nazionale del sistema bancario che vogliamo istituire.

Modigliani – E queste rilevazioni non coprono gli istituti emittenti di cartelle fondiarie?

Carli – Arriveremo anche a quello.

Modigliani – Quello che capisco è che quando un mutuatante vende le cartelle, le vende effettivamente all'istituto di credito.

Carli – Sì, perché incassa i contanti.

Modigliani – Ecco. Le vende all'istituto di credito. L'istituto emittente, per così dire, è il suo agente, ma l'acqui-

rente, chiaramente, penso che inizialmente sia l'istituto di credito.

Carli – Non necessariamente. Comunque l'istituto di credito incassa la somma.

Modigliani – Non è che siamo solo al livello di avere scritto delle equazioni, abbiamo effettivamente qualche risultato e c'è a questo punto un paio di domande di fondo che si presentano...

Carli – Mi scusi, ma allora per queste rilevazioni cosa dobbiamo fare? Dobbiamo provvedere noi a chiedere questi dati all'Imi?

Modigliani – Fino a questo momento sono andato a chiedere i dati personalmente. Ho anche detto che se volevano non li avrei mostrati al governatore, ma mi è parso piuttosto chiaro che avessero piacere che il governatore li vedesse...

Carli – Non so se la loro soddisfazione sarà pari quando...

Modigliani – Ora però non ho nessuna particolare entourage né all'Imi né in alcun altro istituto di credito fondiario (fatta eccezione per Dell'Amore da cui sono andato senza successo). Quindi se è possibile il vostro aiuto (mi pare che il dottor Baffi abbia un collegamento abbastanza buono con l'Imi).

Carli – Sì, li chiediamo noi all'Imi e al Credito fondiario.

Modigliani – Per il Credito fondiario sarà più difficile.

Carli – E alla Banca nazionale del lavoro, e poi al Credito fondiario sardo e eventualmente al Banco di Napoli...

Modigliani – Credo che abbiano una coscienza un po' sporca su questo gioco che fanno sui prezzi delle cartelle. L'entità del fenomeno deve essere considerevole perché lo stesso Dell'Amore, senza darmi alcun dato, mi ha detto che è sempre stato di 3 o 4 lire di differenza. Cioè, su un prezzo che si è aggirato intorno ai 90-95 c'è uno scarto non trascurabile che si prendono al momento dell'emissione, se lo mettono in tasca loro e buonanotte. Comunque non credo che sia stato sempre fra 3 o 4 lire. Perché allora perché 3 e perché 4? Può darsi che mi sbagli, ma il mio istinto è che vi sia qualcosa di più interessante e che possa veramente aiutarci a capire certi fenomeni sui prezzi delle abitazioni.

Tornando al sistema finanziario e al ruolo della banca centrale, uno dei punti che vorrei chiarire ha a che fare col credito aperto e il risconto, di cui abbiamo cominciato a parlare l'altra volta, ma senza andare molto lontano perché con il dottor Ercolani non ci eravamo capiti esattamente su quello che intendevamo per base monetaria endogena, esogena ecc. Abbiamo avuto un meeting separato durante il quale ci siamo capiti completamen-

te e cioè il concetto che noi usiamo per il modello è che c'è una certa serie di partite il cui totale possiamo prendere come controllato dalla banca centrale. Di queste partite alcune sono veramente esogene, cioè vengono determinate dal di fuori. Ora, dire che il totale è completamente controllato da voi, vuol dire che qualcuno deve calcolare quelle parti esogene in modo che possiate poi operare sulle altre. Il nostro punto di vista è essenzialmente che il totale della base monetaria (il quale include sia i depositi presso la banca centrale sia i Bot sia il margine disponibile) è controllato direttamente dalla banca centrale, nel suo totale. Ora, esiste a questo punto una sola questione che ancora non è chiara: secondo me, seguendo il modello americano, le banche prendono certi impegni e hanno bisogno di un certo ammontare di riserve obbligatorie. A seconda delle entità delle riserve che la banca centrale fornisce spontaneamente, ne risulta un sovrappiù o un deficit nelle riserve delle banche. Io penso che sia opportuno vedere come e dove questo deficit va a scaricarsi... tanto il surplus come il deficit. Il surplus si scarica sui Bot, largamente. Cioè potrebbe scaricarsi sulle riserve libere, ma siccome quelle non pagano interesse sono meno attraenti... Nel cortissimo periodo si scaricheranno anche su quelle e sul margine disponibile (nel brevissimo contante, riserve liquide e margine disponibile sono i cuscineti), ma in un periodo leggermente più lungo se c'è liquidità in eccesso tende a scaricarsi sui Bot fino a che le banche non hanno trovato la maniera di reinvestire questi soldi più profitte-

volmente. Quindi nel frattempo certi effetti avvengono sui tassi di interesse, sulla disponibilità, ecc. Mentre è dal punto di vista del lato negativo che si stenta a scaricare il deficit sul risconto. Ora questo significa vedere la linea di credito come qualcosa che la Banca d'Italia largamente controlla, cioè: io ti dico quanto ti do del credito aperto, ma se tu poi hai bisogno di riserve al di sopra di quelle che vengono fuori dalla linea di credito utilizzata fino a quel livello normale, cioè se hai bisogno di lasciarti una certa libertà e se non c'è abbastanza spazio allora tu devi andare a riscontare qualche cosa.

Carli – O chiedere anticipazioni temporanee.

Modigliani – Effettivamente questo è un punto estremamente importante, le anticipazioni temporanee sono una cosa nuovissima. Mentre il credito aperto si sa che si rinnova costantemente, invece questi sono tipi di indebitamento di cui la banca sa che le ha accordato la Banca d'Italia solo temporaneamente e la Banca si aspetta che ne esca fuori. Quindi la banca qualcosa deve fare, o restringere il credito, o vendere titoli, fare altre cose che avranno come effetto di ridurre nel sistema totale i depositi o ridurre l'incremento e quindi di liberare le riserve obbligatorie e sanare quella situazione di squilibrio. È questo un punto di vista accettabile?

Baffi – Esatto.

Modigliani – Nel sistema americano le *free reserves* sono le riserve in eccesso meno il *borrowing*. Per il sistema italiano definiremo un concetto del tutto analogo.

Baffi – Buoni del Tesoro meno risconto.

Modigliani – Bot liberi, riserve libere, più margine disponibile, meno il risconto⁸⁰.

Carli – E meno anticipazioni temporanee.

Modigliani – Ora, una cosa che leggermente mi ha messo dei dubbi su questo argomento è emersa dall'incontro con Mattioli, il quale dice di voler usare il risconto⁸¹...

Carli e Baffi – Lui! lo scrive anche!⁸²

Modigliani – Vuole usare il risconto invece del credito aperto.

Baffi – Ma non sono pacifici i rapporti con la Banca commerciale.

Modigliani – Effettivamente poi c'è un fatto che conferma questo, che quando poi sono andato a vedere l'andamento di questo risconto, mentre è vero che aveva una punta di 100 miliardi alla fine di dicembre, è però vero che nel corso dell'anno va anche a zero. Quindi è effettivamente un «volano» che ci si attende non sia lì permanentemen-

te... E inoltre diceva una cosa particolare, cioè di non avere nemmeno abbastanza titoli da portare al deposito⁸³.

Baffi – Vuol dire che ha creato una situazione in cui non ha una proporzione appropriata tra impieghi e depositi.

Modigliani – Già perché secondo lui il rapporto giusto fra impieghi e depositi è: impieghi 110 dei depositi, con gli altri 10 che vengono dal risconto. Questa credo che sia la sua idea personale di come dovrebbe funzionare il sistema bancario.

Baffi – Nelle sue varie equazioni ce n'è una che considera variabile dipendente gli impieghi e variabile indipendente i costi di personale... e in gran parte questa tendenza all'inflazione del credito dipende dalla loro necessità di coprire il costo di esercizio. E via via che loro aumentano i depositi passivi e aumentano gli impieghi o non stanno attenti ai costi di personale, si avventurano in una zona in cui il ricorso all'istituto di emissione e la competizione per i fondi più labili, interbancari, esteri, ecc. diventa più viva e direi che il portabandiera, lo *stendard beare*, di questo comportamento è la Banca commerciale italiana.

Modigliani – Adesso si presenta un secondo problema, e purtroppo a questo temo che non ci sia una risposta semplice, e cioè qual è nella vostra concezione la funzione del Comitato interministeriale per il credito⁸⁴.

Carli – In passato Mattioli trovava la compensazione nella posizione sull'estero, ma quando poi è stata messa sotto controllo, allora la sua pressione si è concentrata e si concentra appunto sul risconto.

Baffi – No... trovo che (siamo in un ambiente abbastanza ristretto per poter dire queste cose) una certa giustificazione ce l'abbia, perché nella lotta per il primato, ormai definitivamente perduta, che hanno avuto con la Banca nazionale del lavoro, loro devono aver avuto molto spesso la sensazione che questi si avvantaggiassero di questi grossi depositi pubblici, e questa sensazione non è del tutto sbagliata. Quindi è una questione che non attiene soltanto all'abilità delle due gestioni bancarie, perché una banca di Stato, banca del Tesoro, con tutti i direttori generali nel consiglio di amministrazione risulta avvantaggiata, in una situazione storica nella quale questo settore pubblico si espande rispetto al totale dell'economia e si espande anche molto in termini di disponibilità finanziarie. Quindi in parte capisco Mattioli... Adesso per esempio per i depositi della Gescal è stato fatto un sistema di ripartizione... Ora a me sembra che non ci dovrebbe essere un istituto che abbia dei privilegi. La Bnl ha già tutti i privilegi di tutte le gestioni speciali, credito cinematografico, teatrale, alberghiero... perché deve cumulare anche il privilegio di essere depositante esclusivo del settore pubblico? Alteriamo la concorrenza in questo modo.

Carli – Sì, anche lì però sorgono dei problemi in quanto esiste un'altra variabile indipendente anche tra loro, cioè certi depositi comportavano una vasta organizzazione. Per esempio tutta l'organizzazione che loro avevano per l'Inam, tutta l'organizzazione che loro avevano per l'Inps...

Modigliani – C'è un servizio di cassa, in sostanza...

Carli – Già. Non possiamo dimenticare che ci sono anche questi elementi di rigidità e cioè che in parte i depositi di questi enti rappresentavano un po' una compensazione, sia pure non espressa, per il costo di servizi che hanno dovuto sostenere e sostengono.

Modigliani – Del resto... ho l'impressione che nell'attività di Mattioli ci sia proprio l'idea che lui i titoli non li vuol tenere, ma io non credo che abbia fatto un calcolo di guadagnare di più sugli impieghi commerciali che non sui titoli.

Carli – Lui era abbastanza coerente fino a quando non ha cominciato a scartellare⁸⁵. Perché lui diceva: gli altri scartellano, perché voi gli avete dato la sicurezza che i titoli sono liquidabili a prezzi costanti⁸⁶, la mia visione non è questa, la mia visione è che la banca deve fare prestiti commerciali con quello che riesce a raccogliere ai tassi normali, non deve diventare un organo di doppia intermediazione⁸⁷... Ma dal momento che anche lui si è messo a scartellare...

Modigliani – Si è messo a scartellare perché non riusciva più a raccogliere fondi. L'incoerenza è: avendo fatto quello, perché non ha fatto anche l'altro passaggio, cioè di acquistare anche titoli. Questo ancora non l'ha fatto. Sì, ma abbiamo visto, il portafoglio titoli è molto limitato. Ci ha fatto vedere la situazione, effettivamente il portafoglio titoli non impegnati è molto scarso e ci hanno spiegato che il portafoglio disponibile deriva dal fatto che fanno un mercato, cioè che sono agenti di borsa.

Baffi – Poi una cosa vera è anche che loro, in occasione dell'emissione, sono quelli che curano di più il collocamento presso il pubblico, accettando il credito e i depositi. È chiaro che i depositi li redistribuiscono e quindi anche questo è un punto a loro vantaggio, hanno cioè vari punti dalla loro parte.

Modigliani – Sì, sì, lui è molto coerente. Fa questa politica molto coerentemente, infatti si vanta del fatto che ogni volta che c'è un'emissione perde depositi...

Ma ora dobbiamo occuparci del Comitato del credito e del ruolo che ha nel fissare il tasso delle nuove emissioni e nel dare l'autorizzazione a emettere. Si potrebbe pensare, per esempio, che questo Comitato del credito non è altro che un Comitato che si preoccupa che le emissioni non si accavallino, che vengano direttamente al mercato, ma per il resto più o meno lascia che il mercato faccia il prezzo e che quando dice «emettete a questo prezzo» indica quel prezzo al quale, se io fossi un *under-*

writer, offrirei di comprare. Oppure si può vedere il Comitato come uno strumento attraverso il quale si controlla tutto il ventaglio dei tassi, e in particolare si controlla l'entità del tasso sui titoli di stato o sulle emissioni private. Nel secondo caso, allora, naturalmente, si pone il problema se effettivamente, avendo deciso un tasso che può anche essere diverso da quello di mercato, si procede poi a difendere l'emissione attraverso tutti gli interventi necessari, in particolare acquistando direttamente da parte della banca centrale o forzando le banche, più o meno gentilmente, ad acquistare questi titoli a quel prezzo. E allora in questo caso il prezzo del titolo nuovo fa il prezzo anche di quello vecchio, perché sul mercato ci possono essere certi scarti, ma sempre limitati. È chiaro che se si prende questa seconda visione, vuol dire concepire un mondo nel quale la banca centrale fissa i tassi, e la base monetaria si aggiusta per difendere quei tassi. Il punto di vista opposto è quello in cui la banca centrale fissa l'andamento della base monetaria e il mercato stabilisce i tassi. E allora il Comitato del credito non fa altro che assicurarsi che il tasso di emissione sia coerente con quello di mercato già esistente.

Mi immagino che la risposta può essere una miscela delle due ipotesi, ma ho voluto porre il problema lo stesso. E questo è importante per capire che cosa è endogeno e cosa esogeno (nel corto e medio periodo), cioè che cosa è che vediamo controllato e che cosa vediamo che dipende dal controllo.

Carli – La nostra politica nel periodo recente è stata piuttosto ispirata alla seconda concezione, cioè quella di considerare un certo livello di saggi di interesse come la variabile indipendente e di adattare ad essi la base monetaria. Questo ha comportato come conseguenza che il razionamento dell'offerta⁸⁸ è a sua volta effettuato nell'intento di difendere quel livello di saggi d'interesse, mantenendo la base monetaria entro limiti che si considerano compatibili con gli altri obiettivi. Per esempio, l'indicazione data in presenza dei provvedimenti americani è stata che noi seguiranno ad attuare una certa politica, cioè quella della difesa di un certo livello di saggi di interesse, accettandone certe conseguenze, una delle quali sarà probabilmente un deflusso di capitali. I mezzi con i quali noi operiamo sono molteplici, perché vi sono interventi diretti della Banca d'Italia, vi sono interventi indiretti della Banca d'Italia che comunque si riflettono sulla base monetaria, cioè il fatto di ammettere che certi titoli siano o no compresi nelle riserve obbligatorie, la qual cosa equivale a una modificazione dell'entità delle riserve stesse. Abbiamo preso due provvedimenti successivi entrambi modificativi della qualità dei titoli⁸⁹.

Modigliani – Penso a questo problema spaventoso delle cartelle fondiariae che pare che sia un provvedimento addirittura micidiale, questo fatto di dover ammettere queste cartelle fondiariae in quei rapporti 22,2% dei depositi come riserva obbligatoria⁹⁰.

Carli – Guardi che in linea di fatto quel provvedimento ha funzionato, comunque è un problema che si andrà risolvendo, nel senso che le escludiamo gradualmente dalle riserve. Quindi mettiamo altri titoli...

Baffi – Ma non so se va posto così facilmente, ossia dire che abbiamo stabilito una specie di razionamento, o addirittura adattiamo tutta la base monetaria a un livello predeterminato di tassi d'interesse. Perché per mantenere un livello di tassi d'interesse sul mercato dei titoli a lunga del settore pubblico, in sostanza, la Banca d'Italia finisce essa stessa con l'acquistare dei titoli. L'effetto creativo di base monetaria viene tenuto in conto nel determinare il volume di altre agevolazioni...

È vero che per mantenere quel tasso d'interesse si potrebbe anche andare a una creazione eccessiva di moneta, qualunque cosa si facesse in materia di risconto e di anticipazione. Però a questo non ci siamo ancora arrivati. Se noi ci arriviamo, potremmo riuscire ad avere una certa espansione di base monetaria coerente con quegli obiettivi principali, ma avremmo certamente un effetto specifico nella struttura dei tassi d'interesse, perché si abbasserebbero relativamente i tassi a lunga rispetto ai tassi a breve.

Modigliani – Tassi a breve. Che cosa intende per tassi a breve?

Baffi – In prima approssimazione, intendo i tassi d'impiego delle banche commerciali.

Carli – I quali a loro volta sono una funzione della base monetaria, nel senso che se noi la restringiamo rispetto a una certa domanda di credito, questa si riflette in un aumento dei tassi. Però nel determinare l'offerta dei titoli abbiamo considerato un certo livello dei tassi d'interesse. Nello stesso tempo, abbiamo adattato la base monetaria alle esigenze di mantenerlo stabile, ma nel presupposto di mantenere l'offerta dei titoli entro limiti nei quali la base monetaria non abbia come effetto di espandersi in tal misura da rendere non più possibile la manovra che viene effettuata. Ecco perché noi siamo, a torto o a ragione, accusati di essere quelli che decidono la quantità di titoli che viene offerta.

Modigliani – Noto soltanto che io avevo prospettato due ipotesi e lei chiaramente ne ha scelto una terza, cioè: razioniamo e limitiamo l'entità dei titoli offerti. Il razionamento: ci sono due tipi di titoli principali che ci interessano, uno sono i titoli di stato, le obbligazioni di stato e associate, cioè buoni del Tesoro, Crediop. L'altro...

Carli – Ci sono titoli l'emissione dei quali dipende maggiormente dalla nostra volontà e altri che dipendono di meno. Allora io le dirò una frase profferita di recente per chiarire il concetto ai nostri ministri. Io ho detto loro: noi siamo quelli che hanno una certa responsabilità di condotta di mercato. Ad un certo momento, se continuate su questa linea di spesa, non finanzieremo l'Alfa Sud. Siccome l'Alfa Sud loro la capiscono, hanno capito che

cosa volevo dire. Cioè se dobbiamo effettuare delle emissioni per finanziare il disavanzo (costituito indipendentemente dalla nostra volontà nell'ambito degli enti assistenziali o previdenziali), dovremo per forza prendere provvedimenti nel settore più direttamente dipendente dalla nostra decisione. E purtroppo, di fronte all'espansione del settore pubblico fuori del nostro controllo, la parte di economia che resta sotto il nostro controllo è il settore privato, più il settore produttivo. Questo non è un fenomeno del quale l'Italia abbia l'esclusiva. Probabilmente è un fenomeno che si manifesta nel nostro paese in condizioni di maggiore gravità che altrove. Ad esempio quello che hanno detto i suoi colleghi in quella tavola rotonda non risponde a verità. Non risponde a verità che noi fossimo nel 1964 e nel 1965 contrari all'espansione della spesa pubblica. Eravamo contrari all'espansione della spesa pubblica irreversibile. Ma se lei osserva le serie che sto facendo costruire della spesa pubblica 1964-'66, non potrà non restare sorpreso dell'imponente espansione della spesa in sede di competenza. La verità è che noi conosciamo credo sotto questo aspetto meglio dei nostri amici professori l'amministrazione italiana, la quale non ha saputo spendere⁹¹. Per questo ci siamo preoccupati: assumevano impegni di spesa senza saperli mantenere; e quindi aumentava la quantità di spesa fuori del nostro controllo; e cioè non riuscivamo affatto, come era nelle intenzioni, a dare all'economia impulsi produttivistici, ma al contrario fabbricavano una massa di residui che accresce le difficoltà potenziali della politica monetaria. Altre volte

ci veniva proposto di aumentare pensioni o altro, ma ci siamo sempre opposti, appunto perché le consideravamo come misure non reversibili. Le pensioni non sono strumento di politica congiunturale.

Modigliani – Ma di aumentare la spesa in conto capitale, e quindi irreversibile, eravate d'accordo...

Carli – Sì, ma abbiamo sempre avuto una preoccupazione che purtroppo si è rivelata fondata, cioè che l'espansione della spesa di competenza non equivale alla spesa effettiva e accumula residui che esplodono nel momento meno opportuno. Questo purtroppo accade nella nostra amministrazione. E l'unico provvedimento che si riuscì a fare fu contrastatissimo, quello della fiscalizzazione di quota degli oneri sociali⁹². Abbiamo dovuto combattere perché tutti ci dicevano che facevamo regali alla grande industria, che favorivamo i monopoli⁹³, ecc. Ma quello fu il solo provvedimento efficace, perché sospese un pagamento da parte delle imprese e quindi creò una disponibilità immediata da parte delle imprese e la creò presso di loro, e quindi in centri di decisione che sono in grado di decidere investimenti.

Modigliani – Effetti simili si potevano avere riducendo tasse di altro tipo.

Carli – D'altra parte questa è un'opinione che è stata espressa anche da Ando⁹⁴. Mi pare che sostenne appun-

to che la misura più efficace è appunto la riduzione del costo. Perché quella crea immediatamente una disponibilità in una zona nella quale si sa che la spesa sarà immediata.

Modigliani – Se si avesse però uno *shelf* di progetti, ... un pacchetto di progetti pronti che partono con uno sfasamento di 3-4 mesi... Ma neanche i tedeschi sono in grado di farlo. E pure in America tante cose non funzionano bene...

Carli – L'Europa non ha più amministrazioni. Aveva una magnifica amministrazione la Francia, oggi l'amministrazione pubblica sta diventando ogni giorno di più un'amministrazione di vili. Ma tornando alla questione del Comitato del credito. Noi abbiamo molta influenza sulla quantità di titoli da emettere e sulle condizioni dell'emissione che sono decise soltanto da noi, non dal Comitato del credito. Il Comitato del credito indica il tasso nominale, ma le condizioni dell'emissione e quindi il tasso attivo dei titoli li determiniamo noi.

Modigliani – Quindi il Comitato del credito indica soltanto il tasso nominale?

Carli – Forse le interesserebbe vedere una lettera autorizzativa. La lettera autorizzativa dice: il tempo e le condizioni dell'emissione saranno decisi dallo scrivente istituto (cioè dalla Banca d'Italia).

Modigliani – Ora, nella discussione del nostro gruppo su questo punto, sono venute fuori tesi piuttosto contrastanti. Molti erano convinti che esistesse questo razionamento. C'era un altro gruppo che pensava che si razionasse piuttosto la pubblica amministrazione, e non gli investimenti produttivi. Un altro gruppo pensava che si razionassero gli investimenti produttivi e non la pubblica amministrazione. Un quarto gruppo, al quale forse appartengo un po' io, pensava che all'esterno si grida che si è pronti a razionare gli investimenti privati per minacciare la pubblica amministrazione, ma che poi in realtà, quando veramente non ce n'è per tutti, quando veramente si deve razionare, alla fine si fa molta pressione sulla pubblica amministrazione, onde poter finanziare gli investimenti produttivi⁹⁵. Queste sono le alternative.

Carli – In parte la pubblica amministrazione accede direttamente al credito, quindi noi la attacchiamo su un altro fronte perché essa attacca su due fronti. Cioè sia sul fronte delle emissioni di obbligazioni, sia sul fronte dell'accesso al credito. Prendiamo in esame un caso concreto: l'Inam⁹⁶, cioè l'istituto che amministra ospedali, ecc., quando il Tesoro non concorra in misura adeguata al finanziamento del disavanzo, che succede?

Modigliani – Che non dovrebbe neppure esistere, vero?

Carli – Non le so rispondere. Dipende da quale concezione lei accoglie. Se accoglie la concezione mutua-

listica, quell'ente non dovrebbe esserci. Se accoglie la concezione alla quale si ispira la riforma, si⁹⁷. Allora dovrebbe essere soltanto disavanzo. Ma nei limiti nei quali c'è un disavanzo e nei limiti nei quali il disavanzo è assunto dallo Stato, questo disavanzo diviene parte del disavanzo dello Stato e come questo viene finanziato. Se lo Stato rifiuta il finanziamento del disavanzo, questi enti accedono al credito ordinario. Noi opponiamo una certa resistenza, la quale incontra un limite e il limite è rappresentato dall'ordine pubblico (come abbiamo detto nella relazione di quest'anno)⁹⁸. Noi abbiamo autorizzato dei crediti da parte di aziende di credito all'Inam esclusivamente per mettere l'Inam in condizione di pagare ospedali, medicine e medici. Questo è quello che è accaduto. Così un'altra amministrazione, le Ferrovie dello Stato. Nell'ordinamento italiano, quando l'azienda fu costituita, si immaginò che l'azienda avrebbe avuto il proprio conto economico in equilibrio e si immaginò che lo Stato sarebbe intervenuto per assumere direttamente certi oneri addizionali che si credeva rispondessero a esigenze di pubblico interesse. Infine si credette che l'azienda ferroviaria potesse accedere al mercato dei capitali limitatamente al finanziamento di nuovi investimenti. In linea di fatto che cosa è accaduto? Che questa azienda, come tutte le aziende ferroviarie europee, ha imponenti disavanzi. Allora delle due l'una: o li finanzia, trasferendoli allo Stato, o li finanzia accedendo al mercato. E come può farlo? O attraverso le obbligazioni, o, quando non possa, attra-

verso il credito ordinario. Quindi noi ce lo ritroviamo da tre parti: come disavanzo, come domanda di finanziamenti sul mercato e come domanda di credito. Perché? Perché solitamente questi enti chiedono dei finanziamenti ingenti, che quindi ricadono sotto il nostro controllo in quanto comportano un'autorizzazione amministrativa, perché si tratta di crediti ingenti rispetto al patrimonio della banca concedente che pertanto rientrano nella categoria di quelli che sono autorizzati ai sensi della eccedenza al limite del fido. Quindi ecco come il settore pubblico attacca su due fronti: sul fronte delle emissioni dei titoli pubblici, o dei titoli che hanno delle caratteristiche di titolo pubblico (come quelle del Crediop) oppure in parte aggira questa posizione e attacca sul fronte bancario.

Modigliani – Questo fenomeno riguarda anche le amministrazioni locali?

Carli – Certo. E ancora una volta si è in presenza di un elemento di rigidità che restringe le discrezionalità della banca centrale, e quindi i settori nei quali questa esplica i propri effetti. Se noi non riuscissimo ad attuare un razionamento dell'offerta dei titoli pubblici compatibile con il mantenimento di un certo livello di tassi di interesse, compatibile con il mantenimento della base monetaria dei limiti desiderati, tutto l'aggiustamento da quale parte si fa? Si fa dalla parte degli impieghi, cioè si fa dalla parte del credito ordinario, cioè si fa a spese delle medie e pic-

cole imprese, che sono quelle che più ricorrono al credito ordinario.

Baffi – Io lo vedo proprio marginale, questo razionamento. A me pare che in sostanza siano stati soddisfatti quasi tutti, che il razionamento sia abbastanza estraneo a noi. Esiste in certi limiti istituzionali, ad esempio nel senso che gli enti locali non possono indebitarsi presso le banche se non hanno entrate elevate e se non hanno le promesse di sovvenzioni dei disavanzi da parte del ministero dell'Interno. Ma fino a che avevano queste garanzie il danaro lo hanno trovato. Non è che noi abbiamo detto no spesso...

Carli – Io mi riferisco al razionamento delle emissioni.

Baffi – Adesso si parlava anche del credito bancario...

Carli – No, dicevo: noi siamo aggrediti su quel fronte e allora se la base monetaria si espande entro certi limiti, noi agiamo sulla sola componente sulla quale possiamo esercitare un certo effetto, cioè sul volume del credito ordinario...

Baffi – Ho seguito un po' il settore produttivo e non ho visto che ci sia stato un razionamento... Si è detto qualche volta: aspettate, aspettate un mese, aspettate due mesi... Ma tutte le domande arrivate all'Imi, ad esempio, sono state soddisfatte, non c'è una che sia stata negata.

Carli – Però le abbiamo distribuite nel tempo.

Baffi – E vorrei dire che anche lì è la qualità del debitore che porta a un certo momento a fermarsi, non è l'indisponibilità dei mezzi finanziari, almeno finora.

Carli – Bene, nel settore delle emissioni pubbliche abbiamo fatto slittare di un anno diversi programmi.

Baffi – Insomma, vorrei dire che nel credito bancario non c'è assolutamente il razionamento per il settore privato. Per il settore pubblico il razionamento, più che dal controllo dei fidi eccedenti che facciamo noi, a me pare che sia nel funzionamento istituzionale, cioè nell'esistenza di certe garanzie, e nella misura in cui questi comuni hanno i denari, trovano credito nel sistema bancario. Per il credito a lungo termine, cioè il ricorso al mercato dei capitali, non mi sono accorto finora che nel settore produttivo ci siano state delle lunghe attese o che ci siano stati dei debitori che non abbiano trovato il credito per incapacienza, diciamo così, finanziaria.

Carli – Bisogna però tener presente che alcuni dei grandi richiedenti si sono prima rivolti a noi, e quindi abbiamo esercitato un controllo all'origine. I grandi programmi di investimento (Enel, Eni, Iri, e grandi imprese) li abbiamo sempre discussi insieme.

Baffi – Ma da noi non è che si vede, per esempio, che ci sono delle lunghe code per l'installazione dei telefoni, ecc. Voglio dire che da noi non è come in Brasile, per esempio, dove per avere un telefono c'è il mercato nero, ecc., da noi in sostanza le infrastrutture sono finanziate.

Modigliani – Lei ritiene che l'Imi non abbia mai razionato il credito?

Baffi – Questa è la mia impressione.

Modigliani – E questo lo direbbe anche per il periodo 1963-'64? Esiste una qualche traccia?

Baffi – Sì, ci sono le domande recenti, non ancora crogate.

Carli – No, non si è verificato nemmeno allora. Anzi allora meno che mai. Per una ragione: perché quello è il periodo nel quale si sono completati i grandi programmi, e non sono stati impostati nuovi programmi. La caduta di investimenti in quel settore, contrariamente a quello che si viene spesso affermando, non è attribuibile ad un'azione deliberata, quanto alla circostanza che i grandi investimenti erano in via di completamento e non ne esistevano di nuovi. Cioè quando la Finsider ha completato i grandi impianti, non aveva altri programmi. Successivamente la Finsider ha impostato il programma del raddoppio di Taranto, ma quando si chiuse questo gran-

de programma di investimenti e non si impostò un nuovo programma. Noi nel 1963-64 siamo stati sorpresi in un momento in cui si compivano grandi programmi e non ne abbiamo interrotto l'esecuzione. Certo vi sono stati programmi che avrebbero potuto essere anticipati o ritardati. Per esempio in quel periodo si trattava di decidere se l'Eni doveva impostare nuovi programmi di ricerca all'estero, e questi programmi li abbiamo diluiti. Viceversa vi sono dei periodi nei quali alcuni programmi pubblici sono stati redistribuiti nel tempo, anche con strumenti legislativi.

Baffi – Per rispondere in parte si lasciò cadere il corso delle obbligazioni, quindi si fece agire l'equilibrio dei prezzi.

Modigliani – Vorrei dire questo: l'impressione raccolta non da voi ma dall'Iri. Loro raccontano che la flessione degli investimenti nel 1964 in gran parte rifletteva il fatto che nel 1963 gli sono state fatte considerevoli difficoltà e gli si era consigliato di non avere grossi programmi per il 1964. Quindi la loro storia è che le difficoltà del '63 li hanno condotti a porre fine ai piani di espansione successivi.

Carli – Sì, questo risponde in parte a verità. Ho detto prima che i programmi sono programmi che noi discutiamo all'origine, però sarebbe interessante chiedere loro l'elencazione dei programmi che avrebbero attuato e che non hanno attuato in dipendenza di queste difficoltà.

Modigliani – Questo è molto difficile perché il discorso che io ho capito è questo: «allora abbiamo detto ai nostri dirigenti: smettete di farci proposte». Questo è il discorso che loro mi hanno fatto, e che può essere vero o non vero. Questo discorso non è avvenuto in fase polemica, non è che io li accusassi di qualcosa, io gli chiedevo: avete avuto razionamento di credito, avete sentito effetti di scarsità, è stata una questione di costo del capitale, è stata una questione di razionamento?

Carli – Non c'è dubbio che in quel periodo si è esercitata un'azione di contenimento.

Baffi – Ma poi come facevano a fare programmi nel '64? Con l'inflazione di costi che c'era stata, il rendimento dei nuovi investimenti sarebbe stato negativo.

Carli – Bene, per esempio loro ci chiesero di costruire navi senza committente, e noi dicemmo di no...

Modigliani – Ora, lei ha detto che in certe situazioni l'allargarsi del settore controllato dalla pubblica amministrazione finirebbe per razionare il credito alle medie e piccole imprese. Perché?

Carli – Mi spiego: l'azione di restrizione della base monetaria si risolve nella regolazione del risconto e quindi si riflette negli impieghi delle aziende di credito, la cui clientela è in gran parte composta dalle imprese medie.

Modigliani – Ma attraverso il gioco di cui sopra, e cioè che alcune di queste imprese statali o parastatali, oppure Inam o Ferrovie dello Stato quando non possono scaricarsi sui finanziamenti del governo, vanno a scaricarsi sugli impieghi delle banche...

Carli – No, dicevo questo: noi non possiamo non autorizzare emissioni se si tratta di finanziare disavanzi del settore pubblico, in parte perché si tratta di disavanzi che comunque finanzieremmo, in quanto quegli enti avrebbero in ogni caso accesso al credito da parte dello Stato, il quale, entro certi limiti, ha accesso diretto alla Banca d'Italia. Se il risultato di tutto questo è che viene fuori un'eccessiva espansione della base monetaria, noi possiamo reagire esercitando un'azione di contrazione sulla sola variabile ancora suscettibile di controllo, cioè l'accesso al risconto della Banca d'Italia. E questo provoca contrazione, o una minore espansione, degli impieghi.

Modigliani – Sì, però c'è un'alternativa, invece della riduzione degli impieghi si potrebbe avere una riduzione dell'acquisto di titoli. Le aziende di credito fanno impieghi e comprano titoli. Potrebbero rispondere a questa scarsità degli impieghi comprando dei titoli.

Carli – Sì, ma se i titoli debbono essere emessi, e se i titoli sono stati sottoscritti da noi, allora la sottoscrizione di titoli da parte nostra provoca un'espansione di base monetaria eccessiva, per cui a maggior ragione noi non

possiamo non far sottoscrivere titoli dalle aziende di credito perché allora li dovremmo sottoscrivere noi se supponiamo che il fabbisogno rappresenti una costante.

Modigliani – E questo mi porta a un punto importante, cioè fino a che punto gli acquisti di titoli da parte delle aziende di credito rappresentano la loro decisione e fino a che punto rappresentano la vostra?

Carli – Se si osserva la composizione del portafoglio titoli disponibile da parte delle aziende di credito si constata che questo si espande nei periodi in cui c'è liquidità abbondante. In quei periodi mi pare che il nostro sistema abbia adattato l'emissione di attività finanziarie alle preferenze del pubblico. Ci sono stati momenti nei quali il pubblico ha preferito depositi e non titoli e il sistema ha messo a disposizione depositi. Al contrario nel secondo semestre del '67 si è manifestata una più alta preferenza per i titoli che è stata soddisfatta. Tuttavia non credo che si possa accogliere interamente l'affermazione di chi sostiene che il sistema bancario immette titoli nel portafoglio perché gli è più facile che non collocarli presso la clientela.

Modigliani – D'accordo, ma fino a che punto le banche acquistano titoli sotto vostra pressione? A me interessa sapere se si può verificare la circostanza che le banche, di per sé, preferirebbero fare impieghi, ma arrivate voi e gli dite: «qui c'è un'emissione e la dovete comprare».

Carli – No, in questo senso noi non abbiamo operato. Noi abbiamo operato attraverso l'Istituto centrale delle casse di risparmio, nel quale si concentrano le disponibilità delle Casse. L'Istituto amministra in parte riserve che, sotto il profilo del grado di coercizione, hanno la stessa caratteristica delle riserve obbligatorie, ma ne amministra anche altre che affluiscono all'Istituto su libera decisione delle Casse di risparmio. Per queste disponibilità affluite, noi indichiamo la categoria dei titoli nei quali investire. Ma lo facciamo a fini della regolazione di mercato, per evitare un eccesso di quantità di titoli offerti in un determinato intervallo di tempo, nella convinzione che saremmo riusciti agevolmente a collocare certi titoli nel pubblico in quel momento, e quindi l'Istituto è intervenuto talvolta operando come grande serbatoio centrale. Ci siamo orientati a soluzioni che accrescono il grado di economicità delle aziende di credito. In passato le emissioni di titoli pubblici si facevano attraverso consorzi che impegnavano le banche ad assorbire l'intera emissione, mentre per le ultime emissioni si registra, da parte delle banche, il doppio impegno di osservare certe condizioni nel collocamento del titolo presso il pubblico, e di sottoscriverne liberamente una certa quota che esse indicano. Ma può accadere, come per esempio per le due emissioni che ci sono attualmente sul mercato, che la quota per la quale le banche si sono impegnate è nettamente inferiore all'importo offerto in pubblica sottoscrizione.

Modigliani – E se c'è un residuo non sottoscritto?

Carli – Noi abbiamo immaginato tre linee: pubblico, banche, Banca d'Italia. Ma è chiaro che il nostro intervento per sottoscrivere i titoli non collocati espande la base monetaria, fenomeno che va contenuto nei limiti compatibili con gli altri obiettivi (bilancia dei pagamenti, ecc.).

Modigliani – Questo ci dà poi un altro elemento importante che abbiamo fino adesso ignorato, cioè che in un certo senso questo assorbimento automatico di emissioni di titoli da parte delle banche può avvenire perché le banche sono parte del consorzio che piazza il titolo, e quindi, come sempre avviene all'*underwriter*, ha l'obbligo di assorbire, se il pubblico non lo compra...

Carli – Solo la quota che ha indicato.

Modigliani – Adesso. Ma in passato?

Carli – In passato si impegnava ad assorbire l'intera emissione, mentre nel nuovo sistema solo la quota che ha indicato. Nel nuovo sistema esiste un consorzio del quale fa parte la Banca d'Italia, e la Banca d'Italia nei confronti dell'emittente assume l'impegno dell'intera emissione, ma le banche nei confronti della Banca d'Italia hanno l'impegno di assorbire soltanto una quota che liberamente indicano, che non coincide con l'intera emissione, quindi la

differenza è assunta dalla Banca d'Italia. Qualora il pubblico non la compri, e la somma assorbita dalle banche risulti inferiore alla somma offerta in pubblica sottoscrizione, la differenza è comprata dalla Banca d'Italia.

Modigliani – E questo solo per i titoli pubblici o anche per emissioni private?

Carli – Soltanto per alcune categorie di titoli pubblici, non per emissioni private.

Modigliani – Ma le emissioni Imi per esempio?

Carli – Alle emissioni Imi finora è stato riservato uno spazio nel mercato che ha consentito la loro entrata senza il ricorso a queste procedure.

Modigliani – E quindi c'è un certo piazzamento delle emissioni Imi nel calendario, diciamo così, in modo...

Carli – L'Imi ha due tipi di emissioni: quelle continue, che l'Imi colloca gradualmente attraverso il sistema, principalmente col sistema Casse di risparmio, e quelle che invece si effettuano periodicamente con offerte a pubbliche sottoscrizioni.

Modigliani – Come si decide il tasso appropriato? Si fissa il tasso e poi lo si difende attraverso un gioco di base monetaria e forme di razionamento. Capisco che nel

corto periodo la spesa pubblica è largamente incontrollabile. Quindi il vostro effetto di razionamento della spesa pubblica va visto non nel senso di *day by day*, ma piuttosto nel senso di programmi: cioè voi avete una certa capacità di scoraggiare le spesa pubblica, magari da qui a un anno, indicando le difficoltà che vi sarebbero per finanziarla. Quindi in questo senso può anche essere vero che il razionamento prospettivo, *ex ante*, si applica più alla spesa pubblica e meno agli investimenti produttivi. Ma nel *day by day* è il contrario, perché allora gli investimenti produttivi ci sono già e bisogna in qualche maniera onorarli, e quindi sono gli altri che devono aspettare. Questo è chiaro. Ma resta appunto da chiarire cosa determina questo livello di tassi.

Carli – Mi pare che la nostra linea di condotta sul piano empirico sia stata questa: c'è stato un periodo nel quale, rispetto ai tassi vigenti abbiamo consentito un certo aumento. Quando la situazione della bilancia dei pagamenti si è invertita siamo intervenuti...

Modigliani – Scusi, potrebbe indicare qualche data?

Carli – Nel periodo fino al 1963-'64 esiste un certo livello di tassi. Nel periodo a cavallo tra 1963 e '64 consentimmo un certo innalzamento dei tassi. Nel periodo immediatamente successivo, e cioè nel 1965-'66, cioè quando la situazione della bilancia dei pagamenti si invertì, riconducemmo il livello dei tassi al livello origi-

nale, cioè intorno al 6,50%. Ci assestammo su questo livello perché constatammo che, dato il volume di emissioni che noi non potevamo non effettuare per soddisfare in un certo intervallo di tempo le occorrenze del settore pubblico, date le occorrenze del settore privato che in quel periodo abbiamo integralmente soddisfatto, in queste condizioni il mantenimento di quel tasso ha richiesto, soprattutto in periodi brevi, interventi dell'istituto di emissione che potevano comportare espansione di base monetaria, che forse andava al di là dei limiti che giudicavamo opportuni.

Modigliani – Torniamo un momento indietro, perché siamo in presenza di una storia abbastanza caratteristica: grande liquidità bancaria nel 1959-'60, tassi flettoni. Questo sembrerebbe un meccanismo di mercato. Effettivamente, quando le banche sono piene di Bot che rendono il 3,5%, tendono ad acquistare titoli e quindi tendono a ridurre i tassi sul mercato. Penso che in questo periodo la discesa dei tassi sia stata vista di buon occhio. Questo è avvenuto perché non si sapeva regolare la liquidità, oppure è avvenuto perché si voleva che i tassi si riducessero?

Carli – No, allora si volle.

Modigliani – Si volle perché si pensava che la riduzione dei tassi avrebbe avuto un effetto stimolante sull'economia? In quella decisione c'era la concezione che il tasso

conta agli effetti della domanda dell'economia, agli effetti degli investimenti?

Carli – Sì.

Modigliani – Quando nel 1963-'64 avete fatto salire i tassi, avevate la consapevolezza che questo avrebbe scoraggiato la domanda?

Carli – E viceversa, anche quando si sono ricondotti al livello precedente.

Baffi – Direi che c'è anche una specie di atteggiamento di inerzia, ma abbastanza razionale nei due casi, che in presenza di un avanzo di bilancia dei pagamenti non immagino che si debbano mettere in opera azioni intese ad assorbire questo avanzo in modo che esso non produca un effetto di alleggerimento del sistema dei tassi di interesse. Il 1959-'60 era un periodo di avanzo, si è lasciata questa liquidità nel mercato, e questa liquidità ha creato tra l'altro una flessione dei tassi di interesse. È da supporre che questa flessione abbia contribuito a rianimare l'attività produttiva e quindi a riassorbire il disavanzo dei conti con l'estero. Quindi si è lasciato che operasse questo meccanismo. Nel senso opposto, analogamente, in presenza di un disavanzo nella bilancia dei pagamenti certamente non era il caso di pensare a intervenire a creare liquidità per impedire un aumento dei tassi di interesse. Si è lasciato che i tassi d'interesse aumen-

tassero e che provocassero il loro effetto di limitazione degli investimenti (vedi Iri, ecc.) e che questo tra le altre cose contribuisse a riequilibrare la bilancia dei pagamenti⁹⁹.

Modigliani – Cioè in pratica in quel periodo si guardava abbastanza da vicino la base monetaria, si voleva che non aumentasse. Perché allora nel '65 non si è fatta una politica di tassi d'interesse più bassi?¹⁰⁰ Cioè, chiaramente c'è stata disoccupazione, chiaramente gli investimenti erano bassi...

Carli – Ma siamo d'accapo... Basta con questa storia! Tutte le domande sono state soddisfatte, non vi sono domande non soddisfatte...

Modigliani – Ma se lei dice che il tasso ha un effetto sulla domanda, perché nel 1965, a crisi conclusa, non ha fissato un tasso più basso?

Carli – Perché le domande che avrebbero dovuto essere soddisfatte derivarono dal settore pubblico... E per quanto riguarda il settore privato, la nostra politica fu quella di mantenere il sistema bancario in condizioni di soddisfare l'espansione degli impieghi che si fosse verificata, immettendo gradualmente liquidità nel sistema.

Modigliani – Questo è il discorso in cui sbatto sempre la testa quando parlo con i banchieri centrali. Cioè il con-

petto che il sistema è molto liquido soltanto quando la banca centrale informa tutti i partecipanti che se loro fanno impieghi voi gli darete riserve. Ma questo è diverso da una politica aggressiva che invita la gente a venirsi a prendere il prestito o attraverso i titoli o attraverso gli impieghi.

Carli – D'altra parte, se lei osserva il ritmo di espansione degli impieghi nel nostro paese, è sempre molto elevato e anche l'espansione della liquidità primaria è molto forte rispetto al reddito. Quindi mi pare difficile affermare che noi avremmo potuto ampliare la liquidità del sistema bancario. Gli avremmo consentito un ampio margine di autonomia che dove si sarebbe scaricato? Con tutta probabilità, si sarebbe scaricato in una maggiore esportazione di capitali, in un regime di mercato aperto.

Modigliani – Importanza dei tassi esteri.

Baffi – Io vorrei dire questo: se ben ricordo, la crisi di liquidità fu superata col famoso viaggio a Washington del marzo 1964¹⁰¹, da allora si invertì anche la bilancia dei pagamenti e verso la fine del 1964 ci fu anche la ripresa produttiva... Ad ogni modo noi lasciammo nel sistema tutta la liquidità creata con l'avanzo della bilancia dei pagamenti che ha inizio già nel secondo trimestre del 1964. E qui ritorniamo al discorso del 1959-'60. Nella misura in cui le banche avessero bisogno di qualche cosa

in aggiunta, l'hanno trovato facilmente presso di noi al 3,50%, perché certamente non dicevamo di no in quel periodo se venivano, e venivano a un tasso bassissimo. Terzo punto (e qui correggo un po' l'impressione forse errata che ho dato quando ho detto che il settore produttivo non ha mai subito un razionamento) è certamente un fatto che la media e piccola industria nella crisi del 1963-'64 ha trovato difficoltà di accesso al credito (questo lo può chiedere forse a Ceriani¹⁰² della Banca nazionale del lavoro); allora la ripresa di domanda di credito del 1965 si era indirizzata in questo settore non tanto attraverso un'azione di variazioni di tassi, che forse c'è anche stata e noi non l'abbiamo vista, ma attraverso un accesso più facile di prima. Ora che cosa avremmo potuto fare più di questo? Io non vedo...

Modigliani – Lasciamo da parte il mercato estero. Se supponiamo di non aver avuto nessuna costrizione che venisse da quella fonte, per un momento, se siamo d'accordo che i tassi degli impieghi sono legati ai rendimenti dei titoli, e chiaramente lo sono, e se ammettiamo che il costo dell'indebitamento a lunga e a breve abbiano un effetto sulla domanda privata d'investimento, ecc., si poteva, dando più liquidità alle banche, forzare un ribasso dei tassi a lunga i quali avrebbero...

Carli – I quali tassi, però, devono essere determinati con riferimento a periodi medi e non troppo brevi, perché

l'esperienza italiana dimostra che quando i titoli oscillano riesce difficile il collocamento, cioè noi avremmo dovuto eventualmente abbassare di più i corsi, ma forse, facendo questo, avremmo dovuto rialzarli poi, perché è dubbio che saremmo riusciti a mantenerli a quel livello. E quindi abbiamo preferito non far subire troppe variazioni...

Modigliani – Fino al '67 c'è stato un considerevole *slack* in economia.

Carli – Non ho questa sensazione. L'economia si espande al ritmo di oltre il 5%. Una produzione industriale che cresce a questi ritmi, un settore pubblico carico di programmi che non riesce a realizzare per impotenza, ma da un minuto all'altro può scoppiare. Beh, non si può certo parlare di stagnazione.

Baffi – Adesso, senza impegnare la responsabilità del governatore, voglio dire qual è la mia visione di una frase di passaggio da un disavanzo a un avanzo di bilancio dei pagamenti. In sostanza nel marzo 1964, se ben ricordo, le riserve nette dell'Italia, che erano partite a fine '62 intorno a 3,6 miliardi di dollari, erano ridotte a 1,7 miliardi di dollari. Ora è chiaro che un banchiere centrale in questa situazione punta tutto sulla ripresa produttiva, ma sta anche a vedere se gli rientrano un po' di riserve¹⁰³. Quindi lascia nel mercato la liquidità che c'è, non ne immette di nuova.

Modigliani – Ma nel '65 c'è stato un certo...

Baffi – C'è stata anche una risposta produttiva...

Carli – Ma è grazie a quella manovra che adesso noi abbiamo ristabilito questo minimo di fiducia nel quale riesce possibile collocare i titoli... Non bisogna dimenticare che il paese ha attraversato delle inflazioni e che la psicologia del pubblico è sottoposta a grandi tensioni... Se lei guarda la stampa di grande diffusione, che cosa prevede? prevede la bancarotta, prevede il panico, timori... Tutto sommato, il fatto di aver ricostituito le riserve ci permette di fronteggiare evenienze future. Sono tutti fenomeni che, anche dato il tipo di opposizione che abbiamo nel nostro paese, vengono amplificati, si diffondono timori, esiste una frontiera aperta, attraverso la quale i capitali si muovono nei due sensi e quindi un eccesso di liquidità non controllata può provocare un deflusso di capitali e quindi non esercitare nessun impulso produttivo¹⁰⁴, mentre quello che noi abbiamo sempre fatto in questo periodo è stato analizzare, appunto, questi programmi di investimento, i più ampi possibile. E se ci sono programmi che si sono arrestati, questo non è accaduto certo per difetto di credito. Mi riferisco ad esempio al programma delle autostrade che non è stato attuato secondo i ritmi previsti per fatti meramente amministrativi.

Modigliani – Allora quando si diceva che il cavallo non beveva?

Carli – No, noi non l'abbiamo mai detto.

Modigliani – Allora c'è una certa incoerenza, trovo, perché uno dice: sono contento che le cose sono andate così, allora dice... per fortuna che non ha bevuto.

Carli – Mi pare che ci sia anche una situazione intermedia. Cioè dovevamo anche proporci l'obiettivo di ricostruire le riserve. Probabilmente ne abbiamo ricostruite troppe, nessuno sa esattamente quale sia il livello ottimo. Ma oggi possiamo muoverci con una maggiore libertà. E quindi non ci siamo posti come obiettivo di superare nelle riserve i 5 miliardi di dollari, forse ci saremmo accontentati di arrestarci prima...

Baffi – Io non ho detto che se il cavallo non beveva nel '64 è una fortuna.

Modigliani – Non dicevo nel 1964, ma nel 1965-'66.

Baffi – Veramente sul '65 non sono molto d'accordo.

Modigliani – Per il '66 gli investimenti totali sono al di sotto di quelli del '64. Insomma il '65 e il '66 sono anni in cui gli investimenti privati sono diminuiti, sia le abitudini che gli altri.

Carli – Perché noi partiamo dal presupposto che liquidità è uguale ad aumento degli investimenti. Ma perché

si investa occorrono dei programmi di investimento. Non dimentichiamo che avevamo creato una situazione nella quale l'efficienza del capitale si era immensamente abbassata¹⁰⁵. Insomma non si può pretendere che si investa in un paese in cui esisteva la prospettiva di perdere e di perdere soltanto. E non nascondo anche delle preoccupazioni di carattere politico¹⁰⁶...

Baffi – Io non ho affatto detto che se il cavallo non beve era meglio. Ma in un momento in cui questo suo atteggiamento mi aiuta a ricostituire delle riserve che sono anormalmente basse, non mi pare che un banchiere centrale debba mettergli un tubo in bocca al sistema e mandargli l'acqua giù per la gola.

Carli – Non abbiamo sempre detto che esistono periodi nei quali si alterano certi equilibri tra prezzo e prezzo, cioè dei periodi nei quali le prospettive di profitto si abbassano e in queste condizioni si investe di meno e quindi deve intervenire il settore pubblico? L'Italia ha conosciuto questa esperienza. In un periodo nel quale le prospettive di sviluppo si sono abbassate, addirittura vi sono state minacce da parte di alcuni gruppi politici i quali consideravano (e considerano ancora) il profitto come deprecabile in sé¹⁰⁷, e si capisce come in queste condizioni il settore privato abbia investito meno. Avrebbe dovuto investire il settore pubblico, ma il settore pubblico non ha investito per impotenza, non per difetto di mezzi. Del resto la controprova dov'è? È nell'accumu-

lazione dei residui che si verifica proprio in questo periodo. Insomma io credo che noi dobbiamo considerare che, in questo periodo, fra gli obiettivi è stato anche incluso quello della ricostruzione di un certo livello delle riserve. Probabilmente abbiamo superato il livello che sarebbe stato desiderabile accumulare. Io credo che sia difficile determinare quale sia il livello ottimo. Però se è vero che gli investimenti privati non si sono rianimati immediatamente, è anche vero che ciò è in parte la conseguenza del fatto che nel nostro sistema si erano creati degli squilibri che avevano annullato prospettive di profitto, senza le quali il settore privato non investe, e avrebbe dovuto operare un settore pubblico che non è determinato nelle decisioni di investimento dalla prospettiva di profitto. Questo ne aveva possibilità di investire (come è comprovato dal fatto che mai come in quel periodo ha accumulato i cosiddetti residui passivi, cioè delle autorizzazioni a spendere a cui non è seguita la spesa) e non lo ha fatto. Quindi, secondo me, la limitazione non è derivata da una insufficienza di credito, causata a sua volta da una restrizione dovuta al desiderio che le riserve continuassero ad aumentare illimitatamente. Naturalmente, di fronte a una situazione come quella del '64 vi è stata la volontà di ricostruire riserve, su questo non vi è dubbio e noi abbiamo dovuto metterci in una posizione di forza: avere riserve, eliminare l'indebitamento a breve con l'estero. Dopo di allora, il sistema è stato mantenuto liquido. Io non ho il ricordo di una sola richiesta di sconto che non sia stata accolta. D'altra parte proprio

allora grandi settori produttivi avevano esaurito i loro programmi. Non dimentichiamo, per esempio, che la sutura tra la vecchia gestione privata e la nuova gestione dell'Enel ha provocato ritardi. E ancora una volta vi si sono inseriti fattori di carattere amministrativo: le vecchie imprese elettriche passavano gli ordini direttamente; l'Enel, impresa pubblica, deve passare gli ordini osservando certi principi, gare, ecc. L'apprestamento, il passaggio dall'uno all'altro regime, ha ritardato di un anno probabilmente i programmi dell'Enel. Quindi vi sono fattori estrinseci al fattore monetario che hanno rallentato gli investimenti. Le decisioni di investimento del settore privato sono in funzione delle prospettive di profitto. Innegabilmente in quel periodo le prospettive non erano certo attraenti. Abbiamo cercato entro certi limiti di ricostruire quelle prospettive ad esempio con la fiscalizzazione degli oneri sociali, nel quale noi saremmo andati ancora più avanti, ma abbiamo dovuto tener conto di una opposizione parlamentare. Vi sono settori del parlamento italiano che alla prima occasione hanno voluto annullare completamente quel provvedimento perché lo hanno considerato come un arricchimento dei ricchi. Allora in queste condizioni il solo settore nel quale il ritmo degli investimenti avrebbe voluto essere sollevato è quello pubblico. Ma proprio quello è il periodo della massima accumulazione dei residui: così si è data la dimostrazione che la nostra amministrazione, una volta chiamata a spendere per una pluralità di investimenti, non è stata all'altezza, non è riuscita a tenere il

passo. Poi lei mi dice «il cavallo non beveva e tu te ne rallegravi». Entro certi limiti ha ragione, perché se il cavallo pubblico bevesse tutto quello che le autorizzazioni di spesa gli consentono di bere, noi non saremmo in condizioni di lasciar spazio per nient'altro, quindi veramente da questo punto di vista la nostra situazione è equilibrata dal fatto che questo cavallo pubblico ha la gola stretta, che ha un nodo alla gola.

Modigliani – Cosa che voi non sapevate nel '64 o nel '65.

Carli – Devo dire che una certa crisi della nostra amministrazione pubblica si è certamente accentuata in questo periodo, di questo non c'è dubbio. Faccio un esempio: noi tutti credevamo che le Ferrovie fossero ancora un'amministrazione efficiente, e lo sono in parte, però indubbiamente in questo periodo si è verificata una crisi che non avevamo prevista, una crisi che si esprime essenzialmente nel fatto che le Ferrovie non riescono a ricostruire il proprio corpo di ingegneri. E allora che cosa accade? Che oggi le Ferrovie, come sa, si fanno fare la progettazione dai fornitori. Cosa, sotto molti aspetti, molto grave.

Modigliani – Un caso simile è quello del Gescal... Vorrei osservare una cosa, se per caso la bilancia dei pagamenti non fosse andata così bene come è andata, allora sarebbe stato veramente un guaio...

Carli – Noi allora soprattutto credemmo molto nell'effetto riequilibratore della domanda esterna, molto più di quanto non si credeva in altri ambienti.

Modigliani – Perché la domanda esterna avrebbe galoppato perché la domanda interna essendo bassa aiutava le esportazioni?

Carli – No, no, noi credevamo appunto che ci sarebbe stata questa forza di trazione dall'esterno. Del resto in uno dei momenti più drammatici, nel '64 (ed è sufficiente rileggere le nostre *Considerazioni finali* di allora), c'è stato un momento nel quale addirittura, si apprende oggi¹⁰⁸, sarebbero stati immaginati disordini, noi sostenemmo molto esplicitamente che la situazione era tale che si doveva stare tranquilli: eravamo fuori pericolo proprio perché esisteva questa forza traente proveniente dall'esterno.

Modigliani – Però in tutte le proiezioni e nei programmi che ho visto, nel 1965-'66 avete sempre sottostimato le esportazioni e sovrastimato la forza degli investimenti interni.

Carli – Quali programmi?

Modigliani – Delle previsioni... È chiaro che nel fissare questi tassi c'è sotto un certo programma per l'anno prossimo, cioè esistono già adesso alcune previsioni più o meno dettagliate di questo tipo.

Carli – Ritornando ai tassi a medio termine, secondo me una delle imperfezioni del nostro sistema risiede nel fatto che noi operiamo di più sui tassi a lunga che non sui tassi a breve e questi possono essere oggetto di manovra perché possono salire e scendere anche in periodo breve, mentre i tassi a lungo termine sono legati a una previsione di lungo periodo. Non credo che nel lungo periodo si possa pensare che in Italia i tassi si collochino a lungo termine molto al di sotto dei livelli europei, anche in previsione di una unificazione del mercato europeo. Tutte queste considerazioni ci hanno indotto a non farli oscillare. Vi sono stati dei periodi in cui noi avremmo voluto lasciar scendere i tassi; devo dire che io mi sono opposto a questa richiesta quando c'è stata rivolta, nella preoccupazione di dovere successivamente farli risalire. Abbiamo constatato che il collocamento dei titoli nel pubblico è immensamente agevolato dal concorso di due circostanze: stabilità nei corsi e una certa stabilità nei prezzi. Mi diceva Guidotti, e lo ha anche esposto nel suo consiglio di amministrazione¹⁰⁹, che il pubblico meridionale ha cominciato a scoprire che acquistare titoli di stato o addirittura cartelle o addirittura obbligazioni del consorzio (e poiché il Banco di Napoli ha anche un certo interesse alle obbligazioni dell'Isvimer perché le colloca) è un'operazione molto simile al versamento alle casse postali. E comincia quindi ad acquistare titoli. Perché crede che, quando si marita la figlia, quando ha bisogno di sostenere spese per il matrimonio e così di seguito, può vendere questi titoli e ricavare una somma

uguale. Si capisce che vi sono dei periodi in cui noi li avremmo fatti scendere questi titoli, ma chi avesse comprato questi titoli a 105 lire e poi li dovesse vendere a 100 lire, avrebbe avuto un tale effetto negativo che è molto preferibile pagare il prezzo e stabilizzare i corsi... In questo momento non disponiamo di strumenti di analisi che ci permettono di stabilire quale sia il tasso ottimo di medio periodo, ma molto empiricamente a me pare che possiamo tener conto di alcuni elementi. Primo: il livello dei tassi europei. Se ci muoviamo, nonostante tutte le discontinuità, nel processo di integrazione che almeno nell'ambito europeo si andrà compiendo, io non credo che in Italia le prospettive siano tali da poter avere un tasso a lungo termine inferiore a quello del resto dell'Europa, questo non mi pare credibile.

Modigliani – Questa faccenda dei tassi è estremamente complicata dal sistema fiscale, perché fino a che si è data l'esenzione fiscale a certi tipi di emissioni i tassi che le imprese pagavano non erano il 6,5 ma erano il 10%, quindi se la ricchezza mobile fosse pagata dal percepiente, come dovrebbe essere, allora il rendimento di mercato sarebbe il 10%, che non è un tasso cattivo, e anche oggi in fondo se le imprese potessero emettere titoli con l'esenzione della ricchezza mobile come li emette l'Imi allora invece di pagare l'8% all'Imi pagherebbero il 6,5.

Carli – Questo è un altro problema, di carattere istituzionale, se sia preferibile mantenere oppure no due livel-

li di tassi. Abbiamo sempre creduto che sia preferibile una concentrazione delle emissioni in istituti, grandi intermediari del credito come appunto l'Imi, i quali facciano i prestiti ai grossi e ai piccoli. Ma indubbiamente si possono sostenere due tesi diverse. Io continuo ad essere di questa opinione, anche perché credo che è il solo strumento efficace che abbiamo ancora per indirizzare e per coordinare gli investimenti delle imprese pubbliche e imprese private. In fondo quel tanto o quel poco di coordinamento che si è fatto in questo periodo si è fatto nell'ambito finanziario... Certo, oggi esiste il Cipe¹¹⁰... non lo so quale sarà il luogo del coordinamento, questa è un'esperienza che non si è ancora compiuta.

Modigliani – Mi sembra che da ciò che lei dice consegua una lezione interessante. Dato che nella struttura finanziaria italiana, così com'è, è importante mantenere abbastanza stabile il tasso a lunga, ci si pone la domanda di quali mezzi ci siano per far variare il costo all'impresa mantenendo costanti i tassi e quindi per esempio il tipo di investimenti che possono variare nel tempo pur mantenendo i tassi di mercato.

Carli – Credo che poi noi dobbiamo gradualmente muovere verso un mercato del denaro a breve termine e quindi dobbiamo dissociare i tassi sopra le riserve obbligatorie dai tassi dei buoni ordinari del Tesoro, dobbiamo mantenere la posizione del Tesoro in prossimità dello zero, dobbiamo quindi lasciare che, dato un certo livel-

lo di liquidità, il tasso salga e scenda, quindi dobbiamo collegarlo col tasso dello sconto. Ma questo deve avvenire molto gradualmente.

Modigliani – Il giorno che i Buoni del Tesoro non avranno più un mercato garantito dalla Banca d'Italia il sistema camberà profondamente perché allora i Buoni del Tesoro non saranno più base monetaria. Ho imparato parecchie cose a cui non avevo pensato e adesso vorrei digerire il tutto. È interessante però osservare che il dottor Baffi essenzialmente ritiene che il razionamento degli investimenti privati ci sia stato effettivamente.

Baffi – Devo fare una piccola precisazione perché mi sono ricordato che nel 1963-'64 anche al credito bancario le imprese avevano difficoltà di accesso, del resto sono cose che si è visto anche succedere spesso negli Stati Uniti.

Modigliani – Qui c'è sempre difficoltà di accesso, nel senso che il credito aperto è fissato più o meno da voi e quindi anche lo sconto di carta commerciale (delle medie e piccole imprese alle banche commerciali)... Io parlavo di razionamento del credito attraverso il mercato dei titoli, cioè di questo fenomeno per cui per mantenere il tasso che è stato deciso, il governatore ha detto, si razionano i titoli.

Carli – Si può fare l'esempio delle autostrade: è un programma che assorbe larghe disponibilità di credito, è stato

discusso in parte con noi per calcolare la domanda di credito che ne sarebbe derivata¹¹¹. Mi pare di ricordare che la quantità di investimenti che noi avevamo programmato ha superato quelli che sono stati effettuati; ma credo che questo capiti un po' dappertutto, perché le autostrade sono un investimento incentivato da interventi statali in linea capitale e in linea di interesse. E allora che cosa è accaduto? È accaduto che questo concorso dello Stato veniva determinato assumendo un certo costo dell'investimento, un certo periodo dell'ammortamento, una certa tariffa e siccome invece in quel periodo i prestiti sono saliti e il costo degli investimenti è aumentato, quindi il concorso dello Stato non è risultato sufficiente e allora hanno ristretto i programmi...

Modigliani – Come conclusione vorrei dire una cosa che colpisce uno come me, abituato alla banca centrale americana: la differenza profonda è quante maggiori cose la Banca d'Italia fa e può fare¹¹². Insomma non verrebbe mai in mente a nessuna impresa americana di andare a parlare con la banca centrale per domandargli se o meno è il caso di fare un investimento. Ci sono delle differenze profonde in tutta questa miriade di contatti informali che voi avete con le imprese e che non ci sono negli Stati Uniti... avete in mano cinquantamila strumenti perché delle volte se ne usa uno, delle volte se ne usa un altro, per cui anche il razionamento una volta prende la forma di dire: «se tu vieni poi ti dirò... quindi non venire»... È interessante e impressionante osservare che

la banca centrale americana è in una posizione di *hands-off* che io trovo esagerata. Ora dico c'è un contrasto veramente imponente ed è interessante vedere alcuni di questi tipi di incentivi. Certo ci sono delle parti importanti del vostro modo di agire, che è molto difficile da formalizzare, e questo è certo un grosso problema per il modello.

Baffi – Il settore del credito a lungo termine è diviso in due mercati: ordinario e agevolato. Nell'agevolato c'è il razionamento, dovuto alla disponibilità di contributi dello Stato. Tanto che molto spesso le operazioni che si chiedono sull'agevolato si trasferiscono sull'ordinario se il debitore ha i requisiti necessari.

Masera – Ma se noi riteniamo che di fatto non c'è stato razionamento, dobbiamo allora pensare che il tasso d'interesse sostanzialmente non è stato controllato dalle autorità monetarie. È un dato direi endogeno al mercato, non più esogeno, mentre nello schema che noi abbiamo presentato alla Banca dei regolamenti internazionali sostanzialmente abbiamo detto che le autorità monetarie avevano sempre un obiettivo, un'indicazione nel tasso d'interesse a lungo termine.

Carli – Noi abbiamo detto prima che abbiamo adattato la base monetaria, ma abbiamo l'esigenza di mantenere un certo livello di tassi d'interesse. Quindi l'offerta monetaria è stata influenzata dall'esigenza di mantenere un certo

tasso d'interesse, in cui di fatto in certi periodi, in periodi brevi, ha adempiuto la funzione di eliminare delle scosse che altrimenti si sarebbero verificate.

Modigliani – Cioè semplicemente un ordine, imporre un ordine al calendario.

Carli – Sì... combinandolo con i nostri interventi.

Modigliani – Che in parte possono appunto prendere la forma di acquisti temporanei che poi si rivendono...

Fazio – Mi pare che sia stato controllato soprattutto manovrando la base monetaria.

Carli – Ci sono dei programmi che sono stati spinti a scadenze successive.

Masera – Questo è un razionamento... Se io opero attraverso la base monetaria e quindi voglio ottenere un certo saggio di interesse relativamente basso...

Carli – Perciò ho detto che potrebbe accadere che se la base monetaria si espandesse troppo rapidamente, si opererebbe sulle altre componenti della base stessa e tra queste vi sarebbe il risconto.

Masera – Sono queste cose che l'autorità monetaria in ultima istanza non vuole: vale a dire lo squilibrio di bilancia dei pagamenti, una variazione dei prezzi.

Carli – Perciò abbiamo detto che data una certa situazione di avanzo della bilancia dei pagamenti è stato creduto possibile di adattare la base monetaria all'esigenza di mantenere un certo saggio di interesse ed è stato anche detto che noi non consideriamo un certo livello di riserve come un obiettivo in sé e quindi ammettiamo che la bilancia dei pagamenti possa essere in disavanzo, e quindi possa consumare una parte di riserve.

Masera – Allora è il mercato che mi determina questo saldo.

Carli – Non capisco.

Modigliani – Vediamo un po' se posso rispondere al professor Masera e se interpreto il pensiero del governatore. Prendiamo in considerazione il periodo iniziale, 1960, cioè un periodo di grosso avanzo di bilancia dei pagamenti. Ci si dice che questo è un periodo in cui l'economia può espandersi rapidamente perché, anche se le importazioni aumentano, c'è di che finanziarle attraverso le esportazioni. Allora vogliamo un'economia allegra, vogliamo cioè una politica abbastanza stimolante, allora che cosa diciamo: intanto permettiamo che l'afflusso dall'estero operi sul mercato dando liquidità, se i tassi rispondono cedendo, noi lo permettiamo, quindi guardando contemporaneamente ai tassi e alla base monetaria. Quando i tassi tendono invece a salire cerchiamo di stabilizzare. Allora i tassi li facciamo un po'

salire, però contemporaneamente agiamo anche attraverso un sistema di razionamento, in modo che i tassi non si muovano troppo. Quindi ancora una volta abbiamo una certa idea del tasso che vogliamo, e un'idea anche di quello che vogliamo far succedere alla base monetaria. E giochiamo un po' sull'uno e un po' sull'altro e usando come terzo strumento un razionamento diretto; di modo che sulla domanda effettiva giochi da un lato l'andamento dei tassi, dall'altro l'andamento del razionamento.

Note e commento al testo

Una nota informativa predisposta dall'Ufficio ricerche, e intitolata *Promemoria per il professor Masera. Progetto di ricerca sui legami fra politica monetaria e domanda aggregata*, spiega l'antefatto organizzativo della permanenza in Banca d'Italia di Franco Modigliani: «Il prof. Modigliani ha recentemente sottoposto all'approvazione del Social Science Reserach Council il progetto di una ricerca sull'individuazione dei meccanismi che legano gli strumenti di politica monetaria con l'andamento della domanda globale.

Questo progetto è stato approvato e sarà portato a termine nel periodo settembre 1966 e settembre 1967. Lo stesso Modigliani, che è a conoscenza dell'interesse che il nostro Istituto dimostra per lo studio di questi fenomeni, ha proposto di estendere il suo progetto all'economia italiana. Egli però si limiterebbe ad impostare la ricerca in collaborazione con il Servizio studi durante un suo soggiorno di 7 settimane a partire dal 12 giugno p.v.

Il successivo lavoro di indagine sarebbe condotto da uno staff di membri del Servizio studi sotto la direzione del prof. Masera, mentre sull'Ufficio Ricerche graverebbe il compito del coordinamento. Durante questa fase si avrebbe uno scambio continuo di risultati e consigli con il gruppo che conduce l'analoga ricerca negli Stati Uniti.

Il prof. Modigliani ritornerebbe in Italia nell'estate del '67 per collaborare alla stesura delle conclusioni.

Attualmente l'Ufficio ricerche ha portato a termine la seconda fase di esperimenti miranti alla costruzione di un modello econometrico dell'economia italiana e si ritiene che al momento di iniziare il progetto Modigliani questa fase sperimentale sarà conclusa, per cui le indagini successive potranno godere dei risultati e delle esperienze ottenute nel corso di questi due anni di studi».

Franco Modigliani aveva avuto nel 1965 l'incarico di costruire il primo grande modello dell'economia americana per il Federal Reserve System, la banca centrale degli Stati Uniti. Su questo terreno, Modigliani era considerato negli Usa un pioniere perché il suo primo modello econometrico, un modello chiuso a equazioni simultanee, è contemporaneo ai primi tentativi fatti per l'ONU, e risale agli anni della guerra mondiale. Si trattava del progetto di ricerca guidato da Hans Neisser presso l'Institute of World Affairs (un istituto di ricerca creato nel 1940 dalla

celebre «Università in esilio», la New School for Social Research, di New York dove Modigliani era stato ammesso appena sbarcato negli Stati Uniti). Il modello econometrico diretto da Neisser, e di cui Modigliani divenne ben presto codirettore, venne completato nel 1948 e pubblicato nel 1953.

Quando Modigliani era ormai un maestro tra i keynesiani, ma rispettato anche dai monetaristi, ed era già approdato al MIT fin dal 1960, partì l'iniziativa della FED. L'istituto, guidato allora da McChesney Martin, si pose l'obiettivo di massimizzare l'apporto di credibilità che le sarebbe derivata dal possedere un modello econometrico, che la metteva in grado di fare previsioni in modo non arbitrario. Per ottenere questo risultato la FED decise di non ingaggiare direttamente un gruppo di economisti che lavorassero al progetto, ma di destinare la somma necessaria a un consorzio che raggruppava le università americane per lo sviluppo di progetti nel campo delle scienze sociali: il Social Science Research Council, con il preventivo accordo che l'incarico sarebbe stato affidato a un team del MIT, sotto la direzione di Modigliani. Modigliani chiamò subito il suo allievo e collega Albert Ando alla codirezione del progetto. Per questi motivi, per questa scelta di assoluta autonomia, Modigliani e Ando non ebbero mai direttive dal Board of Directors della FED, ma il loro lavoro si svolse in contatto con il dipartimento di ricerca. Anche la consegna del modello rappresentò la precisa volontà della FED di adottare uno strumento neutrale, nel quale cioè non erano in qualche modo già implicite le preferenze della FED nella conduzione della politica monetaria. Infatti, racconta Modigliani che del modello completo vennero fatte solo due copie, una venne consegnata alla FED e una rimase in mano al team di MIT. La prima diventò riservata e la FED poteva modificarla per uso interno, mentre il MIT si impegnava a sviluppare il modello e a pubblicarne ogni anno una versione aggiornata per confrontarlo con la politica effettivamente adottata dalla FED.

Dal punto di vista teorico, il modello che Modigliani sviluppò in Italia risentiva fortemente di due dibattiti molto accesi tra gli economisti dell'epoca. Il primo, di cui si trova testimonianza soprattutto nella terza giornata di lavori qui pubblicata, è se fosse preferibile una manovra monetaria incentrata sulla quantità di moneta oppure sul tasso di interesse. Nel periodo immediatamente precedente agli incontri tra Modigliani e i vertici di via Nazionale, la Banca d'Italia aveva adottato la seconda strada: quella di fissare il tasso d'interesse dei titoli di stato al quale l'isti-

tuto era disposto a venderli o acquistarli. In questo caso, fissando il tasso, si accettava l'idea di lasciar fluttuare liberamente la quantità di moneta necessaria per mantenere quel tasso. Nel secondo caso, fissando la quantità di moneta, si accettava l'idea che il tasso d'interesse potesse schizzare in alto laddove era necessario per ristabilire l'equilibrio a quel livello di moneta. È la strada che verrà teorizzata da Paul Volker alla fine degli anni Settanta per frenare l'inflazione dopo il secondo shock petrolifero.

Negli Stati Uniti la disputa teorica era vivissima. I monetaristi sostenevano che la fissazione del tasso e la conseguente fluttuazione imprevedibile della quantità di moneta erano fonte di instabilità per l'intero sistema economico.

L'analisi di Modigliani suggeriva questa differenza: nel caso che si scelga di fissare la moneta, il meccanismo monetario agisce in modo abbastanza indiretto, vale a dire la quantità di moneta determina il tasso dell'interesse, il quale a sua volta determina il reddito, attraverso l'investimento e l'effetto sulla ricchezza (una delle innovazioni del modello Modigliani-Ando). Il tasso d'interesse agisce direttamente sull'investimento, ed è quindi una strada più breve, più diretta e con un effetto maggiore. Ovviamente le due strade sono solo teoricamente distinte, nella pratica reale il banchiere centrale adotta entrambi gli stili di comportamento. Tuttavia l'analisi teorica ha poi dimostrato che nel caso la Banca centrale sbagli il livello del tasso d'interesse o quello della moneta da considerare come obiettivo, emerge una certa minore pericolosità della strada di fissare la quantità di moneta. Infatti, nel caso che la quantità di M determinata sia eccessiva, si produrrà inflazione, ma la quantità di moneta è finita e in qualche modo rappresenta un tetto alla possibilità di crescita. In linea teorica, invece, se tu sbagli il tasso d'interesse, l'errore può essere infinito, perché agendo direttamente sull'investimento, sul reddito e dunque sulla domanda, innesci un processo di crescita dei prezzi che si autoalimenta senza un termine predeterminato. Ovviamente nella realtà accade che se uno sbaglia il tasso d'interesse, cambia obiettivo prima che il processo dilaghi.

Entrambe le strade richiedono però lo sviluppo di mercati monetari, a breve termine, funzionanti, e questo è uno dei temi del dialogo.

La seconda polemica è più specificamente italiana e riguarda il modello implicito che aveva guidato il comportamento della Banca d'Italia durante la crisi inflazionistica, di bilancia dei pagamenti e, infine, anche valutaria del biennio 1963 e 1964, alla quale era seguita una breve ma inten-

sa recessione. È il dibattito che culmina con l'articolo scritto a quattro mani da Giorgio La Malfa, a quei tempi studente presso il corso ordinario del MIT, e Franco Modigliani (*Alcuni aspetti della congiuntura e della politica monetaria italiana nell'ultimo quinquennio*).

Dal punto di vista operativo la critica era semplice: la Banca d'Italia aveva tollerato e finanziato con aumenti di quantità di moneta l'inflazione del biennio 1962-1963, e questo eccessivo lassismo l'aveva costretta a una durissima stretta monetaria sul finire del '63 e nel corso del '64. Dopo la fine della crisi, la politica monetaria non era stata abbastanza flessibile, e al cessare dell'inflazione la disoccupazione era rimasta alta.

Il nucleo teorico della critica partiva dalla considerazione che la Banca d'Italia operava nella convinzione che la quantità di moneta avesse un effetto diretto e pieno sul livello dei prezzi, adottando in questo un elemento della teoria quantitativa classica. Forte della convinzione di avere un controllo diretto dei prezzi, aveva lasciato correre l'inflazione seguendo un modello che verrà ripetutamente criticato, ferocemente, da Modigliani: l'idea che la distribuzione del reddito tra percettori di salario e percettori di profitto sia essenziale per determinare la propensione al consumo del sistema, e che quest'ultimo determini direttamente l'investimento.

La critica di Modigliani e La Malfa corre dunque su questi due binari:

1) keynesianamente, viene rigettata l'idea che la moneta agisca direttamente sui prezzi, e ne determini il livello. La moneta ha effetti sul reddito e dunque sui prezzi, ma attraverso un meccanismo estremamente complesso e mediato che è stato chiarito a partire da tesi keynesiani nel modello americano Modigliani-Ando (MPS Pennsylvania): la quantità di moneta ha prima di tutto un effetto sul tasso d'interesse e sul credito; e questo che ne determina l'influsso sul reddito (attraverso il valore delle attività finanziarie detenute da imprese e famiglie) e sull'investimento; questo determina uno spostamento della domanda aggregata il quale, finalmente, ha un effetto sui prezzi.

2) La seconda critica è sul meccanismo di determinazione dell'investimento e, dunque, dell'occupazione che in Bankitalia veniva identificato nella distribuzione del reddito tra salari e profitti. Proprio in quegli anni Modigliani stava elaborando i test empirici per dimostrare la sua *Life Cycle Hypothesis*, secondo la quale il risparmio aggregato dipende dal tasso di crescita del reddito e non dal reddito pro capite, e che sarebbe sbagliata l'idea di Kaldor che i percettori di profitti abbiano una pro-

pensione al risparmio superiore ai percettori di salario. Ma all'epoca dell'articolo con La Malfa e della discussione qui pubblicata, mancavano statistiche che permettessero una stima per l'Italia.

In ogni caso La Malfa e Modigliani non accettano l'idea che il tasso di risparmio sia determinato dalla distribuzione del reddito, e ne criticano anche la coerenza interna. Secondo i due autori non è la propensione al risparmio a determinare l'investimento, ma questa congiunta al tasso d'interesse che viene trascurato nel modello implicito della Banca d'Italia. In pratica la scelta di far correre i prezzi nel '62 derivava dalla convinzione che in questo modo si sarebbe provocata una redistribuzione del reddito ai danni dei salari reali e a vantaggio dei profitti; questo avrebbe provocato un aumento della propensione al risparmio, in modo da garantire un aumento degli investimenti, e dunque della produttività e quindi il riassorbimento della crisi.

¹ Guido Carli ricordò la visita in Banca d'Italia di Franco Modigliani e la nascita del modello econometrico il 10 settembre 1987, durante la presentazione della raccolta di scritti di Modigliani curata per Einaudi da Fiorella e Tommaso Padoa Schioppa (*Reddito, interesse, inflazione*, Einaudi, 1987): «... sin dagli anni Sessanta chiesi a un, allora giovane, studente del prof. Modigliani, Antonio Fazio, di lavorare al progetto coordinato da Francesco Masera per dotare il Servizio studi della banca di uno strumento di analisi di politica economica analogo a quello che andava delineandosi, in quegli stessi anni, alla Federal Reserve con il progetto *Federal Reserve-MIT-Pennsylvania*, più tardi noto come *Modello MPS degli Stati Uniti*. In realtà la battaglia concettuale di cui questo documento che pubblichiamo è una testimonianza di un travagliato dibattito sul significato concreto dell'autonomia della banca centrale. Dotandosi di un modello econometrico la Banca si rendeva autonoma, trovava un «regolo ferreo» al quale agganciare le proprie decisioni e con il quale difendersi dalle sollecitazioni del governo e del mondo politico. Una prova tangibile di ciò si trova nel fatto che sempre Carli sentì necessario giustificare il fatto che con il modello econometrico la banca centrale aveva conquistato uno strumento che contribuiva alle decisioni. ma che in nessun caso si trattava di uno «spazio di decisione arbitrario».

Così sempre il 10 settembre 1987: «Il modello, inteso come elemento di disciplina tanto per lo sforzo dell'analisi quanto per la risolutezza dell'azione, rafforza la discrezionalità degli atti, non già l'arbitrio delle

decisioni da intraprendere». E oltre: «Il fatto che la Banca d'Italia abbia piena responsabilità dei propri atti non costituisce arbitrio in modo alcuno, poiché essa, nella conduzione della politica monetaria e della tutela del credito, trae, al di là del dettato del legislatore, forza cogente per la definizione dei propri obiettivi e dei vincoli operativi proprio dalla struttura logico-formale incorporata nel modello econometrico».

Dunque l'esistenza, opportunamente resa pubblica, del modello consentiva alla Banca di chiedere maggiore autonomia operativa proprio perché impediva di interpretare quell'autonomia come arbitrio e come sottrazione di un'istituzione al vaglio democratico delle istanze legittimate dal voto.

Questo è il ricordo a posteriori di Carli. La verità storica è che attorno alla visita in Italia di Franco Modigliani si consumò una battaglia culturale e organizzativa che lasciò tracce profondissime nell'istituto di via Nazionale.

Dal punto di vista organizzativo accadde questo: Modigliani venne in Italia su invito e per iniziativa del consigliere economico Francesco Masera. Dal 1960, l'allora consigliere economico Salvatore Guidotti aveva costituito al di fuori della struttura dell'Istituto un organismo di consulenza economica formato da un gruppo di giovani economisti e denominato Ufficio ricerche, che fino alla fine degli anni Sessanta non venne incorporato nel Servizio studi (diretto nel periodo di questo documento da Mario Ercolani). I primi ad arrivare in questo Ufficio ricerche furono proprio Guido M. Rey e Antonio Fazio. E da allora ogni anno i 6 o 7 migliori giovani vincitori della borsa Stringher e «stringheriani» di ritorno dalla borsa di studio all'estero faranno il loro apprendistato nell'Ufficio ricerche. La struttura della Banca continuerà fino al 1968 con i suoi schemi e i suoi modelli basati sui flussi di liquidità ed elaborati da Paolo Baffi nella seconda metà degli anni Cinquanta. Fino al 1968 è la struttura a scrivere la *Relazione annuale* e la bozza delle *Considerazioni finali*. La svolta avviene proprio con il viaggio di Modigliani tra la fine del 1967 e il 1968. Modigliani si fa tutore dell'Ufficio ricerche presso Carli e lo convince che quello strumento di consulenza va inserito all'interno della struttura della Banca. Si tratterà di un innesto fondamentale che provocherà anche un profondo cambiamento nella struttura della *Relazione* e delle *Considerazioni finali*, che verranno riorganizzate a partire dal modello econometrico con la sua biforcazione in modello reale e modello monetario. È la *Relazione annuale sul 1967* (scritta dunque nella pri-

mavera del 1968) a segnare una frattura netta con il passato. Fu Carlo Azeglio Ciampi, divenuto capo della parte del Servizio studi che si occupava dell'economia reale, a volere che il modello venisse calato anche nella struttura dell'organizzazione del Servizio studi e dunque anche della *Relazione annuale* (vedi intervista in appendice). Racconta Ciampi che l'adozione del modello econometrico anche come direttiva per l'organizzazione del lavoro impose quell'analisi delle interdipendenze tra i diversi settori dell'economia che ha reso la Banca d'Italia egemone nel campo della ricerca economica applicata, ma che fino a quel tempo era estranea alla consuetudine dell'istituto.

Il lascito più duraturo di Modigliani è proprio questa rivoluzione culturale che vede le interdipendenze come fondamento dell'analisi settoriale. Nelle carte allegate ai verbali delle tre giornate di lavoro di Modigliani con Carli e Baffi, si trova anche un *memorandum* inviato da Modigliani a Masera all'inizio del lavoro per la Banca d'Italia (1966), intitolato significativamente *Outline of Proposed Research Project on the Links between Monetary Policy and Aggregate Demand*, dove si legge: «Yet in view of the interdependency between various parts of the economic system, including both the financial sectors and the commodity-producing and -consuming sectors, it has become increasingly clear that many of these links and their implications can only be adequately studied and understood in the context of a "system analysis"».

² Franco Modigliani era già venuto in Italia ad esempio nella primavera del 1964, su invito di Giorgio Fuà e del ministro del Bilancio, Antonio Giolitti. Quel viaggio era stato utilizzato dagli ambienti ostili al centro-sinistra guidati da Moro. In quella visita Modigliani polemizzò con l'Istat sul metodo di calcolo del prodotto nazionale che in Italia non seguiva pienamente il sistema standardizzato messo a punto dall'Ocse. La notizia venne distorta a fini politici in un «lancio» dell'agenzia di stampa Dies del 28 maggio 1964: «In questi giorni di vigilia dell'assemblea della Banca d'Italia, da più parti si cerca di accreditare, anche con notizie fantasiose, la tesi che vorrebbe il dottor Carli esponente di una linea contraria al centro-sinistra; come se, in parole povere, il governatore fosse il salvatore della lira. Le cose non stanno così, e il governatore purtroppo ha le sue gravi responsabilità. A tal proposito, l'agenzia Dies apprende che nei giorni scorsi si sono verificati notevoli scontri durante la visita in Italia di una delegazione di esperti finanziari americani, incaricati di studiare le condizioni per una operazione di prestito al Mezzogiorno.

Nel corso della visita alla Banca d'Italia è stato chiesto agli esperti americani di far conoscere il loro punto di vista sulla situazione economica del nostro Paese. Ha preso allora la parola l'italo-americano Modigliani, il quale, tra lo stupore dei presenti ha criticato vivacemente, non soltanto la politica economica, ma anche l'azione del governatore Carli, mettendo addirittura in dubbio la esattezza dei dati raccolti.

³ Se questo era ovvio negli Usa, dove più profonda era stata la ricezione di Keynes, in Italia tanto ovvio non doveva poi esserlo se, come racconta Ciampi, soltanto nel 1966 lui e Ciampicali riuscirono ad imporre al vertice del Servizio studi, riluttante, un capitolo della *Relazione annuale* intitolato *L'occupazione* (p. 143). Il capo di Ciampi e Ciampicali, Pennacchietti, nel corso di una burrascosa riunione con il governatore definì quel capitolo «una scatola vuota senza contenuto». Fu una delle prime modifiche all'impianto della *Relazione annuale* che era rimasta ferma per molti anni. Le modifiche più profonde vennero però dopo l'adozione del modello econometrico. Prima dell'inserimento del capitolo sull'occupazione, la struttura del capitolo sull'economia reale era così composta: si partiva da un paragrafo generale intitolato «Risultati economici e aspetti congiunturali», per passare a un paragrafo su «L'attività produttiva» che si biforcava in due sottoparagrafi, «L'attività agricola» e «L'attività industriale». Racconta Ciampi che la preparazione delle tabelle della produzione industriale richiedeva 3 giorni di lavoro in quanto i calcoli venivano fatti a mano, con l'aiuto di piccole calcolatrici meccaniche sulla base dei dati grezzi non stagionalizzati dell'Istat: «Era un lavoro molto faticoso, ma ci diede la capacità di conoscere la struttura dell'industria italiana in modo dettagliato». Il capitolo si concludeva con un paragrafo intitolato «I prezzi e le retribuzioni», senza alcun riferimento all'occupazione.

⁴ I rapporti tra Carli e Baffi erano, come noto, assai complessi. Nell'occasione specifica della missione di Modigliani, Baffi mal sopportava l'idea di importare dagli Stati Uniti quel calcolo dei flussi che lui stesso, insieme a Giorgio Mortara, riteneva di aver inaugurato in Banca d'Italia, prima fra le banche centrali. Non a caso, sarà proprio Carli a ricordare questa circostanza sempre il 10 settembre 1987 alla presentazione della raccolta di scritti di Modigliani curata dai coniugi Padoa Schioppa: «... durante gli anni cinquanta l'analisi monetaria, a partire dall'analisi delle operazioni dell'Istituto di emissione, affonda le sue radici nei primi studi di Paolo Baffi – il quale ricorda, in una comunicazione al Fondo

monetario internazionale, come "l'Italia sia stata tra i primi paesi a dare inizio all'analisi monetaria. La tavola sul flusso del risparmio e sull'offerta di moneta venne pubblicata per la prima volta nella *Relazione* della Banca d'Italia per l'anno 1948"».

Sui rapporti Carli-Baffi, ecco la testimonianza di Antonio Fazio, in occasione del convegno in ricordo di Guido Carli organizzato da Bnl e Abi l'11 novembre 1993: «Fu Carli, verso la fine degli anni Sessanta, a iniziare la pratica in Banca d'Italia delle riunioni collegiali: piccoli gruppi di lavoro informali formati da lui stesso, da altri membri del direttorio, dal dottor Ciampi, dirigente prima e poi capo del Servizio studi, da alcuni funzionari di grado elevato e infine da giovani che potessero fornire gli elementi di analisi e conoscenze ritenuti importanti.

[...] Per alcune decisioni adottò la pratica di tenere le riunioni nella stanza del direttore generale, per sollecitare e sottolineare la partecipazione del dottor Baffi alle decisioni. Ricordo – lo faccio naturalmente con una punta di autoironia – e di simpatia per le persone menzionate – che in una occasione il dottor Baffi lo accusò apertamente, nel gruppo in cui discutevamo, di prestare troppa attenzione alle mie opinioni». Quanto l'apertura estrema al dibattito imposta da Carli fosse nuova in Banca d'Italia lo testimonia un altro ricordo di Fazio. Quando nella relazione per il 1968 venne inserito per la prima volta un capitolo analitico sulla base monetaria, qualche settimana prima dell'assemblea Fazio lo mostrò a Menichella, governatore onorario: «La reazione del dottor Menichella fu la seguente: "un capitolo molto bello, ma perché volete raccontare all'esterno tutti questi fatti che attengono alla vita interna e al bilancio della Banca d'Italia?"».

⁵ Diversa l'opinione della *Storia monetaria d'Italia*, di Franco Spinelli e Michele Fratianni, Mondadori, 1991, Milano, p. 505: «le autorità reagiscono "soprattutto ed in modo forte" alle deviazioni delle riserve internazionali dal loro livello desiderato; e le regole del gioco vengono violate a favore di interventi di carattere amministrativo ancor più di quanto già si facesse negli anni Cinquanta. Infatti, le autorità modificano frequentemente la normativa concernente la posizione netta sull'estero delle banche, ovvero la possibilità da parte di queste di convertire valuta estera in base monetaria».

⁶ L'argomentazione di Carli può essere così sintetizzata e semplificata: gli investimenti generano reddito; la distribuzione del reddito stabilisce il risparmio che copre l'investimento senza generare inflazione.

Modigliani non accetterà mai la seconda proporzione: il tasso di risparmio non dipende a livello aggregato dalla distribuzione del reddito. E questa è una affermazione che deriva direttamente dalla sua *Life Cycle Theory*.

Qualche anno dopo, il 25 novembre del 1972, Carli in una conferenza a Brescia ritornerà sul tema degli obiettivi della banca centrale proprio partendo dalla riflessione sulle prime applicazioni del modello econometrico. Così si esprime nel corso della conferenza dal titolo *Riflessioni sul modello econometrico della Banca d'Italia dopo tre anni di applicazione*: «Quali sono i compiti ai quali provvede la politica monetaria? Dato un certo livello di investimenti, dato un certo livello di avanzo o disavanzo del settore pubblico – nel determinare il quale concorrono gli investimenti nel settore pubblico – la politica monetaria e la politica finanziaria devono assicurare la creazione di un volume di strumenti finanziari idoneo a consentire che il risparmio fluisca dai luoghi nei quali viene prodotto ai luoghi nei quali esso viene utilizzato per finanziare gli investimenti e il disavanzo del settore pubblico, il quale, a propria volta, è comprensivo degli investimenti».

⁷ Il 22 febbraio 1964 il Consiglio dei ministri (è in carica il primo governo Moro) decideva una serie di misure di limitazione dei consumi: una tassa sull'acquisto delle auto, l'aumento del prezzo della benzina, la restrizione sugli acquisti a rate. Pochi giorni dopo Carli in un famoso viaggio negli Stati Uniti ottiene due prestiti: uno dal governo americano, attraverso l'Eximort Bank, l'altro dal Fondo monetario internazionale; in tutto si trattava di 1 miliardo e 225 milioni di dollari, una cifra enorme per l'epoca, che dovevano essere utilizzati per riequilibrare le riserve valutarie in una fase nella quale si rafforzava il fenomeno di fuoriuscita di capitali.

Nel primo semestre del 1964 l'Italia fece per la prima volta l'esperienza di una stretta fiscale e di una stretta monetaria congiunte. La risposta dell'economia fu però molto buona: nel giro di tre mesi il deficit della bilancia dei pagamenti si rovesciò in un consistente surplus.

⁸ Gli obiettivi della Politica agricola comune (Pac) si fondano sugli articoli 30 e 40 dei Trattati di Roma. Le linee fondamentali vennero decise alla conferenza organizzativa di Stresa nel 1958, e poi precisate con il piano Mansholt (dal nome del vicepresidente della Comunità, l'olandese Sicco Mansholt) nel 1960, presentato dalla commissione europea. L'impianto complessivo della Pac prevedeva l'unicità dei mercati agri-

coli, la «preferenza comunitaria» rispetto ai prodotti del resto del mondo, e la «solidarietà finanziaria» fra i paesi a sostegno delle politiche agricole comuni, e in particolare a sostegno dei prezzi. Da subito fu evidente l'impianto protezionistico della Pac. Per quanto riguarda l'Italia la preoccupazione maggiore fu relativa a una possibile futura presenza della Danimarca, che avrebbe danneggiato la produzione nazionale di latte, latticini, ovini e carne. Il primo periodo transitorio di applicazione dei Trattati scade nel 1962, e il Consiglio dei ministri europeo adotta i primi regolamenti per l'organizzazione del mercato dei cereali e istituisce un Fondo europeo di orientamento e garanzia agricola (Feoga) per finanziare la Pac. Il primo accordo per la fissazione dei prezzi agricoli avviene nel dicembre 1964, e riguarda solo i cereali, mentre successivamente si passa ai latticini, zucchero, riso, carne, semi oleosi e olio d'oliva in un clima di crescente conflitto tra i paesi partecipanti.

Carli nel testo si riferisce alla trattativa che conduce alla fine del periodo transitorio, nel 1968. A quella data, i tre quarti della produzione agricola europea sono regolati da prezzi decisi a livello comunitario. I prezzi furono fissati a un livello fortemente protezionistico, soprattutto nei confronti del mercato nordamericano. Il grano, ad esempio, ebbe un prezzo doppio rispetto a quello vigente sui mercati internazionali, assicurando così un livello molto alto di protezione. Con l'opposizione dell'Italia si arrivò alla firma di un «memorandum sulla riforma dell'agricoltura» passato poi alle cronache come piano Mansholt nel quale veniva introdotto il meccanismo delle «eccedenze agricole» finanziate dalla Pac e veniva prevista una consistente riduzione delle terre coltivate.

⁹ L'intervento più alto e nitido contro la nascita del Mercato comune europeo e contro la partecipazione dell'Italia venne fatto proprio dal maestro di Carli, il professore con il quale si era laureato nel 1936, Marco Fanno, in un dibattito tenuto all'Accademia dei Lincei nel maggio del 1958, e che è merito di Marcello De Cecco aver sottratto all'oblio in un articolo intitolato *Economisti italiani e adesione al Mec*, in *Scelte politiche e teorie economiche in Italia 1945-1978*, a cura di Giorgio Lunghini, Einaudi, Torino, 1981. In quell'intervento del 1958, Fanno diceva così dell'agricoltura: «Ora, la nostra agricoltura gravata dall'imponibile di manodopera, sostenuta da una politica agricola frammentaria; frazionata tra troppi numerosi produttori che accresceranno ulteriormente; viziata da squilibri tra le varie produzioni, insufficientemente meccanizzata; gra-

vata da tasse eccessive, rappresenta uno dei settori più deboli della nostra economia e si trova in condizioni notevolmente inferiori a quelle dell'agricoltura negli altri cinque paesi; sarebbe quindi necessario che essa si trasformasse radicalmente prima dell'adozione della Pac, come invece non sembra permettere il trattato».

Anche gli analisti del tempo vedevano l'adesione al Mec come una scelta eminentemente politica, piuttosto che economica. In ogni caso l'intreccio tra scelta politica ed economica è strettissimo come è evidente nelle posizioni del Pli, spiegate da Giovanni Malagodi in una lettera al «Corriere della sera» del 5 novembre 1963: «Finché un Paese sta nel Mercato comune i suoi consumatori sono liberi, anche se il loro Stato pretende di imbrigliarli. I consumatori liberi non possono essere serviti che da produttori liberi. Se alcuni produttori (e cioè quelli che sono per noi stranieri dal punto di vista politico, ma ormai non lo sono più da quello economico) sono liberi, ed altri (quelli italiani) no, i produttori liberi battono quelli non liberi».

¹⁰ Il concetto di competitività ricorre nelle *Considerazioni finali* del 1963 lette nel maggio del 1964, a p. 518: «... Uno sforzo di accertamento quantitativo compiuto nella parte della *Relazione* che si occupa del nostro interscambio con l'estero consente di affermare che l'erosione della nostra competitività verificatasi nell'ultimo biennio, pur non avendo annullato i vantaggi gradualmente conseguiti nel corso del decennio precedente, ha ricondotto il Paese ad una situazione grosso modo pari a quella esistente nel 1958».

¹¹ Sulla crisi (che fu anche valutaria) del 1963-1964 il testo più importante e, giustamente, celebre, è l'articolo di Giorgio La Malfa e di Franco Modigliani pubblicato sulla rivista della Bnl «Moneta e credito», vol. 19, n. 75, settembre 1966, pp. 211-257, con il titolo *Su alcuni aspetti della congiuntura e della politica monetaria italiana dell'ultimo quinquennio*. La tesi generale dell'articolo è che la politica monetaria restrittiva del biennio 1963-'64 sia stata la risultante anche di alcuni errori di politica monetaria, derivati a loro volta da errori di analisi monetaria. In particolare la politica del biennio 1961-'62 sarebbe stata troppo espansiva, introducendo nel sistema troppa liquidità.

La politica seguita dopo la fine della crisi a partire dall'ultimo trimestre '64 sarebbe stata al contrario troppo restrittiva, riducendo così le capacità di ripresa del sistema economico: «sia la politica di contenimento che il conseguente rallentamento sono stati resi inevitabili dalla mancanza

di una politica dei redditi. Solo quest'ultima avrebbe potuto in passato e potrà in futuro evitare il ricorso alla creazione di disoccupazione come strumento di controllo dell'inflazione e di riequilibrio della bilancia dei pagamenti. [...] Pure in presenza della politica dei redditi, la stabilizzazione sarebbe stata probabilmente meno costosa in termini di occupazione se le autorità monetarie avessero seguito una politica di minore espansione nel corso del 1962.

[...] A partire dalla seconda metà del 1964 e soprattutto nel corso del 1965 sarebbe stata opportuna una politica reflazionistica più decisa. L'accumulazione di riserve valutarie dell'ordine di circa mille miliardi nel corso di un anno indica che il sistema economico era in grado di sopportare una politica mirante a stimolare in modo più deciso la domanda globale».

Queste tesi sono il retroterra di tutti gli incontri di Modigliani in Banca d'Italia, come è evidente dal testo che qui pubblichiamo.

Esiste un retroscena poco noto sull'articolo La Malfa-Modigliani. L'articolo non era stato scritto per «Moneta e credito», ma per il primo numero di una rivista della Banca d'Italia che non uscì mai. La rivista doveva chiamarsi «Rivista economica». Il progetto, autorizzato da Carli e Baffi, era stato curato da Sarcinelli, Fazio, Rey. Il numero zero venne stampato con una elegante copertina verde-turchese con al centro il disegno di una moneta antica di Siracusa con un profilo di donna e i del-fini. Avrebbe dovuto avere scadenza trimestrale, e il numero zero era dato anno I - 1-2 marzo-giugno 1966. In alto a destra la copertina recava la scritta «bozze riservate». In quel numero era contenuto proprio l'articolo di La Malfa e Modigliani. La «Rivista economica» venne accantonata dal direttorio perché Carli e Baffi non ritenevano che fra i compiti del Servizio studi vi fosse «quello di accrescere il numero delle riviste economiche in circolazione». Oltre all'articolo di La Malfa e Modigliani, in quella rivista era contenuta anche l'indagine su *Reddito, risparmio e alcuni consumi delle famiglie italiane*, di Fazio, Miurin, Rey e Ulizzi; un articolo di Francesco Masera, *I movimenti di capitali bancari e la politica monetaria italiana (1958-1965)*. A seguito della mancata uscita della pubblicazione della l'articolo di La Malfa e Modigliani fu passato a «Moneta e credito» dove venne effettivamente pubblicato.

¹² L'annuncio del rovesciamento della politica monetaria in senso restrittivo avvenne nelle *Considerazioni finali* lette da Guido Carli nel maggio del 1963. Quelle *Considerazioni* provocarono un'impressione profon-

dissima, ma in quei giorni prevalse una lettura politica di esse: si disse che Carli attaccava il centro-sinistra in quanto criticava gli effetti sui mercati finanziari della «nazionalizzazione» dell'energia elettrica, si disse che appoggiava la politica di restrizione salariale attraverso la proposta di «politica dei redditi» di matrice lamalfiana, si disse che attaccava la programmazione, La Malfa scrisse sulla «Voce repubblicana» che al contrario Carli chiedeva proprio la programmazione. Fra tutti gli analisti ve ne fu uno solo, Costantino Bresciani Turrone, che sul «Corriere della sera» del 21 giugno 1963 (*La situazione monetaria e la politica del credito*) scrisse che forse, «se non fosse ormai caduta in desuetudine», la conseguenza delle parole di Carli sarebbe stata «la manovra del saggio di sconto», ovvero il rialzo dei tassi d'interesse. Di fatto, il tasso di sconto non venne alzato, si preferì agire sul tasso d'interesse dei titoli di Stato: i tassi d'interesse a lungo termine passarono dal 6,32% del terzo trimestre del 1963 all'8,18% del secondo semestre del 1964. Ma secondo Spinelli e Fratianni in quel periodo (*op. cit.*, p. 513) «i tassi reali salgono rapidamente di circa sei punti percentuali».

Considerazioni finali sul 1962, p. 511: «Di fronte all'aumento dei costi manifestatosi nel corso del 1962 e della non evitabile proiezione di esso sui prezzi, anche se una quota degli aumenti è stata assorbita dalla riduzione dei profitti, l'istituto di emissione, come si è già posto in rilievo, ha creduto di assolvere ai propri compiti immettendo liquidità nel sistema in misura sufficiente a finanziare il processo produttivo che si svolgeva a prezzi crescenti, per evitare incidenze sfavorevoli sulla continuità dello sviluppo. Esso ha fatto ciò senza esservi tenuto da alcun obbligo e ne porta quindi intera la responsabilità. Ma l'istituto di emissione verrebbe meno ai propri doveri se mancasse di avvertire che, in presenza dell'afflusso sul mercato dei capitali di domande non coordinate tra loro del settore pubblico e del privato in dimensioni eccedenti le disponibilità presumibili del risparmio, esso non potrebbe, nelle attuali condizioni di bilancia dei pagamenti, assicurarne il soddisfacimento mediante iniezioni di liquidità che generino aumenti di domanda eccedenti le possibilità dell'offerta; altrimenti potrebbe manifestarsi un disavanzo nei rapporti con l'estero di dimensioni non compatibili con il mantenimento di un livello delle riserve valutarie corrispondente alle esigenze di una economia, come la nostra, altamente integrata in quella internazionale».

¹³ Nelle *Considerazioni finali* lette il 31 maggio del 1963 (una settimana prima Aldo Moro aveva ricevuto l'incarico per formare il primo

governo della nuova legislatura, ma venti giorni dopo dovrà rinunciare aprendo la strada al primo dei governi balneari guidati da Leone) Carli volle provocare uno choc nell'opinione pubblica dicendo chiaramente che la Banca d'Italia non avrebbe finanziato qualsiasi fabbisogno di liquidità (p. 474): «Nell'accettare la responsabilità di finanziare aumenti dei costi che non avrebbero potuto, almeno parzialmente, non trasferirsi sui prezzi, abbiamo affrontato problemi complessi e siamo stati posti di fronte a gravi alternative». (p. 477) «L'accogliere questa interpretazione dei nessi causali che collegano costi prezzi profitti e offerta di moneta non implica che, da parte nostra, si accetti una concezione rassegnata del compito spettante alle autorità monetarie, nel senso di ammettere che queste debbano necessariamente provvedere l'economia di tutte le liquidità che essa richieda... Da parte nostra non si è creduto di porre in essere provvedimenti restrittivi, perché abbiamo giudicato esistessero margini di forze di lavoro suscettibili di combinarsi con altri fattori della produzione».

¹⁴ *Considerazioni finali* sul 1963, pp. 474 e 475.

¹⁵ Le relazioni annuali nelle quali diventa più forte ed esplicita un'analisi dell'economia reale e dei fattori produttivi sono quelle sul 1969 e sul 1970. La ragione di questo ripensamento dell'intera *Relazione annuale*, ma soprattutto di questo rafforzamento della parte reale è che nella sua prima versione, la parte del modello più completa era proprio quella reale e fiscale.

Si veda ad esempio nelle *Considerazioni finali* sul 1970, questo breve *excursus*: «Il rapido progresso dell'economia italiana nell'ultimo ventennio è derivato, per gran parte degli anni Cinquanta, dalle immissioni di nuove tecnologie, congiunte con l'applicazione di lavoro progressivamente migliorato nella qualità; successivamente lo sviluppo estensivo degli anni 1953-1963 ha ampliato e rafforzato il potenziale produttivo; dopo il 1964, il progressivo utilizzo di quest'ultimo e l'accrescimento dell'efficienza aziendale, ottenuti con il raggiungimento di dimensioni più economiche e con migliori combinazioni dei fattori produttivi, hanno consentito alla nostra economia di riacquisire un ritmo espansivo ancora sostenuto. Nelle condizioni odierne appare difficile prolungare questa fase». Questo passo fa parte di un capitolo delle *Considerazioni* intitolato *Profilo dell'economia italiana nel 1970. La domanda interna ed estera. Costi, prezzi, profitti*. Se andiamo alla relazione dell'anno precedente, anche lì troviamo un capitolo intitolato *Salari, costi, prezzi ed equilibri aziendali*

nel quale si parte dal dualismo, all'interno del sistema produttivo, tra «il settore delle attività maggiormente esposte alla concorrenza estera» e «quello delle attività che ne sono relativamente esenti», tra settori esposti e settori protetti dalla competizione di prezzo dei mercati internazionali. Questa distinzione, utile come strumento euristico fino ai giorni nostri, viene proposta da Ciampi, capo del Servizio studi, sulla base di studi originari dei paesi scandinavi nei quali il dualismo tra settori produttivi orientati al mercato interno e al mercato estero è ancora più accentuato che nel nostro paese.

Una distinzione analoga, ma non uguale, è presente già nella *Relazione sul 1965*, ma essa viene utilizzata come premessa di un'analisi dell'andamento squilibrato della dinamica salariale. Nel 1971, partendo da quella distinzione tra settori protetti e non, si giunge a individuare una «non omogeneità dei fattori produttivi» la quale fa sì che «all'espandersi della domanda e al conseguente innalzarsi del grado di utilizzo delle capacità produttive vengono impiegate attrezzature e manodopera progressivamente meno efficienti, determinandosi in tal modo le condizioni di rendimenti decrescenti per unità occupata». Questa analisi fa da premessa a una riflessione sugli effetti di una manovra monetaria espansiva: mentre nel periodo 1965-1966 vi erano fattori non utilizzati, e questa manovra aveva lo scopo di reinserirli nella produzione, nel periodo 1970-1971 questi margini non esistono più e una manovra espansiva viene caldamente sconsigliata dalla Banca d'Italia: «In queste condizioni il saggio di espansione monetaria rappresenta uno strumento di contenimento della domanda e, in ultima istanza, dei profitti». E ancora: «La proposizione: dare liquidità all'economia quanta ne richiede, equivale ad affermare: non dare liquidità che alimenti un disavanzo della bilancia dei pagamenti».

¹⁶ In una famosa intervista a Scalfari, Vittorio Foa, allora segretario confederale della Cgil («L'Espresso», 17 gennaio 1965), descriveva così la situazione dell'industria nel corso della crisi 1963-1964, da un punto di vista opposto per taluni aspetti a quello della Banca d'Italia: «Prenda la situazione attuale: fino a un anno fa eravamo ancora, più o meno, in una situazione prossima al pieno impiego e gli imprenditori superavano facilmente i salari previsti dagli accordi collettivi e pagavano salari di fatto assai più alti pur d'assicurarsi la mano d'opera necessaria. Oggi è in pieno sviluppo il processo opposto: ci sono alcuni licenziamenti, ma non è questo ancora il fenomeno più preoccupante. Più preoccupante è la riduzione degli orari lavorativi, la sospensione temporanea del lavo-

ro, le mancate riassunzioni di personale per sostituire gli operai che vanno in pensione [...] Così, mentre la produzione ristagna, le aziende portano a termine vasti processi di riorganizzazione e di concentrazione monopolistica, eliminando mano d'opera dal circuito produttivo, rafforzano il controllo delle direzioni aziendali in materia di tempi di lavoro, di cottimi, di qualifiche professionali».

¹⁷ La duplice crisi, valutaria e inflazionistica, del 1963-1964 è forse l'episodio fondamentale che rappresenta uno spartiacque nella politica monetaria italiana. La richiesta di svalutazione della lira avviene nel marzo del 1964. E l'Italia riesce ad evitarla. La cronaca e l'interpretazione più completa della crisi, Carli la fa a Genova, al Circolo Nicolò Paganini, il 25 marzo del 1966, in una conferenza intitolata *Come amministrare un'economia senza frontiere*: «Riserve ufficiali: nel settembre 1963 – quindi in piena crisi di bilancia dei pagamenti, finanziata attraverso l'indebitamento bancario – le nostre riserve ufficiali sono di 3.926 milioni di dollari. Nel marzo del 1964 precipitano a 2.749 milioni di dollari; nel dicembre 1965 risalgono a 4.564 milioni di dollari [...] Fino al settembre 1963 il disavanzo della bilancia dei pagamenti ha lasciato integre le nostre riserve, perché lo abbiamo lasciato assorbire tutto dalla posizione delle banche; ha generato, cioè una posizione di debito delle banche italiane verso quelle dell'estero. In settembre, la situazione della bilancia dei pagamenti ha investito le nostre riserve, prima assorbendone le valute, che sono scese da 1.299 milioni di dollari nel settembre '63, a 801 nel marzo '64. Poi essa ha investito i nostri crediti sulle istituzioni internazionali: presso il Fondo monetario internazionale riassorbiamo tutto il credito, cioè 217 milioni di dollari. Da ultimo nel marzo '64, in presenza di una crisi di dimensioni drammatiche, abbiamo ceduto una piccola partita di oro, portando il livello delle nostre disponibilità in oro da 2.291 a 2.143 miliardi di lire. Non soltanto: l'azione difensiva si integra con massicci interventi sul mercato a termine. Il marzo del 1964 è il mese nel quale il mercato internazionale specula violentemente contro la lira. È noto che con questa espressione si suole intendere che molti operatori che non hanno lire vendono allo scoperto lire a termine. Il premio della lira tende a salire vertiginosamente: noi interveniamo e compriamo a termine 421 miliardi di dollari».

Quando la decisione a favore della svalutazione sembrava prossima, «Le Monde» pubblica nel luglio 1964 un articolo firmato da Jean Luc *L'impossibile svalutazione della lira*, nel quale la manovra della parità veniva cal-

damente sconsigliata, anche perché avrebbe costretto i partner comunitari, e la Francia in primo luogo a ritorsioni commerciali per contrastare la competitività di prezzo delle merci indebitamente conquistata. Anche i giornali italiani di proprietà della grande industria prendono posizione contro la svalutazione. Ad esempio Ferdinando Di Fenizio su «La Stampa» del 5 agosto 1964: *La svalutazione non ci convince. Un mutamento della parità monetaria sarebbe un cattivo affare.*

¹⁸ Il dualismo settore pubblico/settore privato preoccupava la Banca d'Italia perché la parte di economia controllata dallo Stato godeva di protezioni creditizie che la mettevano al riparo dagli impulsi della politica monetaria. La difesa di un equilibrio tra settore pubblico e privato, lungi dall'essere la difesa dell'«extraprofitto» e dei monopoli di cui parlava la sinistra, era forse per la Banca d'Italia anche un'auto-difesa, era la difesa dell'efficacia di una politica monetaria. Con la tendenza all'espansione dello Stato nell'economia accadeva che gli effetti di una stretta creditizia avevano effetti distributivi: agendo una stretta creditizia soltanto e soprattutto sulla parte privata dell'economia, essa favoriva indirettamente l'allargamento della sfera pubblica. La Banca d'Italia aveva individuato il pericolo per l'esistenza stessa della politica monetaria nel deficit del settore pubblico, alimentato spesso da enti posti al di fuori del bilancio dello Stato. E in quegli anni si studiavano tutte le strade per costringere lo Stato ad assumere dei correttivi.

In un primo momento, Carli denunciò i rischi di dualismo nel settore dei salari: i datori di lavoro pubblici erano più accondiscendenti alle richieste salariali e provocavano effetti di trascinamento e di emulazione: *Considerazioni finali per il 1962*, p. 476: «Non possiamo tuttavia esimerci dal constatare che l'estendersi dell'area nella quale operano enti pubblici, ove questi e le imprese controllate si sottraggano all'obbligo di seguire quei criteri di economicità nelle loro gestioni e abbiano facile accesso al credito, aumenta i pericoli di politiche salariali dualistiche con pregiudizio per lo sviluppo equilibrato dell'economia».

A causa di ciò, per i polemisti della sinistra Carli sarà sempre *Il signor Profitto*, come lo definisce «Paese Sera» il 1° giugno 1964.

¹⁹ La Banca d'Italia lamenterà per molti anni il fatto che la spesa pubblica sia fuori controllo a causa del fenomeno dei residui passivi, che impediscono una previsione dei flussi di cassa effettivi. Il fenomeno della distanza crescente tra il momento nel quale la spesa viene decisa e quando poi

effettivamente l'amministrazione riesce a spendere, si forma proprio negli anni successivi alla crisi del 1964.

Nelle *Considerazioni finali* per l'anno 1965 (maggio 1966) la Banca d'Italia lancia l'allarme sulla perdita di significato del bilancio dello Stato come strumento contabile: «L'espansione della spesa statale si è associata con l'aumento della quota di essa collocata fuori del bilancio di previsione, da finanziare con l'assunzione di mutui o con l'emissione di titoli. L'unità di bilancio viene così compromessa e la spesa pubblica si ingrossa, percorrendo una serie di condotti secondari i quali fanno apparire più modesta la portata del condotto principale». La creazione di settori in disavanzo (ad esempio i grandi comuni, gli enti previdenziali) al di fuori del bilancio pubblico è sentita a via Nazionale come il pericolo più grave contro la politica monetaria. Dal punto di vista dell'analisi economica, questa situazione va a intaccare il ruolo dello Stato come soggetto in grado di partecipare attivamente all'accumulazione del capitale: «a ciò spinge l'esigenza, affermata nel programma di sviluppo economico, di assicurare una adeguata partecipazione del settore pubblico alla accumulazione del capitale». Al fondo, dunque, agisce sempre l'idea dello sviluppo capitalistico come obiettivo principale dell'insieme di politica economica e monetaria. È la salvaguardia del ruolo dello Stato nello sviluppo, anche alla base della critica, anche feroce contro il piano Pieraccini, il primo esercizio di programmazione quinquennale, che era stato presentato l'anno prima. Carli critica il piano Pieraccini (ma in realtà preparato dal gruppo di programmatori guidati da Giorgio Ruffolo, e provenienti dall'ufficio studi dell'Eni di Giorgio Fuà), ma lo fa perché viene giudicato insufficiente al fine di garantire continuità agli investimenti e dunque allo sviluppo.

Da una lettera datata Roma, 4 gennaio 1965: «Dai lavori preparatori del progetto di programma economico si deduce che l'attuale livello dei profitti è troppo basso, che occorre innalzarlo e che senza di ciò non sarebbe ricostruibile un meccanismo di accumulazione del capitale compatibile con il livello di investimenti occorrente perché il reddito aumenti secondo le previsioni degli autori del programma». Nelle *Considerazioni finali sul 1965*, p. 419: «L'incertezza circa i tempi secondo i quali sono approvate leggi che autorizzano spese da finanziare con il provento di emissioni di titoli sul mercato, insieme con l'intrecciarsi di residui attivi e passivi e la imprevedibilità dei loro effetti sulla tesoreria, sono elementi che inducono a dubitare della possibilità di coordinare i movimenti di

cassa della pubblica amministrazione secondo un programma al quale gli organi responsabili della manovra monetaria possano far riferimento». È interessante notare come proprio nel contesto di questo scetticismo per il primo esercizio concreto di programmazione, la Banca d'Italia parla, pur con perplessità e dubbi, di un modello econometrico: «Sulla base delle informazioni disponibili riesce arduo procedere a simulazioni per mezzo di modelli econometrici, e la coerenza dei dati che se ne ottengono, fra loro e con quelli del reddito, appare dubbia».

Prima dell'arrivo di Modigliani, un primo abbozzo di modello econometrico era stato predisposto dall'Ufficio ricerche, d'intesa con il Servizio organizzazione-centro elettronico allora diretto dal dottor R. De Mattia, come testimonia un documento ad uso interno intitolato: *Costruzione di un modello econometrico per lo studio dell'economia italiana*, datato maggio 1964.

²⁰ Guido Carli volle presentare il modello econometrico ancor prima che fosse pronto in ogni suo dettaglio nella sua città, Brescia, il 7 febbraio 1970. Portò con sé alla Fondazione Università Milziade Tirandi i giovani leoni che vi avevano lavorato. Non tutti lo accompagnarono. Rey, ad esempio, era contrario al presentare in pubblico un modello che chiaramente non era ancora completo e di cui a quell'epoca «girava» soprattutto la parte che produceva le variabili reali da introdurre nella parte monetaria del modello, senza che però questa retroagisse sulla prima.

La conferenza di Carli si intitolò: *Vincoli nella politica economia italiana*. E proprio il primo insieme di funzioni ad essere descritto fu quello relativo agli investimenti: «Gli investimenti industriali sono il centro motore dello sviluppo dell'economia. Essi suscitano la domanda, che a sua volta suscita l'occupazione industriale. Quanto maggiore l'investimento, tanto maggiore l'espansione della domanda; quanto maggiore l'espansione della domanda, tanto maggiore l'occupazione industriale; quanto maggiore l'occupazione industriale, tanto maggiore la possibilità di spingere verso l'alto la massa salariale. Quanto più questa aumenta, quanto più ne riceve alimentazione la domanda. Ma i salari influiscono sulla domanda, che alla propria volta migliora la produttività nel sistema industriale; quanto più migliora la produttività del sistema industriale, tanto più il sistema è in condizione di far affluire maggior quantità di prodotti».

La migliorata produttività, traducendosi anche in più ampi margini di profitto, suscita maggiori investimenti, che alla loro volta provocano una espansione della domanda dando così l'avvio al processo descritto

più sopra. Ma gli investimenti sono, in parte, legati alla relazione tra costi e prezzi, e questi sono collegati ai prezzi interni e ai prezzi internazionali. La politica monetaria esercita essa stessa un influsso; esistono infatti certe relazioni fra quantità di moneta e domanda, fra quantità di moneta e prezzi, fra prezzi e costi, fra prezzi, costi e profitti, fra prezzi, costi, profitti e investimenti, fra investimenti e domanda, fra domanda e salari, fra salari e domanda».

Due anni dopo, sempre a Brescia, Carli aggiungerà: «gli investimenti, soprattutto gli investimenti nell'infrastruttura sociale, appaiono sempre di più in questo nostro paese come condizione necessaria dello sviluppo economico e come condizione di attenuazione di quelle tensioni, le quali, a propria volta, contribuiscono ad aggravare le difficoltà».

La centralità degli investimenti nel primo modello econometrico è così accennata: «ho accennato anche all'esigenza che la determinazione del disavanzo del settore pubblico obbedisca alla condizione di far collimare la domanda e offerta in corrispondenza del livello di massima utilizzazione delle risorse. Le nostre indagini sembrano dimostrare che la spesa pubblica concorre a sollevare effetti espansivi del reddito in misura tanto maggiore, quanto più essa si dirige verso gli investimenti».

²¹ L'idea che l'adesione al Mec avrebbe comportato gravi rischi di deindustrializzazione erano largamente condivisi, sia a destra, sia a sinistra, nella Confindustria e nei sindacati. Carli ha raccontato gli argomenti principali contro l'adesione in *Cinquant'anni di vita italiana*, nel capitolo *Un complesso d'inferiorità* (pp. 164-166) nel quale racconta la sua prima conferenza stampa televisiva, il 3 gennaio 1958, in veste di ministro per il Commercio estero.

Nel maggio di quell'anno, durante il dibattito all'Accademia dei Lincei, il suo maestro Marco Fanno ripeterà proprio questa tesi: il timore di una deindustrializzazione del Mezzogiorno: «... ci troveremo di fronte a questa situazione paradossale, per cui nel momento stesso nel quale studiosi e uomini di governo attribuiscono concordemente le condizioni disagiate dei cosiddetti paesi arretrati al fatto di essere rimasti esclusivamente agricoli, e suggeriscono per migliorarla la loro industrializzazione, si attuerebbero con l'apertura del Mercato comune provvedimenti diretti bensì, nelle intenzioni dei loro fautori, ad avvantaggiare tutti i paesi partecipanti, ma destinati in realtà, ad avvantaggiare soltanto alcuni di essi a spese di altri». L'effetto sarà un aumento della disoccupazione strutturale: «Né sembra probabile che gli operai licen-

ziati dalle industrie in contrazione possano rioccuparsi completamente in un tempo relativamente breve nelle industrie in espansione, anzitutto perché queste, costrette dalla concorrenza ad ammodernarsi, sono adatte a sostituire le loro vecchie attrezzature con attrezzature nuove automatiche, che escludono l'impiego di numerose maestranze...». A riprendere la lezione di Fanno, e a renderla estrema, fu negli ultimi anni della sua vita Federico Caffè il quale condusse una battaglia feroce contro il falso «liberoscambismo» della Cee. Caffè cita Fanno in un articolo nel quale rivaluta il protezionismo, cercando di emendarlo dall'accusa di autarchia: *È consentito discutere di protezionismo economico?*, pubblicato da «Astrolabio» del 28 giugno 1977, numero 12, e ripubblicato in Federico Caffè, *La solitudine del riformista*, Torino, Bollati Boringhieri, 1990, pp. 237-240. Ma già nel 1971 Caffè scriveva su «Il Mondo» un articolo intitolato *Gli sperperi dei nove*.

In un convegno del maggio 1952, organizzato dalla Confindustria a Ca' Giustiniani, si schierarono contro l'idea del Mec, che muoveva allora i suoi primi passi, economisti come Pietro Jannaccone e Amedeo Gambino, che la vedevano come una grande operazione autarchica ai danni del resto del mondo. Cfr. De Cecco, in Lunghini, Einaudi, 1981, cit.

²² Modigliani sarà sempre un po' stupito del fatto che la Banca d'Italia abbia dato tanta importanza alla distribuzione del reddito tra salari e profitti. Nell'articolo La Malfa-Modigliani proprio questa centralità della distribuzione del reddito è in discussione, per poi essere esplicitamente rigettata nell'articolo Modigliani-Tarantelli sulla funzione del consumo: *La funzione del consumo in un'economia in via di sviluppo e l'esperienza italiana* in «Rivista italiana di scienze sociali», vol. 46, n. 4, luglio-agosto, 1975. Spinelli e Fratianni sintetizzano così la lettura di La Malfa e Modigliani di quello che era il modello implicito, fondamentalmente neoclassico, nelle *Relazioni* della Banca d'Italia della prima metà degli anni Sessanta (*Storia monetaria...*, cit., p. 691): «... La domanda aggregata è fortemente dipendente dalla distribuzione del reddito tra salari e profitti. Gli aumenti salariali si traducono soprattutto in una maggiore domanda di beni di consumo, mentre gli aumenti dei profitti creano soprattutto maggiori investimenti [...] Quando i salari crescono, la propensione media al risparmio si contrae; di conseguenza, cresce la domanda aggregata e crescono le importazioni. Si avverte allora un peggioramento delle partite correnti. Simultaneamente, a seguito della riduzione dei profitti e degli investimenti, la produzione interna si contrae ed il sistema entra

in recessione [...] Qualora le autorità volessero correggere lo squilibrio dei conti con l'estero, sarebbe necessario ripristinare la vecchia distribuzione del reddito...». Come si è osservato prima, questa tesi è in netto contrasto con il cuore della *Life Cycle Theory* di Modigliani, secondo cui il risparmio aggregato dipende dal tasso di crescita del reddito, indipendentemente dalla sua distribuzione.

²³ Baffi si riferisce al fatto che in Gran Bretagna, dove le vendite a rate con forme di finanziamento erano molto diffuse, si era introdotto l'obbligo che una parte della spesa venisse in ogni caso fatta in contanti: ad esempio la vendita a rate poteva avvenire sul 50% del prezzo di un bene, ma non sull'intera somma.

²⁴ In un appunto inedito datato 5 luglio 1964 Carli sviluppa questa riflessione sulla base dei lavori preparatori per la presentazione del primo piano quinquennale di programmazione economica 1965-1969 (ministro Pieraccini): «L'economia italiana ha dato la dimostrazione di un alto grado di flessibilità. Ciò è accaduto più nel settore privato che in quello pubblico. Ma non sarebbe possibile seguire a sottoporre il primo alle scosse violente alle quali è stato sottoposto negli ultimi anni. Esso è divenuto estremamente fragile: non sopporterebbe gli urti derivanti da ulteriori aumenti del costo di lavoro e dalla imposizione di oneri contributivi di qualunque specie. Urgono provvedimenti che sollevino le imprese di una parte degli oneri che ne soffocano l'attività. Urge soprattutto di ricostituire prospettive di lungo periodo senza le quali gli imprenditori non decidono nuovi investimenti. Ma queste prospettive diverrebbero vane se si accogliessero le soluzioni proposte nel progetto di programma di sviluppo economico per il quinquennio 1965-1969 inequivocabilmente dirette a trasferire maggiori quote di potere decisionale dal mondo imprenditoriale alla collettività».

²⁵ *Considerazioni finali sul 1964*, lette nel maggio 1965, p. 511. È il momento nel quale Carli esce allo scoperto contro le ipotesi di usare il credito come strumento principe di programmazione, settore per settore che era propugnato sia dal gruppo della sinistra di Ruffolo, sia dalla corrente cattolica di Giordano Dell'Amore: «... riteniamo che, nella strategia economica di uno Stato moderno, il controllo qualitativo del credito bancario debba classificarsi tra i dispositivi di riserva e che esso debba essere usato moderatamente in talune situazioni congiunturali, piuttosto che costituire una componente permanente della politica del credito».

²⁶ Al tempo governatore della Banca d'Inghilterra.

²⁷ Fino all'inizio degli anni Settanta, la Banca d'Italia ha tenuto ferma la funzione del consumo di matrice kaldoriana che si basava sulla distinzione tra salari e profitti, ovvero sulla diversa propensione al consumo tra i percettori di altri redditi, e i percettori di reddito da lavoro dipendente. Per i primi, i percettori del profitto, la propensione al consumo era molto inferiore. Nella realtà italiana oltre 7 milioni e mezzo di persone erano catalogate come lavoratori autonomi (circa il 30% della forza-lavoro), e in quegli anni queste categorie dovevano accumulare in quanto erano al di fuori del sistema previdenziale pubblico. Nei paesi più avanzati la percentuale di percettori di redditi da capitale non superava il 10%. Questa differenza quantitativa giustificava un'analisi differenziata tra «profitti» e «salario» che infatti sarà uno dei capisaldi anche del primo modello econometrico della Banca nonostante le critiche di Modigliani. A contestare la validità di questa differenza e della funzione del consumo sottostante saranno Franco Modigliani e Ezio Tarantelli in un loro celebre articolo intitolato *La funzione del consumo in un'economia in via di sviluppo e l'esperienza italiana*, in «Rivista internazionale di scienze sociali», vol. 46, n. 4, luglio-agosto 1975, e ripubblicato in Franco Modigliani, *Reddito, interesse, inflazione*, a cura di Tommaso e Fiorella Padoa Schioppa, Einaudi, 1987. La tesi Modigliani-Tarantelli è che la differenza di comportamento tra le due tipologie di redditi è inferiore a quanto ipotizzato dall'equazione kaldoriana. La differenza più importante tra il modello Fazio-Rey che Modigliani trovò abbozzato al suo arrivo in Italia e il modello elaborato da Modigliani nel 1967-'69 per gli Usa era proprio la presenza nel primo di questo dualismo che sarà analizzato più tardi da Marcello De Cecco nelle sue ricerche sulla segmentazione del mercato del lavoro: un settore ad alta intensità di capitale, ad alta tecnologia e un settore «spugna» con occupazione in eccesso.

Nel citato articolo La Malfa-Modigliani *Congiuntura e politica monetaria*, l'analisi su come le *Considerazioni finali sul 1964* interpretarono la stretta monetaria del 1963-'64 è tutta giocata sulla critica dello schema kaldoriano implicito in questa funzione del consumo: «... ci sembra di poter rilevare che la variabile su cui si impenna il modello della Banca sia rappresentata dalla distribuzione del reddito tra redditi da lavoro dipendente e profitti (altri redditi). Tale posizione centrale le deriva dal fatto che, nel pensiero della banca, essa è direttamente controllabile mediante la politica monetaria e allo stesso tempo esercita un'influenza deter-

minante sul risparmio, sul consumo, sugli investimenti, e quindi sull'occupazione e sulla bilancia dei pagamenti [...] Poiché si ritiene che la propensione al risparmio dei percettori di salari sia inferiore a quella dei percettori di altri redditi, una redistribuzione del reddito a favore dei primi riduce il flusso del risparmio e, di conseguenza, il flusso degli investimenti e quindi dell'occupazione (cfr. *Relazione 1963*, p. 488)».

²⁸ L'analisi più cruda di questo fenomeno viene fatta da Guido Carli in una lettera (destinatario ignoto) dell'11 gennaio 1969, dove è evidente un crescente pessimismo del governatore: «L'estensione del settore pubblico crea stabilità di occupazione per alcuni privilegiati, ma induce i lavoratori in cerca di occupazione a rifiutare le offerte di lavoro del piccolo imprenditore, in attesa di assunzione da parte di imprese pubbliche e di quelle private che per essere grandi sono assimilabili alle prime. Ancora una volta il danno cade sulle imprese piccole, verso le quali si dirigono inutilmente le provvidenze agevolanti. Se l'economia italiana continuerà ad essere basata su imprese medie e piccole, molto dipenderà dalla volontà degli uomini che le dirigono: temo però che alcuni sintomi dimostrino che quelle volontà diventano meno tenaci».

²⁹ La vera grande battaglia di potere in quegli anni è sul controllo del credito, che viene da subito individuato come possibile strumento di programmazione. Lo sforzo della Banca d'Italia sarà quello di spostare su altri terreni la programmazione e di difendere al massimo la sfera di autonomia operativa del sistema creditizio. Tuttavia culturalmente tutti i partiti artefici del centro-sinistra (non soltanto i socialisti di Riccardo Lombardi) avevano questa concezione del controllo qualitativo del credito come strumento di programmazione in mano all'autorità politica. Basta leggere una pagina di Ferdinando Ventriglia, democristiano e assistente di Emilio Colombo, dalla rivista «Realtà del Mezzogiorno», n. 1, gennaio 1962, *Il credito*: «Il Comitato interministeriale del credito non dovrebbe più limitarsi ad assicurare l'equilibrio fra domanda e offerta di capitali, ma dovrebbe anche concedere le autorizzazioni di ricorso al mercato soltanto per il finanziamento di certi investimenti e non di altri...».

³⁰ Proprio per assicurare continuità allo sviluppo, la Banca d'Italia assume una politica monetaria via via più restrittiva. Questa connessione viene spiegata nella *Relazione annuale sul 1964*, dove si giudica inopportuno un sostegno monetario alla domanda, ovvero «l'aumento indiscriminato della domanda ottenuto finanziando con il credito dell'isti-

tuto di emissione, ossia con l'espansione monetaria, attività produttive addizionali, che non avrebbero trovato sostegno nel flusso di risparmio». La conseguenza di una ripresa drogata con il credito e la liquidità, secondo la Banca d'Italia, sarebbe che le imprese «... pur in assenza di un effettivo equilibrio tra costi e ricavi [continuerebbero] a produrre, ma ridurrebbero il volume degli investimenti». L'effetto finale di una siffatta politica espansiva sarebbe l'opposto di quanto desiderato, vale a dire «un effetto ritardatore dello sviluppo». *Considerazioni finali del 1964*, p. 509.

⁵¹ Nella conferenza *Come amministrare un'economia senza frontiere* (Genova, 25 marzo 1966) è spiegato come la posizione delle banche sull'estero sia uno strumento dell'autorità monetaria e come sia manovrabile, sulla base di atti amministrativi, in modo da contrastare andamenti non desiderati della bilancia dei pagamenti, e quindi rappresenti una sorta di prima linea di difesa esterna, vinta la quale si passa alla difesa delle riserve valutarie, la terza linea di difesa essendo rappresentata dalle linee di credito presso le istituzioni monetarie internazionali e dalla riserva aurea: «... nel periodo in cui le banche italiane hanno aumentato il debito verso l'estero, hanno diminuito il debito per cambi a consegna nei confronti dell'Ufficio italiano dei cambi. Successivamente, quando le banche hanno estinto un debito nei confronti dell'estero e, quindi, hanno equilibrato la posizione verso l'estero, essendo esse fortemente creditrici in valuta della clientela italiana, hanno trovato contropartita nell'Ufficio italiano dei cambi».

⁵² Nel discorso per la giornata mondiale del risparmio dell'ottobre 1964, si fa una prima analisi della crisi valutaria e della stretta creditizia, fresca di poche settimane, e ci si pone esplicitamente il problema della gerarchia degli obiettivi che la banca centrale deve perseguire. Carli dice questo sulla bilancia dei pagamenti: «Ma l'equilibrio della bilancia dei pagamenti non costituisce un obiettivo in sé; costituisce la condizione senza la quale in un mercato come il nostro, collegato con il mercato internazionale, non riuscirebbe possibile attuare alcuna politica di sostegno agli investimenti. In presenza di una situazione di prossimità alla piena occupazione e di disavanzi della bilancia dei pagamenti le autorità monetarie dovevano considerare le conseguenze derivanti dalla creazione di potere d'acquisto addizionale. Nei limiti entro i quali esso si fosse diretto verso le imprese nazionali avrebbe sospinto all'insù i prezzi dei prodotti e da ultimo avrebbe attratto in maggior copia merci dall'estero; in

parte il potere d'acquisto aggiuntivo sarebbe stato speso immediatamente per acquistare merci straniere e in questo modo non avrebbe influito sui prezzi; per l'una e per l'altra via ne sarebbe derivato un ulteriore aggravamento del disavanzo della bilancia dei pagamenti. Il sistema economico avrebbe subito la perdita di una parte del potere d'acquisto immessovi e l'occupazione interna non sarebbe aumentata o addirittura sarebbe diminuita; inoltre l'aggravarsi del disavanzo della bilancia dei pagamenti avrebbe stimolato esportazioni di capitali lecite e illecite».

⁵³ «L'Espresso» del 23 giugno 1963 pubblica un articolo di Eugenio Scalfari intitolato *La filosofia della Banca d'Italia*. L'esordio è dedicato all'interdipendenza tra bilancia dei pagamenti, livello dei prezzi, profitti e salari: «Chi guarderà con occhi di storico alle vicende dell'economia italiana dal 1947 ad oggi, non faticherà ad arrivare alla conclusione che la variabile indipendente del sistema, quella che ha governato tutte le altre, è stata la bilancia dei pagamenti. Per almeno undici anni, fino al 1958, fu il pareggio dei nostri conti con l'estero a segnare il limite massimo della politica degli investimenti, ritardando consapevolmente i ritmi di sviluppo e i livelli di reddito e d'occupazione. Dopo il 1958 lo sviluppo si fece più rapido e sembrò per un momento di aver subordinato alle proprie esigenze tutte le altre quantità del sistema...».

L'articolo di Scalfari provoca una discussione serrata in via Nazionale. L'argomento è noto, e sarà avanzato più volte da parte degli economisti di area socialista: il modello di un'economia trainata dalle esportazioni e dunque tributaria della crescita dei commerci internazionali ha imposto la moderazione salariale come condizione del permanere della competitività delle merci italiane, ma ciò ha precluso che la crescita del reddito delle famiglie favorisse un aumento della componente interna della domanda. Scalfari tornerà sull'argomento, ad esempio nella lunga intervista a Vittorio Foa, già citata, nella quale il sindacalista spiega il perché del rifiuto di una «politica dei redditi» e all'interno di essa motiva anche il rifiuto di un modello di sviluppo *export-led*. Nell'intervista Foa dice a Scalfari (*Carli si sbaglia?*, «L'Espresso», 17 gennaio 1965): «... Dunque è bene non farsi troppe illusioni sul perdurare di un volume di esportazioni ad alto livello. È evidente che, quando gli sbocchi all'estero diminuirono, il solo fattore di sostegno per l'industria italiana sarebbe la domanda interna. In queste condizioni pensare ad una tregua salariale, ad un contenimento cioè del potere d'acquisto delle masse dei consumatori, è un errore di estrema gravità. C'è bisogno esattamente del contrario: il

potere d'acquisto dei consumatori deve poter aumentare per sostenere la domanda e, per conseguenza, la produzione».

Nel giugno del '63 a via Nazionale viene deciso che a rispondere a Scalfari sia Paolo Baffi. Il motivo, presumibilmente, è che l'articolo di Scalfari abbraccia un arco temporale di cui solo Baffi è testimone e rappresentante al massimo livello, essendo Carli arrivato nel 1959 come direttore generale: Paolo Baffi, *Note sull'articolo di Eugenio Scalfari sulla filosofia della Banca d'Italia*, in «Mondo economico» del 29 giugno 1963: «... a) la bilancia dei pagamenti è un vincolo (*constraint*) piuttosto che una variabile indipendente, la misura dell'indebitamento richiedono (come ben sanno i Paesi sottosviluppati) il concorso di volontà esterne a quella dei gruppi nazionali al potere; b) uno sviluppo ancor più rapido di quello avutosi avrebbe posto problemi di qualificazione di mano d'opera e di apprestamento di infrastrutture difficilmente solubili in breve tempo, e quindi avrebbe condotto ad una produttività media generale delle combinazioni produttive (per unità di capitale/lavoro applicata) inferiore a quella ottenuta con uno sviluppo meno tumultuoso...».

Baffi conclude criticando la periodizzazione di Scalfari: «... L'Autore stabilisce una contrapposizione artificiosa tra gli anni fino al 1958 e quelli dal 1959 in poi: è ben vero che in questi ultimi lo sviluppo del reddito è stato anche più rapido, ma tale risultato ha potuto ottenersi rispettando sempre il vincolo esterno dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti: si è trattato anzi, sino all'autunno 1962, di anni singolarmente favorevoli anche sotto questo profilo. Il richiamo che le autorità monetarie si sono affrettate a fare al vincolo esterno, di fronte all'insorgere di un sostanziale disavanzo, non afferma dunque una direttiva nuova nella politica monetaria, bensì sottolinea che una condizione di questa, sempre idealmente presente (ed espressamente indicata nei documenti ufficiali) è divenuta concretamente operante...».

La risposta scrupolosa di Baffi provoca un articolo di replica di Scalfari un po' risentito, intitolato *Guido Carli e il suo direttore* («L'Espresso» del 7 luglio 1963): «... [Baffi] è dunque un interlocutore ideale, anche se l'acutezza delle osservazioni che ha voluto dedicarmi s'accompagna qualche volta ad un tono di sufficienza che fa contrasto coi tratti di gentile timidezza ben noti a chi lo conosce».

³⁴ Il primo tentativo di programmazione venne fatto da Antonio Giolitti, ministro del Bilancio. Ma qui ci si riferisce al già citato «piano» quinquennale presentato dal ministro Pieraccini e approvato dal parla-

mento per il periodo 1965-1969. La Banca d'Italia farà un'opposizione aperta e senza quartiere al piano Pieraccini. In una delle sue rarissime audizioni parlamentari, Carli si esprime nei termini seguenti (12 ottobre 1966, *Interrogazione del signor governatore dott. Carli da parte della Commissione di studio della II commissione affari interni della Camera dei deputati presieduta dall'onorevole Sullo incaricata di condurre l'indagine sulla finanza locale*): «Il piano quinquennale precede l'indebitamento netto di alcuni dei grandi settori nei quali si suddivide l'economia, cioè prevede che il settore pubblico e i settori produttivi siano prenditori netti di fondi [...] Pertanto cinque grandi settori individuati dal Piano risultano deficitari, cioè domandano mezzi a qualcun altro. Chi è questo soggetto invisibile che li deve fornire? È il settore che, negli schemi econometrici, va sotto il nome di settore delle famiglie. Si parte cioè dal presupposto che le famiglie siano disposte ogni anno a non consumare tutto il reddito prodotto e a ricevere in cambio del reddito non consumato dei segni che sono rappresentativi dei loro crediti [...] Ma l'esperienza dimostra che esiste un limite oltre il quale questo processo non può proseguire. Come si ricostituisce allora l'equilibrio? O acquisendo una parte di beni reali dall'estero, cioè con un disavanzo della bilancia dei pagamenti, oppure distruggendo la parte eccedente di mezzi monetari attraverso l'aumento dei prezzi».

³⁵ Il commercio mondiale si espande più rapidamente dei mercati interni. Dunque, un paese che vuole recuperare posizioni rispetto agli altri partner commerciali deve puntare su un aumento della sua quota nel commercio internazionale. Innumerevoli sono i riferimenti a questo modello di sviluppo *export-led*, ad esempio A. Lamphalussy, *Contribution à une théorie de la croissance en économie ouverte*, nella rivista «Recherches Economiques de Louvain», 1963, pp. 715-733.

Per quanto riguarda la Banca d'Italia, vedi ad esempio *Considerazioni finali sul 1963*, p. 518: «... si aggiunge pertanto l'esigenza di fondo di ampliare l'inserimento del nostro paese nel commercio internazionale, per poter continuare a realizzare incrementi di reddito maggiori di quelli di altri paesi che già dispongono di un più elevato reddito pro-capite».

³⁶ È indubbio che in tutta la sua vita Carli esalti l'adesione al mercato unico europeo perché è convinto che l'apertura dei mercati favorisca il settore industriale e che dalla crescita di questo dipende l'aumento degli investimenti e dunque del reddito. Per i riferimenti agli econo-

misti che avvalorano questa tesi, vedi Ciocca, *L'instabilità dell'economia*, Einaudi, 1987, p. 215: «... Questi modelli sono associati ai nomi di Kindleberger, Lamphalussy, Beckerman. L'idea comune è quella di un nesso che leghi esportazioni, investimenti, produttività, esportazioni in un circolo virtuoso in grado di assicurare la crescita – secondo lo schema Harrod-Domar – senza che si determini un deterioramento del saldo commerciale».

Carli non mancherà mai di elencare i benefici del Mec. Ad esempio nelle *Considerazioni finali* sul 1966 (lette nel maggio 1967) a p. 375: «Tra il 1958... e il 1966, il prodotto nazionale lordo è aumentato di oltre metà, a un tasso annuo fra i più elevati nell'ambito delle economie occidentali. Durante il periodo sono stati creati oltre un milione di posti di lavoro nelle attività extra-agricole. Il nostro commercio di esportazione è più che raddoppiato, risultato questo che supera di gran lunga i progressi conseguiti nelle altre economie sviluppate, con l'unica eccezione del Giappone. La nostra partecipazione al commercio mondiale dei manufatti è salita dal 4 al 7%». Nella premessa a questa elencazione, Carli ci tiene a specificare che si trattò di una reazione spontanea e non artificiale dell'economia all'apertura del mercato.

Nella *Relazione annuale* dell'anno dopo (quella sul 1967), si legge a p. 353: «La componente estera è di particolare importanza per la nostra economia proprio perché le nostre esportazioni riguardano esclusivamente i manufatti. L'apertura dei mercati, che è stata una costante della politica economica italiana del dopoguerra, consente infatti di ampliare i confini che uno sviluppo economico, sospinto principalmente dalle attività di trasformazione, incontra dal lato della domanda. L'espansione dell'industria manifatturiera, recando con sé l'aumento dell'occupazione e della produttività genera un processo che si alimenta e si stende al settore terziario. La domanda per esportazioni sommandosi con quella interna provocata dall'aumento della massa delle retribuzioni e favorendo il conseguimento di economie di scala, stimola ulteriormente gli investimenti delle imprese, attraverso i quali vengono introdotte le tecnologie più avanzate. È questo, in sintesi, il processo di sviluppo che ha operato nel nostro Paese e che si ritiene necessario debba continuare negli anni futuri...».

Per una discussione approfondita di come si sviluppò la polemica tra gli economisti delle diverse ispirazioni su questo schema che legava lo sviluppo del reddito al nesso tra apertura dei mercati, aumento delle espor-

tazioni, investimenti nel settore manifatturiero, l'analisi più importante è quella di Ciocca, Filosa e Rey: *Integrazione e sviluppo dell'economia italiana nell'ultimo ventennio: un riesame critico*, in Banca d'Italia, *Contributi alla ricerca economica*, dicembre 1973, testo ripreso in P. Ciocca, *Integrazione, sviluppo, occasioni mancate tra il 1950 e il 1970*, in *L'instabilità dell'economia. Prospettive di analisi storica*, Torino, Einaudi, 1987, pp. 213-260.

³⁷ In quel periodo si parlava di saturazione delle infrastrutture pubbliche nel Nord, nonché di una possibile distorsione dell'uso del territorio con un pericolo di cementificazione. Tanto valeva investire al Sud, dove le infrastrutture erano sottoutilizzate e c'era un eccesso di offerta di lavoro.

³⁸ Carli volle inserire nel suo volume di memorie (*Cinquant'anni di vita italiana*, in collaborazione con Paolo Peluffo, Laterza, 1993) un ampio stralcio della lettera da lui inviata al ministro del Tesoro, Emilio Colombo, all'indomani della riunione del Consiglio dei ministri del 28 luglio 1967, che aveva deciso la costruzione della fabbrica di Pomigliano d'Arco (pp. 309-311): «... attribuito alla collettività il maggiore onere iniziale dell'insediamento della nuova fabbrica nelle province meridionali, converrà che la economicità di essa sia assoggettata in ogni momento alla verifica del mercato: ciò secondo me significa che le automobili dovranno essere vendute a un prezzo che non soltanto copra i costi di produzione, ma consenta all'impresa di ricostituire i capitali investiti e di assicurare loro una remunerazione...». E oltre: «... l'estensione dell'area occupata da imprese sottratte alla esigenza di adattare la propria organizzazione alle condizioni di mercato nella certezza che i mezzi finanziari non faranno difetto perché saranno procurati con l'accensione di nuovi debiti che riuscirà sempre possibile, non può non essere considerata con preoccupazione dal settore privato...».

³⁹ In quel periodo si usava come parametro il coefficiente marginale di capitale/reddito, ossia più basso era questo rapporto maggiore era la capacità di creare reddito con lo stesso investimento. Lo schema teorico al quale il Governatore fa riferimento in tutti i suoi interventi su questo argomento lo si può far risalire a una semplificazione di quello di Harrod-Domar; ossia il tasso di sviluppo del reddito dipende dalla propensione al risparmio e dal coefficiente marginale capitale-reddito. Pertanto, la selezione degli investimenti aventi un basso rapporto capitale-prodotto avrebbe generato il più elevato tasso di sviluppo del reddito.

⁴⁰ Nella sua presentazione del modello econometrico a Brescia, il 7 febbraio 1970, Carli spiegherà così le funzioni che legano politica monetaria e investimenti: «... la politica monetaria si riflette sopra il livello dei tassi d'interesse: quanto più alti i tassi d'interesse, tanto minore la convenienza ad investire. Ma se i tassi di interesse si abbassano al di sotto di certi limiti riesce difficile dirigere il risparmio sotto forma finanziaria verso le destinazioni alle quali lo si vuole indirizzare. Dunque, l'alternativa è: bassi tassi d'interesse, più investimenti, ma troppo bassi tassi d'interesse, deflusso di capitali, dunque non investimenti. Quale è la posizione intermedia sulla quale assestarsi? Ancora una volta le equazioni si propongono di dare alcune indicazioni».

⁴¹ Il dibattito giornalistico del tempo vide fiorire innumerevoli articoli sul tema: Carli è favorevole o contrario alla programmazione? Che poi era un modo di chiedersi perché Carli si mostrava ostile alla formula politica del centro-sinistra. Una risposta tecnica si trova in una lettera (4 gennaio 1964) che Carli scrive dopo una delle riunioni preparatorie del *Piano di programmazione quinquennale 1965-1969*, quello che poi venne presentato il 29 giugno del 1965: «Dai lavori preparatori del progetto di programma economico si deduce che l'attuale livello dei profitti è troppo basso, che occorre innalzarlo e che senza di ciò non sarebbe sostituibile un meccanismo di accumulazione del capitale compatibile con il livello di investimenti occorrente perché il reddito aumenti secondo le previsioni degli autori del programma. Soggiungo che per un Governatore di istituto di emissione, non vi è motivo di dare preferenza all'una o all'altra forma di meccanismo di accumulazione del capitale; ciò che importa è che ve ne sia uno, mentre oggi la forma propria di una economia mista, quale è la nostra, è stata gravemente menomata e non è stata sostituita con alcun'altra» (la nazionalizzazione delle imprese elettriche sembrava aver spostato il pendolo a favore del settore pubblico).

⁴² Il 15 marzo del 1967 viene arrestato Carlo Bazan, ex presidente del Banco di Sicilia. Gli vengono contestati 37 capi di accusa tra i quali peculato aggravato e continuato e falso in bilancio, viene accusato di aver concesso crediti inesigibili per oltre 50 miliardi anche ad alte personalità politiche. L'11 luglio del 1969 Bazan viene condannato a sei anni di reclusione e 800 mila lire di multa. Vengono condannati anche il filatelico Giulio Bolaffi e il giornalista Gaetano Baldacci per concorso in peculato. Questi ultimi vengono assolti con formula piena il 28 dicem-

bre 1970, nel processo di appello. L'altro episodio al quale allude Carli risale alla seconda metà degli anni Cinquanta, ed è il celebre caso del banchiere abusivo Giovan Battista Giuffrè, romagnolo, soprannominato il «banchiere di Dio», che aveva rastrellato grandi quantità di depositi tra Emilia Romagna e Marche, grazie all'aiuto delle parrocchie, promettendo remunerazioni tra il 70 e il 100% l'anno. Fu il ministro delle Finanze di allora, Luigi Preti, ad accusare Giuffrè il 20 agosto del 1958.

⁴³ Tutto il tenore di questo passo indica con chiarezza che il modello di sistema creditizio al quale si orienta il governatore Carli è un sistema «imprenditoriale», dove le banche sono imprese ed operano per produrre profitti e per rafforzare il proprio patrimonio, e non, come vasti settori politici ed economici di allora, uno strumento di redistribuzione del reddito. Carli rifiuta concettualmente che gli istituti debbano dare un rendimento maggiore a talune categorie disagiate.

Tuttavia proprio la consapevolezza del modello imprenditoriale di riferimento pone un problema storiografico di primaria importanza: perché se questo concetto era chiaro già negli anni Sessanta ci sono voluti decenni per impostare una riforma del sistema creditizio? Perché lo stesso governatore Carli ha fatto poco in quel settore?

Una risposta la abbozza Valerio Castronovo in *Storia economica d'Italia*, Einaudi, 1995, a p. 529: «impegnata a frenare lo strapotere dei partiti che miravano ad invadere pesantemente il mondo creditizio, la Banca d'Italia rimase paralizzata da una battaglia sulla difensiva e rinunciò a metter mano alla riforma delle banche per il timore che, giungendo in Parlamento, le intenzioni migliori venissero utilizzate per porre tutto il sistema sotto controllo politico».

Chi più ha fatto per imporre l'idea che la banca sia prima di tutto «impresa», sia essa di proprietà pubblica sia essa di proprietà privata, è stato Carlo Azeglio Ciampi, durante i suoi 14 anni di governorato. In una conversazione tenuta da Ciampi il 13 dicembre del 1994 a Milano presso l'Associazione per il progresso economico, questo processo è stato così riassunto dal governatore onorario: «Alla fine degli anni Settanta non era stata ancora fatta chiarezza sull'autonomia funzionale della banca. Le incertezze traevano origine dalla persistenza di ideologie dirigeristiche e trovavano appiglio nella natura pubblica della maggior parte degli istituti di credito. Non era del tutto venuta meno la pretesa di fare delle banche, soprattutto di quelle pubbliche, strumenti da usare per perseguire scopi specifici di intervento diretto dello Stato nell'economia.

L'assetto proprietario pubblico costituiva una delle cause della debolezza del sistema bancario, limitando di fatto all'autofinanziamento le fonti di rafforzamento del patrimonio. Venne allora dalla Banca d'Italia sostenuto con fermezza e con chiarezza che:

– l'attività bancaria ha carattere imprenditoriale: la banca è impresa;

– l'intermediazione bancaria, sia essa esercitata da una banca pubblica o privata, deve essere autonoma nello svolgimento della sua fondamentale funzione, costituita dallo scrutinio, dall'accettazione o dalla ripulsa dei progetti presentati dalle imprese di produzione e di scambio;

– nel caso delle banche pubbliche, la «pubblicità» attiene all'aspetto proprietario; non può, non deve concernere l'attività di impresa, per sua natura neutra e assoggettata al diritto privato». Per una carrellata vista dall'osservatorio della Banca d'Italia su come nel corso degli anni Ottanta si è riusciti ad impostare una riforma del sistema bancario, cfr. Pierluigi Ciocca, *Banca, finanza, mercato*, Einaudi, 1991, e in particolare i capitoli III, *L'efficienza bancaria*, IV, *Come le banche prestano denaro*, e V, *Progressi e problemi della struttura finanziaria italiana negli anni Ottanta*.

⁴⁴ Ci si è spesso stupiti che il padre spirituale della finanza laica di allora, Raffaele Mattioli, fosse rigorosamente favorevole al cartello bancario, anche nella quasi ventennale lotta contro Giordano Dell'Amore. In realtà, il cartello interbancario nasce dall'intuizione di un grande politico «laico», il maestro di Beneduce: Francesco Saverio Nitti, che già nel 1918, in qualità di ministro del Tesoro, costringe i quattro maggiori istituti a stipulare un accordo per regolare la concorrenza. Tra il 1929 e il 1932, l'Abi promuove un cartello che fissa tetti massimi alla raccolta. Questo accordo assume forza di legge nel 1936, sulla base dell'articolo 32 della legge bancaria che, non a caso, sarà sempre utilizzato dalla finanza cattolica guidata da Dell'Amore per rivendicare una regolamentazione dei tassi, attivi e passivi, da parte dell'autorità e non da parte di un accordo tra le banche. Nel 1952 il Ccir decide di non utilizzare più l'articolo 32 nel senso di un'imposizione amministrativa e lascia alle aziende di credito la possibilità di accordarsi. Il cartello vero e proprio nasce nel 1954. Nel 1963 il Ccir prende atto ufficialmente del testo del cartello interbancario e lo dichiara conforme agli obiettivi dell'autorità monetaria. L'accordo non viene più rinnovato dal 31 marzo 1982.

⁴⁵ La prima direttiva comunitaria di liberalizzazione dei movimenti di capitale è del maggio 1960; la seconda del dicembre 1963; nell'otto-

bre del 1964 viene progettata una terza direttiva che non verrà mai approvata. Nel novembre del 1966 viene presentato il rapporto Segrè sullo sviluppo di un mercato europeo dei capitali. Una spiegazione di come venne disattesa (tranne che in Germania) la decisione, presente nei Trattati di Roma, di liberalizzare i movimenti dei capitali è presente in Tommaso Padoa Schioppa, *L'Europa verso l'unione monetaria*, Einaudi, 1992, pp. 156-165.

Un riferimento a questa tematica nelle *Considerazioni finali* lette nel maggio del 1967 (p. 352): «Mentre infatti le autorità comunitarie sollecitano i paesi membri alla soppressione degli ostacoli che si oppongono alla libera circolazione dei capitali e ricercano gli adattamenti necessari affinché le disparità tributarie non abbiano a deviarne i flussi, i singoli paesi completano il processo di liberalizzazione in atto. La Germania e il Belgio hanno permesso da tempo ai residenti di importare capitali; la Francia dal gennaio scorso consente ai residenti di importare ed esportare capitali in qualunque forma, compresi i biglietti di banca».

Fu Mario Sarcinelli, da ministro del Commercio estero nel governo Fanfani nel 1987, ad attuare i primi, coraggiosi, provvedimenti di abolizione dei vincoli valutari.

⁴⁶ Carli fornisce i dati comparati sullo spessore del mercato finanziario, azionario e obbligazionario, nell'intervento letto in occasione della giornata mondiale del risparmio, il 31 ottobre 1964 (pubblicato come estratto al numero di ottobre 1964 di «Bancaria» con il titolo *L'azione monetaria per la ripresa degli investimenti e i suoi limiti*): «13. Nel 1962 le emissioni nette di valori mobiliari in Italia erano state di 2.630 milioni di dollari, quasi uguali a quelle della Germania e superiori a quelle della Francia. Nel 1963 in Italia sono state di 2.140 milioni di dollari e in Francia di 2.300. In Germania sono state di importo superiore. Se l'entità delle emissioni nette di valori mobiliari viene riferita al prodotto nazionale lordo, in Italia rappresenta circa il doppio di quanto essa risulta in media negli altri paesi membri del Mercato comune. Riferita agli investimenti fissi lordi rappresenta poco meno del doppio che in Germania, Olanda e Francia. Circa la destinazione del provento delle emissioni, si osserva che in Italia la quota di esso assorbita dal settore privato dell'economia normalmente è stata superiore da quella assorbita dallo stesso settore privato in Belgio e in Olanda; negli anni più recenti si è approssimata a quella assorbita dal settore privato in Germania e nel 1963 si è avvicinata gradualmente a quella affluita al settore privato in Francia».

⁴⁷ La riforma della società per azioni e del trattamento fiscale dei valori mobiliari è nell'agenda dei governi fin dall'inizio degli anni Sessanta. Ma anche in questo settore non si approda a nulla fino al 1974 quando nasce la Consob. Su come il mondo politico cercò di evirare il potenziale di regolamentazione della Consob al suo nascere, è indicativo il racconto di Carli nelle sue memorie (*Cinquant'anni di vita italiana*, Laterza, 1993, pp. 331-337 nel paragrafo «La travagliata nascita della Consob»). Carli mette in evidenza come nel progetto originario di La Malfa i commissari Consob non fossero in alcun caso di nomina politica: avrebbero dovuto essere espressi dalla Corte costituzionale, dalla Cassazione, dal Consiglio di stato, dall'Avvocatura generale dello stato, dalla Corte dei conti.

⁴⁸ Carli si riferisce alla costruzione dell'impianto siderurgico dell'Ilva di Taranto. A Taranto c'era anche la Shell, a Pozzuoli c'era l'Olivetti, Rivetti in Calabria e il tessile Monti a Pescara.

⁴⁹ Sul cambio dei biglietti vedi Carli, *Cinquant'anni di vita italiana*, p. 43.

⁵⁰ Quando Modigliani viene in Italia su invito di Francesco Masera, propone delle varianti al modello già preparato dall'Ufficio ricerche per testare alcuni aspetti specifici. La differenza tra i due è che per il futuro premio Nobel non giocava un ruolo determinante la ripartizione del reddito tra percettori di salario e percettori di profitto, così come non era rilevante la distinzione fra settore manifatturiero esposto alla concorrenza internazionale e settori protetti (costruzioni e servizi). Il risultato sarà un perfezionamento del primo modello sviluppato prima del suo arrivo sulla base però, nella parte finanziaria, di idee che Fazio aveva portato con sé dopo l'anno passato al MIT con Modigliani.

Nella Banca si aprì un confronto serrato, del quale le pagine successive del testo sono una testimonianza compiuta, tra due impostazioni concorrenti ed opposte:

1) Fazio e Modigliani avevano impostato modelli basati sul concetto di *high power money*, ovvero di moneta ad alto potenziale che, in definitiva, era la moneta creata dalla banca centrale. L'idea base della *high power money* è di derivazione monetarista, ed è la chiave di lettura proposta da Milton Friedman e Anna Jacobson Schwartz nella loro monumentale e celeberrima *A Monetary History of the United States*, pubblicata nel 1963 ma ripresa e sviluppata da Modigliani in un impianto di studi sulla moneta di impronta keynesiana.

2) Baffi ed Ercolani, e dietro ad essi tutta la struttura della Banca, usavano un modello dei flussi basato sulla liquidità, in cui tutti gli strumenti di liquidità (Bot e conti correnti postali) erano sullo stesso piano. Baffi aveva elaborato questo modello durante la sua permanenza alla Cornell University a metà degli anni Cinquanta. Ma la matrice culturale era indubbiamente il rapporto Radcliffe pubblicato nel 1959 che rappresentava il momento di massima analisi delle banche centrali su se stesse in quegli anni. Un banchiere centrale che molto ha influito sulle idee di Baffi, era il presidente della Banca nazionale dei Paesi Bassi, M. W. Holtrop. In Banca d'Italia era stata studiata in modo approfondito una *brossure* della Banca nazionale olandese che riportava gli estratti del rapporto Radcliffe con le interviste di Cairncross e Sayers allo stesso Holtrop. Secondo il modello Holtrop la banca centrale non aveva il controllo solo sulla base monetaria, ma sull'intera liquidità del sistema. Al contrario i cultori della base monetaria ritenevano che, controllando questa, tu controllavi anche la liquidità (la *manopola* di Modigliani).

Il modello che ispirava Baffi era dunque uno schema contabile secondo il quale il controllo della liquidità del sistema definiva il controllo della domanda aggregata: quanto più liquidità circola nel sistema, tanto meno la banca centrale è in grado di gestire la domanda. Semplificando: le variabili reali definiscono il rapporto tra risparmio e investimenti; da questi si derivano i disavanzi tra attività e passività finanziarie; i saldi, ovvero le attività finanziarie liquide possono rappresentare un pericolo perché possono essere trasformate in moneta alimentando i consumi.

Non è dunque un caso che prima che iniziasse il lavoro sul modello econometrico, Rey venne inviato da Carli e Baffi in Olanda per studiare il modello dell'istituto dei Paesi Bassi. I risultati della visita sono contenuti nell'articolo *Il controllo della liquidità nei Paesi Bassi*, in «Rivista internazionale di scienze economiche e commerciali», Padova, Cedam, n. 5, 1963: «... l'ipotesi che sta alla base del modello è che qualora tutto il reddito guadagnato venisse consumato o trasferito ad altri settori sotto forma di risparmio, il flusso monetario sarebbe neutro e come tale non vi sarebbero pressioni né inflazionistiche né deflazionistiche [...] questo modello studia gli effetti inflazionistici o deflazionistici dovuti alla creazione o distruzione di liquidità e/o della accumulazione o della liquidazione delle attività liquide [...] Allo stesso tempo mira a rilevare a quali settori si debbano attribuire tali distorsioni e per quanto possibile anche il loro ammontare [...] Il modello matematico che sta alla base di questa

analisi degli impulsi monetari è estremamente semplice e si rifà alla teoria quantitativa della moneta. Esso assume che la variazione positiva del reddito trova la sua origine in un atto autonomo di finanziamento». Ercolani difende proprio un modello basato sull'analisi dei flussi della liquidità, mentre Modigliani gli contrappone un modello basato sulla identificazione della moneta ad alto potenziale come fonte principale della creazione di base monetaria. Carli oscillerà a lungo tra i due diversi riferimenti culturali. Il risultato sarà nella *Relazione annuale per il 1967* l'introduzione del concetto di base monetaria e dunque una sostanziale vittoria di Fazio e Modigliani.

⁵¹ Modigliani e Carli alludono a quella che venne definita la politica di *stabilizzazione* dei corsi che venne attuata tra il 1966 e il 1969. Così spiega quel meccanismo Antonio Fazio in *La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978*, in «Moneta e Credito», n. 127, settembre 1979: «Per incoraggiare la domanda spontanea da parte del sistema bancario e il collocamento presso il pubblico si dà inizio, nella prima metà del 1966, a una politica di stabilizzazione dei corsi, garantendo un rendimento per i titoli degli istituti di credito mobiliare intorno al 6,5% e per i titoli di Stato intorno al 5,5%. Con tale politica la Banca d'Italia si pone come acquirente o venditrice, a prezzi predeterminati e per importi teoricamente illimitati, di una larga gamma di titoli pubblici trattati sul mercato mobiliare. Il livello dei tassi viene scelto in funzione del livello prevalente sui mercati internazionali e del saggio di inflazione all'interno».

Un dibattito che si sviluppò subito fu se questa politica creasse liquidità o distruggesse, con la conseguenza di definire la politica della banca centrale come lassista o restrittiva. In questo senso va interpretata l'allusione al fatto che la banca era anche venditrice di titoli.

Dice ancora Fazio: «Durante il periodo di stabilizzazione dei corsi, dato anche il basso tasso di inflazione, la banca centrale diviene, rispetto al mercato, venditrice netta di titoli anziché acquirente». E oltre: «L'andamento degli interventi [...] dimostrano che la stabilizzazione dei tassi d'interesse, realizzata anche mediante un intervento teoricamente illimitato della banca centrale, non comporta necessariamente un aumento della base monetaria e della moneta, purché il livello dei tassi prescelto per la stabilizzazione risulti sufficientemente elevato». «I vantaggi di una politica di stabilizzazione, rispetto a una politica che si basa semplicemente sull'espansione monetaria [...] consiste nella possibilità di alterare, in qualsiasi momento, in senso restrittivo, il grado di liquidità

dell'economia mediante la sospensione degli interventi: ciò in conseguenza del contenimento del volume di base monetaria e dei depositi che si ottiene, appunto, con la politica di stabilizzazione».

⁵² Il *tap system* è il sistema «a rubinetto»: quando il sistema bancario aveva un eccesso di riserve libere si rivolgeva alla Banca d'Italia per investire in Bot al tasso anticipato del 3,50%, viceversa quando aveva bisogno di base monetaria cedeva Bot e la Banca era obbligata a comprare, in quantità teoricamente illimitata.

Era un automatismo usato dalla Banca durante il governatorato Menichella. Il superamento di questo meccanismo fu il primo impegno di Carli governatore, ideando un vasto progetto per promuovere la nascita di mercati monetari e interbancari. In questo fu molto severo con il suo predecessore nelle *Considerazioni finali* lette nel maggio 1962: «Agli effetti dell'apprendistato di un valido mercato monetario e finanziario, si deve anche tener conto dell'inesistenza, nell'attuale sistema bancario italiano, di una relazione funzionale fra le emissioni di Buoni del tesoro ordinari e le occorrenze di cassa del Tesoro. Quando la liquidità è abbondante affluisce al Tesoro, e il saldo del suo conto corrente presso la Banca d'Italia suscita un'impressione erronea di larghezza finanziaria.

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

Un primo bilancio del nuovo meccanismo di emissione dei Bot viene fatto nelle *Considerazioni finali* dell'anno successivo a pp. 484-485.

⁵³ Mario Ercolani, al tempo capo del Servizio studi, era grande esperto di finanza pubblica e in particolare del Tesoro e della Cassa depositi e prestiti.

⁵⁴ Per la distinzione tra «fonti» e gli «usi» della base monetaria, così Spinelli e Fratianni, *Storia monetaria d'Italia*, cit., p. 696: «... per quanto riguarda il settore finanziario, vi sono equazioni che definiscono le fonti e gli usi della base monetaria. Le banche e il pubblico sono in concorrenza per l'uso della base. Il pubblico domanda anche depositi bancari, titoli di Stato e prestiti bancari. Le banche, che sono vincolate dai coef-

ficienti della riserva obbligatoria e devono tener conto della domanda di depositi da parte del pubblico, prendono decisioni in materia di dimensione e composizione del credito bancario. Questo si ripartisce tra prestiti alle imprese e prestiti allo Stato (titoli)».

⁵⁵ Lo «scartellamento» era la pratica di molte banche di non rispettare gli accordi del «cartello» bancario gestito dall'Abi che decideva i tassi di remunerazione dei depositi bancari. Nella seconda metà degli anni Sessanta molte banche in realtà praticavano tassi sui depositi della clientela molto più alti di quelli previsti dal cartello.

⁵⁶ Nell'audizione parlamentare del 12 ottobre 1966 presso la II commissione Interni della Camera, Carli criticò implicitamente l'idea che la Cassa depositi e prestiti fosse una banca vera e propria: «Il dottor Nuvoloni [direttore della Cassa, *n.d.a.*] ha parlato della Cassa depositi e prestiti considerandola come un'azienda bancaria ed indicando alcune relazioni che legano certe grandezze scritte dal lato passivo del bilancio con certe grandezze scritte dal lato attivo [...] troppo spesso nell'esame delle operazioni della Cassa ci si sofferma sull'aspetto contabile e non si guarda agli altri fenomeni che si sviluppano in un momento successivo [...] noi dobbiamo abituarci a considerare le disponibilità liquide della Cassa, che figurano come una mera posta contabile del suo bilancio di azienda bancaria, come apportatrici di variazioni di liquidità, al momento della loro costituzione o del loro impiego...».

⁵⁷ Nella stessa audizione Carli accenna al fatto che la Cassa poteva allo stato investire soltanto in titoli di Stato: «... teniamo altresì presente che la Cassa ha un cospicuo investimento in titoli, che in certe circostanze possono rappresentare un cespite mobilizzabile da parte della Cassa stessa. Infatti lo statuto della stessa, fin dal secolo scorso, prevedette che potessero essere investite anche in tal modo le temporanee disponibilità della Cassa...».

⁵⁸ Nella seconda sessione della prima giornata di lavoro, Modigliani consegna a Carli, Baffi, Ercolani e collaboratori un foglio esemplificativo intitolato *Il sistema italiano: operatori e loro bilanci (schema per la verifica empirica)*. Pubblicato qui in appendice a p. 256.

⁵⁹ Perché dipende dalle decisioni di spesa pubblica.

⁶⁰ Carli nell'audizione del 12 ottobre 1966 spiega con precisione il meccanismo di finanziamento di enti come l'Anas, i comuni, oppure anche

il Piano verde e il Piano scuola: «... l'Anas finanzia un suo programma con mezzi che l'azienda ottiene in parte dal bilancio statale e in parte dal mercato dei capitali. Questi ultimi li ottiene contraendo mutui con il Consorzio di credito per le opere pubbliche. Siccome non esiste una concomitanza nel tempo fra il momento in cui si formano queste disponibilità e il momento in cui si effettuano i pagamenti, una parte di queste disponibilità resta nei conti che l'Anas intrattiene presso la Cassa depositi e prestiti e, in parte, nei conti infruttiferi che l'Anas intrattiene con la Tesoreria. Quindi abbiamo un complesso di pagamenti nei confronti dei quali il momento dell'esecuzione non è sottoposto al controllo degli organi che conducono la politica monetaria, in quanto dipende da fattori esterni...».

⁶¹ A. Fazio, *Base monetaria, credito e depositi bancari*, Roma, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, «Quaderni di ricerca», n. 2, 1968.

⁶² La funzione: $\Delta BMEND + \Delta BMES = \Delta BMP + \Delta LB + \Delta ROB$, dove:

$\Delta BMEN$ = creazione di base monetaria di origine endogena (credito della banca centrale e dell'estero al sistema bancario);

$\Delta BMES$ = creazione di base monetaria di origine esogena derivante essenzialmente dall'avanzo della bilancia dei pagamenti, dal disavanzo di cassa del Tesoro non coperto con emissione di titoli a lungo termine, e dalle operazioni di mercato aperto;

ΔBMP = variazione della base monetaria posseduta dal pubblico;

ΔLB = variazione della liquidità bancaria;

ΔROB = variazione delle riserve obbligatorie.

⁶³ Nella rappresentazione grafica del primo modello econometrico, le variabili esogene erano rappresentate da un rombo. Ecco la descrizione che Carli dà a Brescia nel febbraio del 1970: «Il rombo, disavanzo del Tesoro: con questa espressione l'Istituto di emissione intende un certo numero di enti che sono lo Stato, le aziende autonome, gli enti previdenziali, parte degli enti territoriali. Perché comprende questo complesso di enti? Perché essi, attraverso un intreccio di rapporti di debito e di credito confluiscono sull'Istituto di emissione ove detengono un conto corrente sul quale possono prelevare quantità praticamente illimitate di denaro. Quando la somma algebrica degli avanzi o dei disavanzi di questi settori si conclude con un segno negativo, essi prelevano; quando si conclude con un segno positivo, essi versano: è questa una causa di variazione

della così detta "base monetaria" posta al di fuori dell'istituto di emissione».

⁶⁴ La discussione sulla interazione fra Banca d'Italia e Tesoro in rapporto ai canali di creazione e all'ammontare della base monetaria è importantissima perché conduce diritto filato nel cuore del problema: la banca centrale è autonoma dal Tesoro? Che cosa controlla davvero? Quanto può influire sulla volontà del Tesoro di creare base monetaria?

Il primo testo nel quale la Banca d'Italia si pone esplicitamente il problema dell'autonomia della Banca d'Italia dal Tesoro e dal governo è una lunga conferenza tenuta da Carli a Londra, su invito della Camera dei comuni il 28 giugno 1966, e pubblicata da «Bancaria» nel giugno 1966 con il titolo *Problemi odierni di un istituto di emissione*. In questo intervento Carli parte dall'analisi storica di quale fosse il fondamento dell'autonomia delle banche centrali nell'Ottocento, e la individua nei vincoli statutari che imponevano loro di ridurre la circolazione dei biglietti quando questi superavano certi rapporti matematici con le riserve metalliche: «... nel secolo scorso e nel primo decennio di questo, nessuno si sarebbe sognato di accusare di insuccesso la banca di emissione che, pur di mantenere il rapporto prescritto fra riserva aurea e circolazione, avesse rialzato il costo del denaro e frenato l'importazione, trascurando i riflessi della propria azione sull'occupazione; anzi, biasimevole era la banca che non vi avesse proceduto con prontezza e l'energia necessarie».

Nel corso del secolo, al contrario, «il condizionamento della banca centrale da parte dell'esecutivo è fortemente cresciuto, parallelamente all'affievolirsi dell'importanza delle regole poste dalla legge scritta»: «Direttamente o indirettamente, la tesoreria pubblica riesce ad avere libero accesso al credito della banca centrale; questa, a sua volta, non può sottrarsi al dovere di sostenere il corso dei titoli dello Stato o da esso garantiti, e spesso è costretta a mantenere un livello di liquidità che renda agevole il collocamento di ampi volumi di emissioni pubbliche o private [...] Allorché i governi stabiliscono di perseguire politiche economiche aventi obiettivi numerosi ed ambiziosi, non tutti conciliabili fra di loro, si generano inevitabili tensioni le quali si sfogano in contraddizioni stridenti [...] Il luogo in cui convergono le contraddizioni è, prima o poi, il credito della banca centrale, la quale è costretta a decidere se opporsi, e frenare il raggiungimento degli obiettivi, oppure condescendere, e prendere quindi su di sé la responsabilità delle conseguenze, che sul piano monetario si manifestano sotto forma di inflazione, di squilibri nei pagamenti esteri, vale a dire in propri insuccessi».

Carli concludeva quest'analisi con la richiesta formale di indipendenza, e delineava un sistema nel quale la banca centrale detiene un potere monetario autonomo, non derivato da una delega del governo e del parlamento: «... dovrebbe essere demandata ad esse [le banche centrali, *nda*] una funzione dialettica, distaccata e puntuale, nei confronti del governo...». «È [...] realistico tentare di trovare un equilibrio dei poteri nel campo economico, quale nel campo politico è stato raggiunto da tempo con la divisione e l'indipendenza della funzione legislativa, di quella esecutiva e di quella giudiziaria, che si associano con un sistema di governo articolato a diversi livelli. La separazione di questi poteri non ha portato all'anarchia, né ha cancellato l'autorità dello Stato...».

Se in questo testo del 1966 l'analisi sull'indipendenza è articolato, fu già nelle *Considerazioni finali* lette nel maggio del 1963 che Carli concluse, nello stupore generale, con un richiamo all'indipendenza della banca, inusuale per l'epoca: «Spetta anche di difendere la nostra indipendenza dal potere politico, senza che ciò implichi in alcuna circostanza insubordinazione: indipendenza intesa nel senso di contrapposizione dialettica fra gli organi dello Stato, il compito dell'istituto di emissione essendo quello di offrire la propria collaborazione entro i limiti in cui, nel nostro convincimento, essa non riesce pregiudizievole per il mantenimento della stabilità monetaria». Questa solenne conclusione esplicitamente è modulata come una parafrasi dei due articoli della legge istitutiva della Deutsche Bundesbank dove ad essa viene attribuito in senso assoluto il compito di difendere la stabilità dei prezzi e della moneta e, in via subordinata, di adjuvare la politica economica del governo ove questa a suo insindacabile giudizio non confligga con gli obiettivi di stabilità monetaria.

Nel maggio 1963, le *Considerazioni finali* accendono un dibattito sulla politica dei redditi: Carli avalla l'interpretazione restrittiva della destra, secondo la quale quella politica significa solo restrizione salariale? Carli è contro la programmazione? I giornali si dividono: entusiasti quelli della destra, politica ed economica, molto critici quelli della sinistra. «Il Sole 24 ore» del 1° giugno titola *Un impegno coraggioso*, Libero Lenti sul «Corriere della sera» titola in prima pagina *Severa diagnosi* che si chiude proprio sul richiamo all'autonomia dell'istituto: «... che deve trovare concordi tutti gli italiani pensosi dell'avvenire del loro paese». Ferdinando Di Fenizio su «La Stampa» intitola *Il monito del governatore*. Alberto de' Stefani, ex ministro di Mussolini e al tempo prestigioso

editorialista economico de «Il Tempo», commenta così il passaggio incriminato: «Le sue ultime frasi sono di una virilità di propositi veramente confortante e senza precedenti...». Sul fronte apposto, ecco invece cosa scrive, sempre il 1° giugno 1963, Ercole Bonacina su l'«Avanti!»: «Questa tesi, pur tenendo presenti i compiti istituzionali della banca di emissione, ci sembra francamente inaccettabile. Essa contiene, anzitutto, il germe di una sovrapposizione del potere tecnico al potere politico, al quale spetta in ultima analisi la responsabilità delle scelte di politica economica e delle relative conseguenze. Affermare invece che l'istituto di emissione sia il vero garante della stabilità monetaria, ci sembra un obiettivo capovolgimento delle potestà». Eugenio Peggio su «L'Unità» giudica «inammissibile» la conclusione di Carli «... perché dietro il paravento della stabilità monetaria [...] la linea prospettata dal dott. Carli indica quella politica economica che il grande capitale finanziario e l'on. Malagodi invocano e che il gruppo moroteo della Dc è disposto ad accettare...».

Pur irritati dalle parole di Carli e dall'uso politico che la destra ne aveva fatto, Ugo La Malfa e Antonio Giolitti intervengono per arginare la polemica. Tuttavia sul punto dell'indipendenza della Banca d'Italia anche Giolitti è nettissimo, e su «l'Avanti!» del 6 giugno 1963 vede la necessità della programmazione anche per «... ristabilire il giusto rapporto tra potere politico e organo tecnico (istituto di emissione), che non è di indipendenza, bensì di distinzione di compiti, poiché non può certamente porsi, quel rapporto, in termini costituzionali di "divisione dei poteri" nel quadro delle norme che regolano l'ordinamento della Repubblica (parte II della Costituzione)».

La Malfa, non senza nascondere un certo fastidio, corre ai ripari in un lunghissimo articolo su «La voce repubblicana» del 10 giugno 1963 intitolato *Un documento dell'on. La Malfa* con questi eloquenti sottotitoli: «Le conseguenze di dieci anni di carenza politica - La necessità della programmazione - Oggi debbono fare atto di ammenda coloro che per l'inazione o per l'attaccamento ad equilibri politici inefficienti hanno portato alla debolezza e alle contraddizioni attuali». La Malfa sostiene che Carli non è stato ben interpretato e che in realtà il governatore ha chiesto proprio una compiuta politica di programmazione, della quale la politica dei redditi è componente essenziale. Ma lo stesso giorno, la Confindustria pubblica il suo *Appunto informativo n. 2160* con il titolo *Curiose chiose alla Relazione all'assemblea generale ordinaria dei partecipanti della Banca d'Italia*: «Ben azzardato sarebbe il ritrovare in questo

ansioso richiamo del governatore a un ordine della politica dei redditi, un appoggio a una politica di programmazione [...] Del resto, il richiamo all'autonomia nella direzione dell'istituto di emissione è di per sé una negazione di ogni programmazione, così come viene oggi intesa, che ha per presupposto l'irrigidimento della politica creditizia secondo schemi prefabbricati...». Sempre il 10 giugno, su «Astrolabio» interviene Ferruccio Parri che cerca di sottrarre all'abbraccio della destra quel richiamo all'autonomia dell'istituto: «... L'apertura della crisi [di governo, *nda*] ha forse liberato il dott. Carli da qualche preoccupazione di creare imbarazzi a chi governa e gli ha dato maggior libertà di parola [...] Le strette ora incombenti e le tentazioni e pressione che esse stesse accresceranno lo hanno perciò condotto a riaffermare la indipendenza dal potere politico della banca centrale. Ciò che è giusto, anzi ovvio, in termini generali: la Banca d'Italia non è la banca del governo; ha una funzione e responsabilità istituzionale, di garante della sanità monetaria, che esige una adeguata autonomia di azione. Ma l'applauso, anzi l'ovazione, che ha salutato la chiusa ne ha colto piuttosto il valore polemico [...] era lo sfogo di un lungo malanimo contro il centro-sinistra che ha un sottofondo prima che tecnico politico e di classe. La Banca d'Italia non è la banca di certi gruppi sociali. Auguriamo sappia guardarsi da certi abbracci».

⁶⁵ La tesi di Carli è dunque che il razionamento del credito venne attuato *a favore del settore privato*, nel senso che in assenza di provvedimenti amministrativi, il settore pubblico avrebbe accaparrato tutto il credito disponibile.

⁶⁶ Vedi P. Baffi, *Studi sulla moneta*, Giuffrè, 1965.

⁶⁷ Sul funzionamento del conto corrente di tesoreria unica, prima della riforma Carli successiva al Trattato di Maastricht, Giancarlo e Maria Teresa Salvemini, *Il credito automatico del Tesoro presso la Banca Centrale*, Milano, Franco Angeli, 1989.

⁶⁸ Settembre 1963.

⁶⁹ Nino Andreatta era a quel tempo il consigliere economico di Aldo Moro e teneva stretti contatti con il Servizio studi della Banca d'Italia.

⁷⁰ L'ideatore del meccanismo di quiescenza della Banca d'Italia fu in quegli anni Antonino Occhiuto, segretario generale dell'istituto.

⁷¹ Carli racconta in *Cinquant'anni di vita italiana*, cit. (pp. 279-280) come fu l'abilità giuridica di Giuseppe Guarino a trovare nelle maglie del vecchio statuto dell'istituto di emissione un varco per giustificare l'inter-

vento della Banca sul mercato dei titoli (articolo 41 comma quarto del Regio decreto 11 giugno 1936, n. 1067) che non era affatto contemplato nelle intenzioni del legislatore. La tattica dell'istituto sotto Carli fu quella di evitare sempre, ove possibile, il passaggio in parlamento di provvedimenti che modificassero l'assetto istitutivo della Banca, nel timore di colpi di mano. La necessità della Banca di operare sul mercato dei titoli diventa pressante verso la fine degli anni Sessanta, quando il debito del settore pubblico tende a crescere. Cfr. Banca d'Italia, *Considerazioni finali sul 1966*, p. 371: «In presenza di un crescente disavanzo del settore pubblico, che non obbedisce alla esigenza di un suo coordinamento anticiclico con la posizione di avanzo o di disavanzo degli altri settori dell'economia, le autorità monetarie, per regolare il processo di creazione della liquidità, non possono non mutare i modi di finanziamento di quel settore. Ciò è attuabile aumentando o diminuendo la quota del disavanzo coperta con mezzi monetari e integrando questa manovra mediante cessioni o acquisti di titoli».

⁷² Il saldo della bilancia dei pagamenti figura nella bozza di modello 1970 come un rombo, e dunque come variabile esogena. Carli lo spiegò così a Brescia nel febbraio di quell'anno: «Vi è la bilancia dei pagamenti. Che cosa significa questo termine? Quando i proventi delle esportazioni e dei finanziamenti dell'estero negoziati in una determinata giornata superano la domanda di valute estere per pagare le importazioni e l'investimento all'estero, l'eccedenza di tali proventi viene acquistata dalla Banca d'Italia. Né essa potrebbe non acquistarli, quindi produce altra moneta.

Viceversa, se la domanda di valute per pagare l'estero supera l'offerta di esse, la Banca d'Italia deve vendere altrettante valute; dunque, distrugge moneta, assorbe potere d'acquisto. In altre parole, l'avanzo della bilancia dei pagamenti produce un effetto di espansione, il disavanzo produce un effetto di contrazione del potere d'acquisto».

⁷³ I movimenti di capitale contribuiscono al saldo finale della bilancia dei pagamenti ma quest'ultimo può essere finanziato in parte ricorrendo alla posizione netta sull'estero delle banche e in questo modo si può ridurre la variazione delle riserve valutarie detenute dalla Banca d'Italia. È appunto la variazione delle riserve ufficiali che definisce la creazione della base monetaria attraverso il canale estero.

⁷⁴ Nella bilancia dei pagamenti i movimenti sopra la linea devono essere compensati sotto la linea dai movimenti monetari. In quest'ulti-

mo caso le banche erano considerate come agenti della Banca d'Italia, agivano per suo conto, senza autonomia né funzione d'impresa.

⁷⁵ Il ministro per il Commercio con l'estero era all'epoca (III governo Moro) il socialista Giusto Tolloy.

⁷⁶ F. Masera, *I movimenti di capitali bancari e la politica monetaria italiana, 1958-1965*, articolo inserito nel n. zero della «Rivista economica», Banca d'Italia, marzo-giugno, 1966.

⁷⁷ Nella conferenza di Brescia del 25 novembre 1972: «Quanto più si procede verso l'integrazione economica, tanto più lo spostamento di capitali da un punto all'altro del sistema deve essere considerato come un comportamento normale, non come un comportamento abnorme così come soleva accadere quando le economie venivano dirette secondo la concezione autarchica».

⁷⁸ Se le banche erano a corto di liquidità potevano ricorrere al credito della Banca d'Italia ma di solito preferivano liquidare i titoli di stato in loro possesso poiché La Banca d'Italia li riacquistava, in quegli anni, ad un tasso fisso.

⁷⁹ Il presidente della Cariplo, Giordano Dell'Amore (1902-1981), era probabilmente il banchiere meno gradito a via Nazionale. Nemico storico del «laico» Raffaele Mattioli, era il portabandiera della finanza cattolica. La Cariplo era il più importante istituto emittente di cartelle fondiarie, e attuava in quegli anni una politica di stabilizzazione del prezzo delle cartelle a 95 lire garantendo quindi all'acquirente delle cartelle un titolo a tasso e prezzo difeso dalla Cariplo. In questo modo garantiva al titolo una liquidità analoga a quella di un deposito a risparmio e a un tasso d'interesse superiore e pertanto operava una strategia aggressiva di piazzamento delle cartelle fra i propri depositanti.

Dell'Amore era stato direttore dell'istituto di economia aziendale della Bocconi, era la guida riconosciuta di tutto il sistema delle Casse di risparmio che, a quel tempo, godeva di un vantaggio fondamentale rispetto alle banche commerciali: non era sottoposto al regime della riserva obbligatoria, ma destinavano su base volontaria una parte dei depositi all'istituto centrale di categoria che poi li investiva in titoli di Stato secondo le indicazioni della Banca d'Italia. Dell'Amore e Mattioli, a Milano si ignoravano, si incontravano molto di rado. La sede dei loro scontri era proprio la Banca d'Italia, come racconta Carli in *Cinquant'anni di vita italiana*, cit., pp. 271-272.

⁸⁰ Riferimenti al modello.

⁸¹ Il riferimento a Mattioli è relativo a un dibattito sulla politica di credito della Banca commerciale che emerse anche sui giornali nel momento più aspro della crisi del 1964. Nella relazione all'assemblea della Comit nell'aprile 1964, infatti, Mattioli mostrò apertamente di non condividere il pessimismo del governo e della Banca d'Italia sulla congiuntura. Lo racconta «L'Espresso» del 29 aprile 1964 in un articolo intitolato *Mattioli allarga i crediti e Carli lo appoggia riscontando 100 miliardi*: «Mattioli non è affatto pessimista, anzi è decisamente ottimista sul prossimo evolversi della congiuntura economica. Non c'è nella relazione nessuna visione catastrofica, ma abbondano anzi i giudizi positivi sulla vitalità del sistema e sulla sua capacità a ritrovare prontamente più solidi equilibri...». Questa analisi ottimistica fa da premessa a una aggressiva politica del credito perseguita dalla Comit in quell'anno, nella ricerca di recuperare quote di mercato perdute nei confronti della Bnl e delle Casse di risparmio: «Il presidente della Commerciale non ha affatto seguito una politica di restrizione creditizia e (circostanza che induce ad una attenta meditazione) questo suo atteggiamento, che potrebbe sembrare difforme dalla politica del credito inaugurata dalla Banca d'Italia, è stato viceversa reso possibile proprio dal diretto e specifico concorso dell'istituto di emissione. Durante il 1963 infatti la Commerciale ha raccolto nuovi depositi per 133 miliardi, mentre i suoi impieghi sono aumentati a 227 miliardi, la differenza di 100 miliardi è stata colmata con i risconti concessi dalla Banca d'Italia, mentre il rapporto impieghi-depositi è salito all'81%...».

L'articolo non è firmato ma è chiaramente uscito dalla penna di Scalfari, tanto che l'autore batte e ribatte sull'«intima concordanza d'intenti che notoriamente lega Mattioli a Carli». E conclude l'articolo con una massima di carattere generale: laddove i prestiti vanno a finanziare l'accumulazione del capitale tecnico e sociale, la Banca d'Italia non fa mai mancare il credito: «La stretta creditizia è stata ed è, infatti, una cornice generale e quantitativa, all'interno della quale vengono praticate larghe deroghe qualitative, ogni volta che si tratti di finanziare programmi destinati ad intensificare le dotazioni di capitali tecnici e a rinnovare le attrezzature. In mancanza, finora, di una programmazione decisa in sede politica, è stata questa l'unica forma di selezione attuata dal sistema bancario sotto la sua diretta responsabilità».

⁸² L'intervento più famoso di Mattioli in quegli anni fu un'intervista a «L'Espresso» rilasciata subito dopo la lettura delle *Considerazioni fina-*

li sul 1963, e pubblicata nel numero del 9 giugno 1964. In quell'intervista a Scalfari, Mattioli criticava l'analisi della crisi inflazionistica e della bilancia dei pagamenti come derivante da uno squilibrio originato soltanto dalla dinamica salariale. E rileggeva tutta la «congiuntura» in un'ottica ottimistica: «In tutto quello che ha detto il governatore, che ha pronunciato parole gravi, ammonizioni severe, ed ha prospettato anche aspre difficoltà, non ho trovato tuttavia una sola sentenza che faccia dubitare della sostanziale buona salute della nostra economia e della sua naturale, fisiologica espansione, che non può e non dev'essere mortificata se non si vuole fare d'un giovane tagliando un focomelico artificiale».

Mattioli individua la vera strozzatura che rischia di soffocare il motore dello sviluppo proprio nell'assenza di un mercato finanziario funzionante: «... se nel 1962 c'è stato un più notevole ricorso da parte delle imprese al credito bancario, la Banca d'Italia lo ha deliberatamente consentito per le condizioni in cui è venuto a trovarsi il mercato dei capitali. Il corollario inevitabile di questa situazione è che bisogna assicurare organica funzionalità al mercato finanziario...». Ma in attesa di questa riforma del sistema finanziario, quale è il compito delle banche secondo Mattioli? «La funzione delle banche è dunque più importante che mai. Esse devono continuare a prestare ogni aiuto alle attività produttive, ma non debbono immobilizzarsi mai. Per darle un esempio, la Banca commerciale ha attualmente una percentuale di crediti di carattere finanziario (cioè con termine di rimborso più lungo del normale) inferiore a quella di dieci anni fa e assolutamente esigua in confronto alla massa totale dei nostri impieghi». In quest'ottica, la filosofia di Mattioli è che le banche devono impiegare tutto quello che raccolgono, non devono sterilizzare la liquidità: «Ma questo lavoro, che è essenziale per un sano sviluppo economico del sistema, può essere fatto solo in quanto le banche incanalino e spingano verso il mercato dei capitali una quota adeguata delle disponibilità raccolte, anziché cercare di attirarle e trattenerle presso di sé. Questa sarebbe una condotta forse comoda ma certamente miope, che porta diritto alla fossilizzazione e a una forma di artrite deformante di tutto il sistema; contro la quale a nulla varrebbero le più azzardate iniezioni di liquidità; l'altra, la condotta opposta è più ardua, certo, e può anche sembrare più rischiosa, ma è l'unica che valga ad assicurare la continuità dello sviluppo e l'unica dunque, in definitiva, degna d'una banca che sappia di essere non solo un'impresa mercantile, ma anche un servizio pubblico». E con quest'ultimo ragionamento sulla necessità di

sostenere uno sviluppo costante dell'economia che in realtà Mattioli difende la scelta della Comit di andare al risconto della Banca d'Italia, e cioè a prestare più soldi di quelli raccolti. «L'Unità» definirà questa intervista di Mattioli come «una critica cortese ma non per questo meno evidente alla relazione che il dott. Carli ha svolto venerdì all'assemblea della Banca d'Italia [...] il dott. Mattioli si sforza di dare una interpretazione in chiave non allarmistica...».

⁸³ Ossia per accedere al risconto la banca deve disporre di carta commerciale, mentre per accedere al credito occorre dare come garanzia titoli di Stato. Quindi con il primo strumento un banchiere che intende sviluppare gli impieghi potrà disporre di carta per accedere al finanziamento della Banca d'Italia. Con il secondo strumento implicitamente si dà una mano al Tesoro perché obbliga le banche a investire in titoli di Stato. Da questa differenza si capisce l'orgoglio di Mattioli: per accedere al risconto si deve possedere carta commerciale, frutto dell'attività di finanziamento dell'economia reale, e quindi si deve essere banchieri in modo più autentico che nel caso si disponga semplicemente di titoli del Tesoro che non richiedono un'analisi del merito di credito.

⁸⁴ Il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio venne istituito nel 1947 per volontà di Luigi Einaudi.

⁸⁵ Vedi nota 39.

⁸⁶ Ricorda Carli nelle sue memorie (*Cinquant'anni di vita italiana*, cit., p. 182): «Mattioli era di casa nel mio studio a via Nazionale. Si appassionava alle discussioni più tecniche. Commentò con sarcasmo, ma positivamente, la nostra politica di stabilizzazione dei prezzi dei titoli di Stato, dicendo: "Guido, soltanto tu avresti potuto essere l'inventore dei biglietti al portatore con cedola"». O poco dopo sulle riserve obbligatorie e il loro uso in funzione di controllo della base monetaria: «Mattioli sopportava con non celato fastidio l'obbligo di riserva, la cui normativa avrebbe desiderato fosse semplificata e volta esplicitamente ad influire sulla funzione dell'offerta di credito bancario. Mattioli riponeva invece fiducia in un'autoregolamentazione della concorrenza nella raccolta dei depositi, tanto da vedere nel rispetto dell'accordo interbancario sui tassi d'interesse una conferma della professionalità del banchiere».

⁸⁷ Carli si riferisce al fatto che le banche locali raccoglievano a tassi di cartello e poi trasferivano le eccedenze alle banche maggiori le quali le utilizzavano per gli impieghi alle imprese maggiori.

⁸⁸ Per razionamento dell'offerta si intende una politica di discriminazione degli impieghi basata sulle discrezionalità dei banchieri, poiché il tasso di interesse non mette in equilibrio domanda e offerta degli impieghi in quanto al tasso di interesse stabilito la domanda di impieghi è superiore all'offerta.

⁸⁹ I provvedimenti sulla riserva obbligatoria sono analizzati e descritti da F. Masera, *La riserva obbligatoria nel sistema istituzionale italiano*, Ente Einaudi, «Quaderni di ricerca», n. 8, pp. 9-10.

I due provvedimenti ai quali si riferisce Carli sono: quello deciso nel settembre del 1965, quando si «consentì che, limitatamente agli incrementi dei depositi a risparmio e fermo restando l'obbligo del versamento della quota minima in contante a valere sul totale dei depositi, fossero versate cartelle fondiarie e agrarie di miglioramento e che i titoli di stato o garantiti dallo Stato potessero essere sostituiti con dette cartelle. In pari data, l'Iccri venne autorizzato ad investire nelle stesse cartelle la quota di riserva da depositare presso la Banca d'Italia a fronte degli incrementi nei depositi a risparmio; nel settembre 1967 si consentì, sempre fatto salvo l'obbligo del versamento della quota minima in contante, che la quota di riserva dovuta a fronte degli incrementi registrati nei depositi a risparmio (a partire dall'ottobre) potesse essere versata fino alla concorrenza del 50% nei nuovi titoli di prestito per l'edilizia scolastica e per il restante 50% in cartelle fondiarie e agrarie di miglioramento e/o (a partire dal gennaio 1968) obbligazioni Crediop per conto del Tesoro».

⁹⁰ Modigliani si riferisce al provvedimento del settembre 1967.

⁹¹ Si riferisce al fenomeno della crescita dei residui passivi che si riteneva potessero generare un aumento incontrollato delle uscite. In quella circostanza ci si rese conto della difficoltà di trasmettere all'economia impulsi produttivi attraverso la pubblica amministrazione. Fu un dibattito che passò sotto lo slogan «il cavallo non beve». Perché «il cavallo non beve»? Ad esempio nell'intervista a Vittorio Foa pubblicata da «L'Espresso» del 17 gennaio 1965 in risposta all'intervista di Carli stesso del 10 gennaio, ecco cosa scrive Scalfari: «Il cavallo non beve, dico, ripetendo al segretario della Cgil un'immagine che in questi giorni è diventata un modo rapido di definire la congiuntura che stiamo attraversando. "Il cavallo non beve, come lei sa; cioè gli imprenditori rifiutano i crediti che le banche gli offrono a piene mani; gli investimenti sono fermi, specialmente nei settori che producono impianti e attrezzature industriali. Che intendete fare di fronte a una situazione di questo genere?". "È vero"

mi risponde Foa passandosi una mano sulla fronte "il cavallo non beve. E che dobbiamo fare per farlo bere? Dobbiamo mettergli per iscritto, con tanto di timbro e ceralacca, che gli operai non chiederanno più aumenti di salario fino a che lui si sia levata la sete? Bisogna stare molto attenti a non semplificare troppo la realtà economica. Noi soffriamo del male tipico e cronico di tutti i sistemi capitalistici, cioè l'oscillazione continua da una fase d'incontrollata espansione ad una fase di stasi e di recessione..." ». Una settimana dopo Scalfari chiede a Ugo La Malfa di dire la sua sullo stesso argomento («L'Espresso» del 24 gennaio 1965, intervista a La Malfa con il titolo: *Per salvarci dalla crisi*): «Non credo che il problema principale sia quello di far aumentare i profitti degli imprenditori [...]. Anche se, attraverso grossi alleggerimenti fiscali o altre misure analoghe, noi riuscissimo di colpo a raddoppiare i profitti delle imprese, è molto dubbio che la conseguenza di questo fatto sia una ripresa degli investimenti fin tanto che la domanda dei consumatori non aumenterà. Ci sono alcuni settori dell'industria italiana che lavorano già al 60% della loro capacità produttiva. La costruzione di nuovi impianti non accompagnata dall'aumento della domanda dei consumatori non farebbe che accrescere questo scarto, col risultato finale d'aggravare la crisi».

Scalfari continua la sua inchiesta il 31 gennaio 1965, con un'intervista all'amministratore delegato del gruppo Pirelli, Emanuele Dubini, vicepresidente della Confindustria (*Le ricette della Confindustria*): «Come mio giudizio personale credo che almeno in certi settori gli industriali abbiano talvolta esagerato non negli ammodernamenti tecnologici, ma negli investimenti, anticipando uno sviluppo della domanda che poi, di fatto, non c'è stato. La conseguenza è che oggi essi si trovano con impianti modernissimi e con capacità produttive largamente eccedenti rispetto alla domanda di mercato [...] Ecco perché il cavallo non beve, come diceva il segretario della Cgil. Il cavallo non beve perché ha già fatto un'indigestione d'acqua. Perciò il problema centrale dei prossimi mesi non sarà tanto quello di far aumentare il volume di tutti gli investimenti [...] ma di mantenere e spingere gli investimenti più produttivi di reddito, che sono quelli tendenti alla riduzione dei costi e ai miglioramenti qualitativi».

Anche Modigliani e La Malfa nel loro articolo intervengono incidentalmente pael dibattito sul «cavallo che beve»: «una discussione che si è avuta in Italia nel corso del 1965 quando, da più parti, si è lamentato il fatto che, nonostante ampie disponibilità di credito, le imprese fossero restie a effettuare investimenti. Ciò che si è detto sopra suggerisce

che un aumento per quanto forte della disponibilità di credito può essere inefficace se non è accompagnato da una politica di saggi d'interesse flessibili».

Anche questa critica di Modigliani a La Malfa s'inserisce nella loro battaglia contro l'idea che a determinare risparmio e dunque investimento sia la distribuzione del reddito tra salari e profitti.

Nel caso specifico, l'articolo contesta che una larga offerta di liquidità si traduce in investimento se i tassi d'interesse attivi praticati dalle banche «sono del tutto o largamente fissati da un accordo interbancario e sono tenuti fermi». In questo caso «una politica di espansione monetaria opera soltanto sulla disponibilità di credito [...] e non sul costo di esso».

Ma l'argomento centrale dell'articolo è contro l'idea dominante nelle prime *Relazioni annuali* di Carli che a determinare l'investimento sia il livello di autofinanziamento delle imprese, derivante a sua volta dal livello dei profitti. Gli autori osservano al contrario che «la diminuzione dell'autofinanziamento può spiegare una riduzione degli investimenti solo nell'ipotesi di un'avversione assoluta da parte delle imprese ad accettare fonti esterne di finanziamento in sostituzione di fonti proprie. L'importanza di questo fenomeno sembra molto limitata». Dunque quando si verifica una riduzione dell'autofinanziamento, una politica monetaria che reagisca abbassando i tassi riesce a impedire che quella si trasformi in riduzione degli investimenti». Se in Italia nel 1965 questo non è avvenuto la ragione può trovarsi in due fatti: 1) la politica monetaria può non essere stata sufficientemente espansiva; 2) l'esistenza del cartello bancario ha determinato rigidità dei tassi d'interesse che ne hanno impedito l'adeguamento verso il basso.

⁹² Si trattava di una manovra per ridurre il costo del lavoro senza gravare sul disavanzo perché avrebbe dovuto essere finanziata dall'aumento delle aliquote dell'Ige. La fiscalizzazione degli oneri sociali venne approvata per decreto dal Consiglio dei ministri del 13 febbraio 1965, e pubblicata sulla «Gazzetta Ufficiale» del 15 febbraio all'interno del decreto di sostegno all'economia che prevedeva, tra l'altro, snellimento di procedure per l'approvazione di progetti di opere pubbliche e per la concessione degli appalti.

⁹³ I sindacati si opponevano alla fiscalizzazione, in quanto la consideravano un regalo alle imprese che lo avrebbero utilizzato non per aumentare l'occupazione, ma per incrementare i profitti.

⁹⁴ Il professor Albert Ando collaborava con Modigliani fin dagli anni Cinquanta ed era stato chiamato da Modigliani alla codirezione del progetto per costruire il modello econometrico americano per la Fed. Negli anni Settanta, Ando collaborerà con la Banca d'Italia all'evoluzione del modello econometrico.

⁹⁵ L'uso che Carli fece per tutto il suo governorato del «monito», dell'«allarme» ne fa quasi un genere letterario a parte. Federico Caffè nel 1972 scrisse un memorabile articolo polemico intitolato *La strategia dell'allarmismo economico*, pubblicato in F. Caffè, *Un'economia in ritardo*, Torino, Boringhieri, 1976. Ma contro chi scriveva Caffè? Il testo non sembra lasciare dubbi: l'articolo è anche contro Carli. Questo aspetto pone dei problemi interpretativi perché i rapporti tra i due erano eccellenti, e il ricordo che Carli vorrà lasciare di Caffè nelle sue memorie è addirittura commovente.

La tesi di Caffè è che l'uso distorto nella pubblicistica e nel giornalismo di alcuni concetti della congiuntura economica era funzionale a una strategia che mirava a non affrontare i problemi profondi dell'economia italiana e a perpetuare un capitalismo predatorio, senza regole, senza tutela per chi affidava il proprio risparmio al capitale di rischio: «Alla connessione tra profitti e investimenti si fa richiamo di frequente anche per mettere in evidenza un aspetto ulteriore, presentato ugualmente in termini fortemente preoccupati e idonei a suscitare un diffuso allarmismo. Intendo riferirmi alla riduzione, o alla pratica scomparsa, delle possibilità di autofinanziamento, in conseguenza appunto del declino dei profitti. Poiché l'esigenza di un maggiore ricorso a fonti esterne di finanziamento viene, in linea di fatto, soddisfatta con ricorso prevalente all'indebitamento, ne risulterebbe una alterazione vistosa dei rapporti equilibrati che dovrebbero sussistere tra capitale di rischio e capitale di debito; con conseguenze pregiudizievoli non soltanto per la struttura finanziaria delle imprese, ma anche per la loro possibilità o volontà di superare limiti critici di indebitamento, il cui raggiungimento si tradurrebbe in una remora ulteriore all'investimento. Ancora una volta si è in presenza di una diagnosi incompleta, insufficiente di per sé a chiarire aspetti essenziali di un fenomeno più complesso, ma bastevole nondimeno ad alimentare l'allarmismo economico.

[...] Negli articoli divulgativi sulla stampa d'informazione, il fenomeno del prevalente ricorso delle imprese all'indebitamento viene ancor più

semplificato, con pittoresche immagini di un'attività economica edificata sul vuoto di debiti via via crescenti».

⁹⁶ L'Istituto nazionale per l'assicurazione contro le malattie venne istituito nel 1943 per unificare l'assistenza sanitaria per i lavoratori dipendenti del settore privato e i loro famigliari che in precedenza erano assistiti da una miriade di enti e mutue aziendali. Le imprese dunque versavano all'Inam i contributi. Come l'Enpas, l'Inam venne liquidata nel 1977 con l'istituzione del servizio sanitario nazionale.

⁹⁷ G. Carli, *Cinquant'anni di vita italiana*, cit., pp. 337-343.

⁹⁸ *Considerazioni finali sul 1966* (maggio 1967), p. 373: «Una politica come quella descritta ha possibilità di successo quando siano soddisfatte diverse condizioni [...] In primo luogo è necessaria l'esistenza di un quadro istituzionale adatto agli obiettivi di sviluppo indicati nel programma economico, e non esposto a mutamenti di carattere episodico dai quali possano derivare alterazioni, nella propensione al risparmio e nei modi di impiego di esso, non suscettibili di essere rettificare mediante interventi di carattere monetario; in regime di mercati aperti, quote di risparmio potrebbero essere trasferite all'estero indipendentemente dalla considerazione della redditività degli impieghi». La cautela estrema della formulazione letteraria di questo ammonimento nasconde in realtà una preoccupazione estrema: i capitali fuggono per motivi politici, per i timori di disordini.

⁹⁹ In sintesi il dottor Baffi illustra il comportamento della Banca nei confronti della base monetaria creata o distrutta dal canale estero. Egli in pratica ricorda che il canale estero è fuori del controllo della Banca, ma quest'ultima ha il controllo sull'ammontare complessivo della variazione della base monetaria e quindi può decidere se compensare o meno la base monetaria creata all'estero.

¹⁰⁰ L'accusa di aver fatto una politica troppo espansiva nel 1962 e di farne al contrario una troppo restrittiva alla fine della crisi del 1964 era ben presente nel dibattito, anche politico, dell'epoca. Ad esempio, dai resoconti parlamentari della seduta del senato del 6 giugno 1964, si legge questa accusa del deputato socialista Mariotti: «Noi socialisti non chiediamo certamente la testa del dottor Carli, però devo dire con molta chiarezza che se oggi siamo in queste condizioni, una parte di responsabilità io l'attribuisco anche ad ordini di natura monetaria e creditizia che trovarono la concorde volontà non solo di alcuni ministri, ma soprattutto

del dottor Carli. Nel 1962 [...] sono stati immessi sul mercato finanziario oltre 300 miliardi di lire che non sono andati in investimenti ma, in gran parte, in acquisti di aree fabbricabili o in forme di speculazione edilizia residenziale e di lusso...».

¹⁰¹ In quel viaggio Carli ottenne garanzie di un finanziamento americano e del Fondo monetario all'Italia per far fronte alla crisi della bilancia dei pagamenti.

¹⁰² Luigi Ceriani era il direttore e fondatore delle riviste della Bnl, «Moneta e credito» e «Quarterly Review». Era stato chiamato alla Bnl per costituire un centro studi subito dopo la guerra dall'amministratore delegato Imbriani Longo, a quel tempo vicino al fronte della sinistra. Ceriani chiama subito al suo fianco l'economista marchigiano Carlo Zacchia, e insieme danno vita alle due riviste che si proponevano di fare un po' da contraltare a «L'industria» diretta da Di Fenizio per la Montecatini. L'operazione ha successo soprattutto grazie all'abilità di Ceriani nel costruire i rapporti con il Servizio studi della Banca d'Italia che gli vale la presenza di firme straniere di grande prestigio e interventi continui di Caffè, Carli, Parravicini. La redazione di «Moneta e credito» diventa ben presto un laboratorio: arriva tra gli altri anche Giorgio Ruffolo.

¹⁰³ Ossia accetta la creazione di base monetaria attraverso il canale estero, ma non alimenta gli altri canali.

¹⁰⁴ In *Cinquant'anni di vita italiana*, cit., Carli cita a p. 308 un discorso pronunciato da Paolo Baffi nella primavera del 1969 presso la Société d'économie politique di Parigi dove sostiene questa tesi: «... quando una parte del risparmio che si forma nel settore privato di un paese rifiuta di investire nello stesso Paese e si dirige altrove, questa uscita di risparmio riduce di altrettanto la domanda monetaria che si indirizza alle imprese nazionali. Se tal minor domanda non è compensata (e lo può essere attraverso l'indebitamento del Tesoro), un ammontare equivalente di risorse reali resta disponibile per l'esportazione. Se l'economia è competitiva, queste risorse si traducono in un eccesso di esportazioni. Si può dunque affermare che, sotto certe condizioni, l'uscita di capitali ingigantisce il surplus delle partite correnti che la finanzia. Sono coscienti che si tratta di una conclusione un po' arrischiata...». L'idea in sintesi era questa: l'avanzo della parte corrente della bilancia dei pagamenti è l'effetto proprio delle fughe dei capitali. L'intuizione di questa relazione apparentemente controfattuale è di Ciampi che la espone a Baffi nel corso di

un viaggio in automobile da New York a Washington nel settembre del 1968 in occasione degli incontri annuali del Fondo monetario e della Banca mondiale.

¹⁰⁵ Questo fenomeno era spiegato dall'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto dovuto all'aumento del costo del lavoro e a una riduzione ciclica della produttività.

¹⁰⁶ Sullo scarso successo di un aumento dei rendimenti come strumento per frenare la fuga dei capitali alla fine degli anni Sessanta, vedi G. Carli, *Cinquant'anni di vita italiana*, cit., p. 304: «Le esportazioni di capitali rispondevano esclusivamente alla preoccupazione, diffusa nelle classi borghesi, di un possibile avvento al potere del Partito comunista ed alla instaurazione di un sistema di generalizzata espropriazione. Era in fondo lo stesso fenomeno al quale assistemmo in Sicilia nell'immediato dopoguerra: gli agricoltori accumulavano nei magazzini le nocchie per conservare la ricchezza, proteggendola dalla minaccia dell'inflazione e dell'esproprio delle terre. Così, negli anni Sessanta le famiglie, appena ne avevano la possibilità compravano oro, ma soprattutto franchi svizzeri, che consideravano una sorta di assicurazione contro un futuro incerto. La motivazione non era dunque la ricerca di un maggiore rendimento per la propria ricchezza, ma la pura e semplice difesa del peculio».

¹⁰⁷ Quando scrive in privato, Carli è molto duro con la prevalente opinione anticapitalistica. In una lettera dell'11 gennaio 1969: «In un paese nel quale la gerarchia politica e quella religiosa, con l'appoggio dei mezzi di informazione, tendono ad accreditare il convincimento che i buoni sono i lavoratori, i cattivi coloro che procurano lavoro; dove parlamentari, ministri, sacerdoti non si stancano di ripetere che le punte dei loro cuori carezzano quelle dei cuori della gente che lavora, contro lo sfruttatore, contro il padrone pubblico o privato che sia, come stupirci che l'imprenditore preferisca più macchine, meno uomini, più lavoro straordinario? [...] Quando tempo addietro ho parlato a un Rotary di Milano, al quale erano stati invitati molti imprenditori. All'uscita si strinsero intorno a me diversi ascoltatori nella maggior parte sconosciuti, e mi dissero "governatore, ci difenda lei". Io dissi "Ci difenda da chi?" "Dal governo", mi risposero "Quelli ce l'hanno con noi"».

¹⁰⁸ Carli si riferisce evidentemente al «rumore di sciabole» dell'estate 1964, rivelato nel numero de «L'Espresso» del 14 maggio 1967 con un articolo di Lino Jannuzzi che rivela l'esistenza del Piano Solo. La tesi

che Carli esprime a Modigliani è che le *Considerazioni finali sul 1963*, lette in un clima politico esasperato, nel maggio del 1964, si proponevano di mitigare gli animi convincendo della possibilità di superare le difficoltà economiche senza rischi per l'assetto democratico del paese. Carli fa implicitamente riferimento a questo passo delle *Considerazioni finali* (p. 520): «[nelle difficoltà presenti] dobbiamo scorgere la conferma della necessità di perseverare in una politica che non può non costringerci ad accettare sacrifici. Proprio perché l'esperienza attesta che le nostre difficoltà non sono incontrollabili, se dimostrassimo di essere incapaci di mantenere il controllo assumeremmo responsabilità troppo gravi di fronte al paese.

[...] Difficoltà analoghe a quelle del momento presente hanno contrassegnato l'ascesa di paesi che hanno già compiuto le trasformazioni in atto nel nostro. Le forze delle quali il paese dispone sospingono lungo il cammino del progresso imprenditori e lavoratori che, pur nell'aperto dibattito proprio di un sistema basato sulla democrazia politica, sapranno congiungere gli sforzi perché non abbia soste l'elevazione civile del paese». Queste parole, poste in conclusione delle *Considerazioni*, erano deliberatamente pronunziate contro le ipotesi di soluzioni autoritarie. Tuttavia, nella interpretazione di quei giorni passarono del tutto sotto silenzio, rispetto invece a un'altra parte dell'intervento di Carli: quella nella quale chiedeva ai sindacati l'accettazione di rinviare i contratti in scadenza e di ridurre la «sensibilità» della scala mobile allungando gli intervalli tra gli scatti. Questa parte delle *Considerazioni* venne letta come un colpo diretto contro il governo del centro-sinistra e come un appoggio esplicito alle tesi espresse dal ministro del Tesoro, Emilio Colombo, per la necessità di un rinvio dei programmi di riforma e di una stretta dei consumi.

¹⁰⁹ Salvatore Guidotti era a quel tempo amministratore del Banco di Napoli, ma per molti anni era stato in Banca d'Italia il responsabile della ricerca economica. Guidotti era stato l'unico ad entrare a via Nazionale con il grado di dirigente. Guidotti ambiva a diventare vicedirettore generale, una carica che tuttavia veniva attribuita per tradizione a un dirigente proveniente dalle filiali. Alla nomina di Riccio, già segretario generale della banca, Guidotti matura la decisione di lasciare l'istituto. Andrà al Banco di Napoli, poi alla Sme del gruppo Iri, e infine sarà presidente dell'Isco, l'istituto per gli studi della congiuntura.

¹¹⁰ Il Comitato interministeriale per la programmazione economica

viene istituito con la riforma del ministero del Bilancio che lo trasforma in ministero del Bilancio e della Programmazione economica (legge 27 febbraio 1967, n. 48)

¹¹¹ Sull'investimento nelle autostrade ci fu un piccola polemica su un discorso pronunciato da Carli il 31 ottobre del 1963, in occasione della giornata mondiale del risparmio, nel quale disse: «Chi invoca una politica di coordinamento degli investimenti chiede innanzi tutto che essi siano congrui rispetto alle direzioni nelle quali si orienta la domanda: ai lavoratori che si accalcano alla periferia delle grandi città in cerca di un'abitazione non potrebbero essere offerte migliaia di chilometri di autostrade». «Paese Sera» titolò: *Carli: costruite case non autostrade*.

¹¹² Nell'articolo La Malfa-Modigliani si legge proprio nelle prime pagine questo giudizio: «L'esperienza italiana degli anni tra il 1962 e il 1964 ci sembra confermare invece che la politica monetaria è in grado di controllare l'andamento dell'attività produttiva, per lo meno quando tale politica si propone dei fini restrittivi».

APPENDICE

IL SISTEMA ITALIANO: OPERATORI E LORO BILANCI

schema per la verifica empirica

OPERATORI

Economia («ec»):

include le famiglie, le imprese (comprese quelle assicurative) e l'intero settore reale e finanziario dell'edilizia per abitazioni («ab»).

Banca d'Italia («bi»):

include le aziende di credito, gli istituti centrali di categoria, gli istituti speciali raccoglitori diretti di risparmio e le operazioni a breve effettuate dagli istituti speciali a favore dell'agricoltura

Istituti speciali di credito («ba»):

include gli istituti speciali all'industria e all'agricoltura

Pubblica amministrazione («pa»):

include il Tesoro, le aziende autonome, gli enti territoriali e pubblici, la Cassa depositi e prestiti, gli istituti di previdenza e gli istituti speciali alle opere pubbliche

Eestero («es»)

BILANCI

- X_i^j significa X dovuto dall'operatore i all'operatore j
- di ciascuna partita finanziaria è presa in considerazione la sola variazione netta

ECONOMIA

<i>attivo</i>		<i>passivo</i>	
Investimenti	(I)	(S)	Risparmio
Biglietti e monete	(M _{ec})	(Imp _{bs} ^{ec})	Impieghi nelle banche
Depositi a vista	(C/c _{ec} ^{bc})	(Mu _{bs} ^{ec})	Mutui degli istituti speciali
Depositi a risparmio	(DR _{ec})	(D _{es} ^{ec})	Debiti comm. verso l'estero
Crediti commerciali v./l'estero	(D _{ec} ^{es})	(Tes _{pa} ^{ec})	Finanziamenti del Tesoro
Titoli di stato	(T _{ec} ^{pa})	(T ^{ec})	Titoli
Altri titoli	(T _{ec})	(AC _{ec} ^{ec})	Altri conti (inclusi ut. non distinti)
Altri conti (incl. ut. non distribuiti)	(AC _{ec} ^{ec})		
Altri conti delle banche (saldo)	(Ac _{ec} ^{bc})		

EDILIZIA PER ABITAZIONI

Cartelle fondiarie	(CF _{ec} ^{ab})	(MU ^{ab})	Mutui fondiari
Mutui fondiari	(Mu _{ec} ^{ab})	(Cf ^{ab})	
Investimenti in abitazioni	(AB)	(IMP _{bc} ^{ab})	

AZIENDE DI CREDITO

<i>attivo</i>		<i>passivo</i>	
Riserve obbligatorie	(Rob _{bc} ^{bi})	(D _{bi} ^{bc})	Debiti v/la B. d'I. (incl. marg. disp.)
Dep. c/o B. d'I. (incl. marg. disp.)	(C/c _{bc} ^{bi})	(D _{es} ^{bc})	Debiti verso l'estero
Biglietti e monete	(M _{bc})	(C/c _{ec} ^{bc})	Depositi a vista
Crediti verso l'estero	(D _{bc} ^{es})	(DR _{ec} ^{bc})	Depositi a risparmio
Impieghi	(IMP _{bc})	(AC _{ec} ^{bc})	Altri conti (saldo)
Titoli di stato	(T _{bc} ^{pa})		
Altri titoli	(T _{bc})		
Cartelle fondiarie	(CF _{bc} ^{ab})		
Altri conti (saldi)	(Ac _{bc})		

ISTITUTI SPECIALI

Mutui	(MU _{bs} ^{ec})	(T ^{bs})	Titoli (escluse cartelle)
		(Tes _{pa} ^{bs})	Finanziamenti del Tesoro
		(Ac _{bc} ^{bs})	Altri conti (saldo)

ESTERO			
attivo		passivo	
Crediti commerciali	(D ^{ec} _{es})	(D ^{es} _{ec})	Debiti commerciali
Crediti verso banche	(D ^{bc} _{es})	(D ^{es} _{bc})	Debiti verso banche
Titoli	(T _{es})	(T ^{es})	Titoli esteri
Bilancia partite correnti	(BC)	(RIS ^{es} _{bi})	Riserve estere dell'Italia

PUBBLICA AMMINISTRAZIONE			
Finanziamenti del Tesoro	(T ^{es} _{pa})	(DR _{pa})	Depositi c/o amm.ne Poste
	(T _{pa})	(T _{pa})	Titoli (posiz. netta v/la B. d'I. + T. in altri portaf.
	(Def)	(IMP ^{pa} _{bc})	Imp. delle banche

BANCA D'ITALIA			
Riserva verso l'estero	(Ris ^{es} _{bi})	(M ^{bi})	Biglietti e monete
Titoli di stato (posiz. netta)	(T ^{pa} _{bi})	(Rob ^{bi} _{bc})	Riserve obblig.
Crediti verso banche (incl. margine disp.)	(D ^{bc} _{bi})	(C/c ^{bi} _{bc})	Dep. banche (incl. margine)
		(Ac ^{bi} _{bc})	Altri conti (saldo)

INTERVISTA A CARLO AZEGLIO CIAMPI

a cura di Paolo Peluffo

Dottor Ciampi, lei diventò capo del Servizio studi della Banca d'Italia proprio al termine della prima fase di lavori sul modello econometrico che sono qui pubblicati. Fu lei a gestirne la realizzazione. È vero che il modello e la collaborazione con Franco Modigliani cambiarono nel profondo il modo di lavorare della Banca?

Non sono stato allievo di Franco; il lavoro del modello econometrico prese le mosse quando ero al Servizio studi. Non ero più giovane e non ero mai stato iniziato all'econometria. Seguii quell'attività a distanza, ma fui profondamente partecipe di ciò che quel lavoro significò per la Banca d'Italia.

L'istaurarsi di una consuetudine di lavoro tra gli economisti della Banca e il gruppo di Modigliani fu una grande novità, ci abituò a riflettere sistematicamente sugli schemi teorici che usavamo fino ad allora in un modo un po' empirico, magari con un po' di diletterismo. La costru-

zione del modello econometrico fu un momento importante, non tanto perché la Banca si dotò di un nuovo strumento di ricerca, ma perché esso influenzò il metodo di lavoro, l'impostazione della ricerca.

Guido Rey sostiene che il dibattito sul modello econometrico cambiò totalmente il modo di lavorare della Banca e che un ruolo lo ebbe proprio lei, quando venne deciso di inserire l'Ufficio ricerche econometriche, fino ad allora isolato, nel grande corpo del Servizio studi...

Ho una responsabilità diretta nella scelta di inserire l'Ufficio ricerche nel Servizio studi. Tenga presente che erano sorte preoccupazioni, diffidenze mentre quel manipolo di giovani economisti lavorava con Modigliani. All'inizio la costruzione del modello non fu affatto pacifica. Qualcuno dubitava della sua utilità. Quanto meno si temeva si creasse un corpo estraneo all'interno del Servizio studi; una pericolosa frattura fra chi si dedicava a una ricerca, considerata più o meno accademica, e chi si applicava a seguire, con i metodi tradizionali, il corso delle vicende economiche per fornire elementi di interpretazione e di orientamento ai vertici della Banca.

Lei si oppose a questa frattura...

Ero appena stato nominato capo del Servizio studi, e in una serie di discussioni con Carli e Baffi sostenni con forza

che il modello dovesse essere calato nella realtà operativa della Banca e anche della struttura organizzativa. Ritenevo che sarebbe stato un errore gravissimo creare un ufficio *ad hoc* per gestire il modello. Questo avrebbe provocato una spaccatura all'interno del Servizio studi e non ne avremmo avuto nessun vantaggio.

Il «trapianto» ebbe successo?

A quei tempi, parlo di circa trent'anni fa, il modo di operare del Servizio studi era contrassegnato da una segmentazione abbastanza netta. I vari uffici, da quello monetario, a quello dell'economia reale, della bilancia dei pagamenti, comunicavano in modo occasionale, spesso più per legami personali che per prassi consolidata. La circolazione delle note interne non era sistematica. Di fatto, solo il vertice aveva piena conoscenza della complessiva attività di ricerca ed era in grado di cogliere le interrelazioni dei vari fenomeni economici, reali e monetari, interni e internazionali.

A questa situazione all'interno del Servizio studi si aggiungeva un ancor più netto isolamento degli Studi rispetto al resto della banca, anche rispetto a quei servizi deputati ad effettuare le operazioni di banca centrale.

Dunque cambiò anche il modo di pensare...

Il modello ci costrinse ad abbracciare un approccio globale. Fu un cambiamento totale. Prima la Banca lavo-

rava a compartimenti stagni, la sintesi del lavoro avveniva solo al vertice. Ricordo che ciascuno di noi lavorava nella sua stanza e poi consegnava la sua ricerca al capo-ufficio. Nessuno sapeva che cosa accadesse dopo. La svolta ci fu con l'arrivo di Modigliani. Fu lui a volere che le discussioni fossero aperte e che partecipassero i responsabili degli uffici interessati. La necessità di quei seminari nasceva dalla logica interattiva del modello econometrico.

Lei ricorda un momento particolarmente delicato all'interno dell'istituto nella storia del modello econometrico?

Fu quando si scelse il collocamento funzionale del gruppo di ricerca econometrica. Poteva accentuare la segmentazione del Servizio studi. Fu il contrario. Certo, non mancarono le discussioni. Ma la scelta finale fu di arricchire il nucleo di esperti in econometria con giovani elementi addetti ai vari compartimenti degli Studi. Il modello divenne patrimonio comune. Al di là dell'uso che ciascun dipartimento poté farne, si ebbe il grande vantaggio che a mano a mano si acquisì maggiore consapevolezza delle interrelazioni fra i vari fenomeni economici. Il dialogo divenne più intenso. E il Servizio studi, pur ampliandosi nel numero degli addetti, guadagnò in unitarietà.

La fusione tra ufficio ricerche e servizio studi avviene all'inizio degli anni Settanta. Ma il processo strategico che porta il servizio studi ad essere il vero centro operativo di elaborazione delle politiche della Banca inizia prima e rappresenta la più importante innovazione di Carli governatore...

Il processo di evoluzione della Banca si può leggere nel cambiamento della struttura della *Relazione annuale* e delle *Considerazioni finali*. Quello è il momento di sintesi più importante nella vita dell'istituto che si ripete ogni anno. Per due mesi tutta la Banca lavora a un unico obiettivo. Ora, secondo me, il momento della rottura va collocato nel biennio 1968-69. Ma i primi segni di cambiamento ci sono già nel 1966-67. E fu nella *Relazione annuale* sul 1966 che il capitolo sull'economia italiana viene completamente ripensato ed assume una veste circolare.

In che senso «circolare»?

Da tempo immemorabile quel capitolo era costruito su una struttura a tre paragrafi: una prima sezione generale, una seconda sulla produzione, che era divisa a sua volta in un sottoparagrafo sulla produzione agricola e in uno sulla produzione industriale. Produzione agricola e industriale erano analizzate nel dettaglio, quasi fino ad arrivare al numero di quintali prodotti. Infine, c'era un capitolo sui prezzi. E lì finiva tutto.

Questa era la struttura a compartimenti stagni vecchio stile. Ma come venne resa «circolare»?

Nel 1967, con la collaborazione dei giovani dell'Ufficio ricerche decisi di cambiare tutta la struttura della parte sull'economia reale della *Relazione*: si parte dalla domanda, si passa alla produzione, poi ai prezzi, per arrivare alla distribuzione del reddito e per concludere tornando al punto d'inizio, e cioè alla domanda globale. Ci vollero un paio di anni per digerire quel cambiamento. Un anno prima, nella *Relazione sul 1965*, io e Ciampicali volevamo introdurre un cambiamento parziale, inserendo nella vecchia struttura un capitolo sull'occupazione (lo chiamammo poi «occupazione e retribuzioni») che prima non era mai stato fatto. Per dire quali erano le resistenze intellettuali all'innovazione rappresentata dal modello econometrico, le assicuro che non fu affatto facile. Il nostro capo di allora, il Pennacchietti, si oppose fino all'ultimo. Ricordo che disse, in una riunione con Carli e Baffi: «Se volete farlo, fatelo pure, ma sappiate che avete scritto un capitolo che è una scatola vuota senza contenuto».

Lei dunque non partecipò all'elaborazione del modello, ma ne favorì l'innesto nella struttura della Banca. Ricorda qualche episodio nel quale si trovò a frenare gli entusiasmi dei giovani economisti che lavoravano con Modigliani?

Ricordo un episodio del quale Modigliani ed io parlammo in più di un'occasione. Il Servizio studi, nella Banca d'Italia, non è mai stato uno strumento di pura ricerca. La sua origine risale agli anni Trenta. Ma non vi è un «corpo», un «ruolo» degli economisti. Gli addetti del Servizio studi, qualunque sia la loro preparazione professionale, fanno parte del ruolo unico del personale direttivo dell'istituto. Verso la fine degli anni Sessanta, maturò una forte spinta all'istituzione di un ruolo autonomo degli «economisti». Credo che alcuni dei giovani di allora si rivolsero a Franco Modigliani affinché si facesse sostenitore della loro aspirazione. Quando venni a conoscenza che l'iniziativa stava assumendo consistenza e stava guadagnando consenso presso i vertici della Banca, presi netta posizione contraria. In colloqui con Carli e Baffi, l'uno governatore, l'altro direttore generale, esposi loro i motivi che mi facevano ritenere nociva una siffatta decisione: il Servizio studi, dissi loro, ha bisogno di un continuo afflusso di forze nuove; perché ciò sia possibile deve aver luogo anche un deflusso continuo. Un ruolo chiuso per gli economisti avrebbe di fatto impedito il deflusso all'interno della Banca; né era dato di prevedere consistenti deflussi all'esterno dell'istituto. Il fatto che chi aveva lavorato agli Studi poi andasse nei settori operativi era opportuno non solo per mantenere vitali gli Studi, ma anche per vitalizzare altri settori della Banca. Discussi di questo con Modigliani e alla fine ci trovammo d'accordo. Questa scelta è una delle origini del fatto che oggi in Banca d'Italia il colloquio,

anche operativo, fra le varie componenti dell'istituto è facile e fruttuoso, perché esiste una comune base formativa.

Lei ricorda, in quel periodo a cavallo tra anni Sessanta e Settanta, qualche innovazione concettuale che filtrò nel lavoro della Relazione annuale prima che ci fosse la riunificazione formale con il gruppo di lavoro di Modigliani?

Ricordo uno dei primi viaggi a Washington, forse il primo, per i vertici annuali del Fondo monetario. Paolo Baffi ed io fummo costretti a viaggiare in auto da New York fino alla capitale. In quel travagliato tragitto, esposi a Baffi la possibilità che l'avanzo corrente della bilancia dei pagamenti che si verificava in quel tempo fosse in qualche modo l'effetto stesso delle esportazioni di capitali attraverso l'effetto sulla domanda interna. Le imprese trascuravano il mercato interno, e l'aumento delle esportazioni era il riflesso dei deflussi di capitale. A Baffi piacque quell'analisi e la utilizzò in più di un'occasione. Un'idea che introdusse nella *Relazione annuale* fu quella di tener conto della distinzione tra settori industriali protetti dalla concorrenza internazionale e settori industriali esposti alla concorrenza. Quella distinzione derivava da analisi di economisti svedesi, che in misura ancora superiore alla nostra avevano questo problema del dualismo strutturale del settore produttivo.

Con quali strumenti lavoravate all'analisi dell'economia reale?

All'inizio degli anni Sessanta, appena arrivato al Servizio studi ricordo di aver passato giorni e giorni ad elaborare a mano, con l'aiuto di una calcolatrice meccanica, le statistiche sulla produzione industriale. Noi recepivamo dall'Istat i dati grezzi dei singoli settori merceologici. Dovevamo destagionalizzarli. Si faceva il calcolo delle ore lavorate, settore per settore: fibre, carta, concimi eccetera eccetera. Era un lavoro pazzesco che ci impegnava anche per giorni interi, ma che alla fine un vantaggio l'ha avuto.

Quale?

Che dietro le statistiche generali sulla produzione, noi di quella generazione abbiamo sempre avuto una conoscenza dettagliata di come era fatta realmente l'economia italiana.

Quali furono le prime occasioni di mettere in pratica il modello econometrico?

Attraverso il modello, iniziammo a concepire gli interventi sulla liquidità bancaria come interventi nei confronti del «sistema» e non dei singoli istituti. Prima non era così.

Nella Banca prevaleva l'idea che la capacità di creare liquidità nascesse dagli sconti e dalle anticipazioni che, in gran parte, erano fatti in funzione delle singole banche. Ricordo che la Banca negli anni Cinquanta considerava ancora come un obiettivo, magari non molto dichiarato, il suo conto economico. Ricordo che, in certi periodi dell'anno, si facevano talune operazioni che avevano come obiettivo deliberato il miglioramento del conto economico della Banca. Si aveva l'idea che soltanto un bilancio in attivo garantisse la piena autonomia dell'istituto. Ma questa è una mentalità che affonda le sue radici nelle origini private della Banca, e nella sua difficile storia dei primi anni del secolo, quando l'istituto era gravato dagli «immobilizzi» della Banca Romana, per cui era costretto a produrre attivi di bilancio per poter funzionare. Radici così profonde hanno una grande forza di sopravvivenza. Io stesso ricordo che nel 1979, e dunque in tempi assai più vicini a noi, in uno dei miei primi viaggi a Washington da governatore non riuscii a dormire per tutta una notte e sa perché? Prima della partenza, avevo avuto una conversazione con il ragioniere generale della Banca che mi aveva sottoposto proiezioni secondo le quali entro due anni l'istituto sarebbe andato in rosso. Non fu così. Negli anni Ottanta abbiamo avuto grandi utili. Ma intanto quella notte in albergo la passai insonne.

Donato Menichella sosteneva che la Banca può svolgere bene le sue funzioni di natura «pubblicistica» solo se il suo

bilancio e il suo conto economico sono a posto. Nonostante tutto, anche lei la pensa così?

La mia idea è sempre stata che la Banca debba avere un bilancio strutturalmente in attivo. Il bilancio e il conto economico devono avere una struttura tale da garantire una tranquillità di fondo, al di là delle contingenze. Questa tranquillità di fondo fa sì che la Banca non si debba preoccupare se è costretta a fare un'operazione sul mercato, con obiettivi di politica monetaria, che però, magari, ti produce delle perdite. Se devi fare un'operazione per tutelare il sistema, devi essere in grado di non preoccuparti se questa ti dà utili o perdite. La Banca deve essere talmente forte e solida che la semplice gestione del patrimonio le consente di coprire le spese correnti. Questa è una delle chiavi dell'autorità dell'istituto. E grazie a questo da governatore ho potuto fare tutte le operazioni necessarie, per produrre gli effetti voluti sull'economia, grazie alla strutturale solidità del conto economico della Banca.

E negli anni Quaranta e Cinquanta, quando lei è entrato in Banca d'Italia?

Allora le filiali della Banca avevano ancora autonomia di conto economico. E così accadeva spesso che a fine esercizio il direttore della filiale facesse operazioni con le banche locali che gli consentissero di vantare utili superiori a quelli dell'anno prima.

Le operazioni di sconto e anticipazione venivano fatte come ad hoc verso la singola banca. Il mercato monetario non esisteva...

Il mercato monetario viene creato nell'ultima parte del governatorato Baffi. La prima operazione di mercato aperto la decisi io da governatore e ricordo che avemmo grossi dubbi fino all'ultimo su come realizzarla tecnicamente, e avevo cominciato ad occuparmene mesi prima, quando ero ancora direttore generale.

Dunque, negli anni Sessanta i passi in avanti, anche sotto il profilo organizzativo, sono stati enormi. In questo progresso un ruolo chiave lo ha il modello econometrico, e cosa altro?

Il metodo di lavoro con il quale tutto l'istituto venne messo a lavorare da Carli e Baffi alla *Relazione annuale*. Negli anni Sessanta tutto il volume della *Relazione annuale* veniva letto e discusso ad alta voce due volte. La prima volta il dattiloscritto veniva letto pagina per pagina in aprile. La seconda volta veniva letto in bozze da un gruppo fisso che comprendeva Carli, Baffi e uno dei due vice-direttori generali, il capo del Servizio studi e di volta in volta i capi degli uffici interessati. Oltre a costoro, era sempre presente, seduto in silenzio, Federico Caffè. I suoi interventi erano i più misurati. Caffè era dell'idea che le osservazioni più gravi si dovevano fare sempre e soltanto a quat-

trocchi, mai in pubblico. La presenza di Caffè era utilissima, perché spesso gli animi si scaldavano, e quando c'erano contrasti o critiche, contraddizioni molto forti, mentre noi discutevamo Caffè con la sua matitina vergava sul margine delle bozze la soluzione che accontentava tutti. Era un forte elemento di moderazione, anche linguistica, proprio lui che veniva considerato «di sinistra».

Dottor Ciampi, qual è l'insegnamento più duraturo della sua esperienza presso il Servizio studi della Banca d'Italia?

Ho vissuto 47 anni in Banca d'Italia. E posso dire che non ho mai ricevuto un'istruzione, un orientamento, un compito che in qualche modo fosse, non dico in contrasto con la mia coscienza, ma neppure mi creasse disagio, imbarazzo, sotto il profilo sia etico sia professionale. Il successo del Servizio studi dipende da questo rispetto etico della conoscenza: mai ho visto affidare una ricerca economica di qualsiasi genere che avesse dei risultati già stabiliti in anticipo.

IL PENSIERO MODERNO

COMUNICAZIONE E IMMAGINE

Roland Barthes, *I segni e gli affetti nel film*
Cristina Cano, Giorgio Cremonini, *Cinema e musica*
Gian Paolo Caprettini, *Del Maurizio Costanzo Show*
Dario Fo, Totò, *Manuale dell'attor comico*
Franco Prono (a cura di), *Le sirene immaginarie*
Pierangelo Giovanetti, *Il giornale elettronico*

CULTURA CIVILE

Piero Calamandrei, *Costruire la democrazia*
Noam Chomsky, *Il potere dei media*
M. Sabella, N. Urbinati (a cura di), *Quale federalismo? Interviste sull'Italia del futuro*
Marcello Veneziani, *Sinistra e destra. Risposta a Norberto Bobbio*
Pasquale Villari, *I mali dell'Italia. Scritti su mafia, camorra e brigantaggio*

SOCIETÀ APERTA

Domenico Fisichella, *Elogio della monarchia*

Finito di stampare
nel mese di ottobre 1995