

BANCA D'ITALIA

Capitale versato L. 300.000.000

ADUNANZA GENERALE ORDINARIA
DEI PARTECIPANTI

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MARZO 1948

ANNO 1947 (LIV)

CONSIDERAZIONI FINALI

ROMA
TIPOGRAFIA DELLA BANCA D'ITALIA

1948

RISTAMPA - 1992

V — **Considerazioni finali.**

Signori Partecipanti,

Or è un anno, il Governatore Einaudi chiudeva la Sua relazione con una analisi dei fattori della considerevole espansione della massa monetaria prodottasi nel 1946, segnatamente a partire dal maggio; e li ravvisava nei finanziamenti degli ammassi e degli acquisti di valuta, nei prelevamenti fatti dal Tesoro e dalle aziende di credito sulle loro disponibilità di conto corrente, nelle somministrazioni di fondi in lire fatte agli alleati, partita questa da imputarsi ai prelevamenti del Tesoro giacchè questo, contemporaneamente e per somme maggiori, si avvantaggiava del ricavo di merci ricevute gratuitamente dagli alleati. Erano tutte operazioni di carattere generale o consistevano nell'assolvimento di debiti precostituiti.

Per questi medesimi canali, principalmente, sono defluiti i 283 miliardi di cui si è ingrossata la circolazione nello scorso anno.

Il 56 per cento dell'aumento, contro il 35 per cento circa nel periodo maggio-dicembre 1946, ha avuto luogo attraverso le anticipazioni al Tesoro, le somministrazioni di fondi agli alleati, gli investimenti in buoni del tesoro da parte dell'istituto di emissione, i prelevamenti dal conto corrente di tesoreria e le altre minori operazioni dirette con lo Stato.

Quasi un quarto è stato dovuto, come già tra il maggio

e il dicembre del 1946, al finanziamento degli ammassi obbligatori.

I finanziamenti all' Ufficio italiano dei cambi e gli acquisti di divisa hanno assorbito soltanto un 4 per cento dell'aumento, contro il 22 per cento nel periodo maggio-dicembre 1946, durante il quale le disponibilità valutarie dell'U.I.C. si accrebbero sensibilmente (1).

Un 18 per cento circa dell'aumento (contro l' 11 circa nel maggio-dicembre 1946) spetta ai maggiori impieghi in risconti ordinari, anticipazioni e prorogati pagamenti. Tenuto conto che in pari tempo la consistenza dei depositi raccolti e dei titoli fiduciari emessi dalla Banca è aumentata di un importo pari al 2 per cento circa dell'aumento della circolazione (contro una diminuzione del 9 per cento tra il maggio e il dicembre 1946), si può affermare che il 16 per cento circa dell'aumento della circolazione (contro il 20 per cento nel maggio-dicembre 1946) spetta alle operazioni commerciali.

Il carattere « statale » della inflazione risulta dunque nel 1947 ancora più accentuato che in precedenza.

Questo fatto, che appare a primo aspetto contraddittorio col miglioramento nel frattempo intervenuto nelle condizioni del bilancio, si riconcilia con esso considerando che lo sviluppo del ciclo inflazionistico, iniziato nel maggio-giugno 1946 ed ora compiutosi, è stato accompagnato da un progressivo assottigliamento dell'afflusso volontario di fondi al Tesoro ed alla Banca d' Italia.

(1) Gli acquisti di divisa da parte dell'U.I.C. nel 1947 sono stati cospicui nell'ultima parte dell'anno mentre nei primi 9 mesi le disponibilità in divisa dell' U.I.C. si assottigliarono notevolmente per effetto del loro utilizzo. Riferito all'ultimo trimestre dell'anno, l'impiego di circolazione per il finanziamento dell' U.I.C. si concreta in una percentuale del 24 per cento anzichè del 4 per cento.

Analisi delle variazioni della circolazione

	Consistenza delle operazioni ai:			Aumento o diminuzione (-) della circolazione corrispondente alle variazioni delle consistenze	
	maggio 1948	dicembre 1948	dicembre 1947	maggio-dicembre 1948	anno 1947
I	<i>(miliardi di lire)</i>				
Portafoglio (esclusi ammassi obbligatori)	4,7	10,8	37,0	6,1	26,2
Anticipazioni	6,3	13,1	34,3	6,8	21,2
Prorogati pagamenti stanze compensazione	0,3	1,3	5,5	1,0	4,2
	11,3	25,2	76,8	13,9	51,6
II					
Conto corrente con l' U.I.C.	1,9	8,1	36,4	22,9	9,5
U.I.C. parziale finanziamento gestione cambi	2,1	18,8	—	3,4	1,7
Disponibilità in divisa all'estero	5,3	8,7	12,8	2,4	—
Meno plusvalenze su divise			2,4		
	9,3	35,6	46,8	26,3	11,2
III					
Portafoglio ammassi obbligatori	5,1	33,2	100,3	28,1	67,1
IV					
Titoli di Stato	68,9	105,8	120,5	36,9	14,7
Operazioni speciali C.S.V.I.	40,3	0,5	0,3	- 39,8	- 0,2
Servizi diversi per conto dello Stato	3,1	6,7	10,0	3,6	3,3
Somministrazioni di fondi agli alleati	11,8	22,2	31,4	10,4	9,2
Anticipazioni temporanee al Tesoro	1,—	1,—	100,—	—	99,—
Meno fondo oscillazione titoli e altre partite minori e di correzione			6,1		- 6,1
	125,1	136,2	256,1		
V					
Conto corrente del Tesoro	45,6	10,0	- 0,4		
Saldi conto A.F.A. trasf. al Tesoro nel 1947	25,4	29,9			
	71,0	39,9	- 0,4	31,1	40,3
VI					
Vaglia, assegni e altri debiti a vista	12,1	15,1	16,2	- 3,0	- 1,1
Depositi in conto corrente liberi (al netto dei saldi A.F.A. trasferiti al Tesoro)	21,4	29,2	52,5	- 7,8	- 23,3
Conti correnti vincolati	127,2	106,0	86,5	21,2	19,5
	160,7	150,3	155,2	10,4	- 4,9
Variazione dovuta ad altre partite				- 1,4	- 2,1
				119,5	283,1

EccoVi, brevemente, le cifre.

Nel primo semestre 1946, il debito fluttuante (ad esclusione delle anticipazioni concesse e dei buoni del tesoro sottoscritti dalla Banca d'Italia) ed i depositi vincolati presso l'istituto di emissione dettero 123 miliardi. Le stesse fonti ne diedero appena 70 nel secondo semestre del 1946 e 79 nel primo semestre del 1947; in queste cifre compreso il gettito in contanti del prestito della ricostruzione che è a cavallo della fine del 1946. Nel successivo trimestre luglio-settembre, subentrava addirittura una eccedenza di rimborsi per 12 miliardi; il gettito riprendeva soltanto nell'ultimo trimestre dell'anno con 53 miliardi. Nell'intero anno, si sono quindi avuti 120 miliardi, meno di quanti ne aveva dati il primo semestre del 1946.

Gettito del mercato monetario

(miliardi di lire)

	1° Semestre 1946	2° Semestre 1946	1° Semestre 1947	Luglio- Settembre 1947	Ottobre- Dicembre 1947
Gettito effettivo in contanti del prestito della ricostruzione	—	56	52	—	—
Buoni del tesoro ordinari versati in sottoscrizione al prestito della ricostruzione .	—	10	6	—	—
Buoni ordinari del tesoro, al netto delle sottoscrizioni della Banca d'Italia . .	61	15	15	10	20
Conto corrente con la Cassa DD. PP. e gli istituti di previdenza	34	27	17	18	6
Conto corrente col Banco di Napoli e altri istituti	22	— 13	11	— 7	— 9
Depositi vincolati presso la Banca d'Italia	6	— 25	— 22	— 33	36
	123	70	79	— 12	53

In conseguenza, principalmente, di tale andamento, il rapporto tra l'aumento della circolazione ed il disavanzo di cassa di parte effettiva è salito dal 41 per cento nel 1946 — quando contro 123 miliardi di aumento della circolazione se ne ebbero 298 di disavanzo — al 92 per cento nel 1947, ossia a 283 miliardi su 306.

Risalendo ancora, nella catena di rapporti causali che mette capo all'inflazione, si ritrovano, dietro questo inaridimento del gettito del mercato monetario, aspetti notevoli della situazione monetaria ed economica generale emersa dalla guerra.

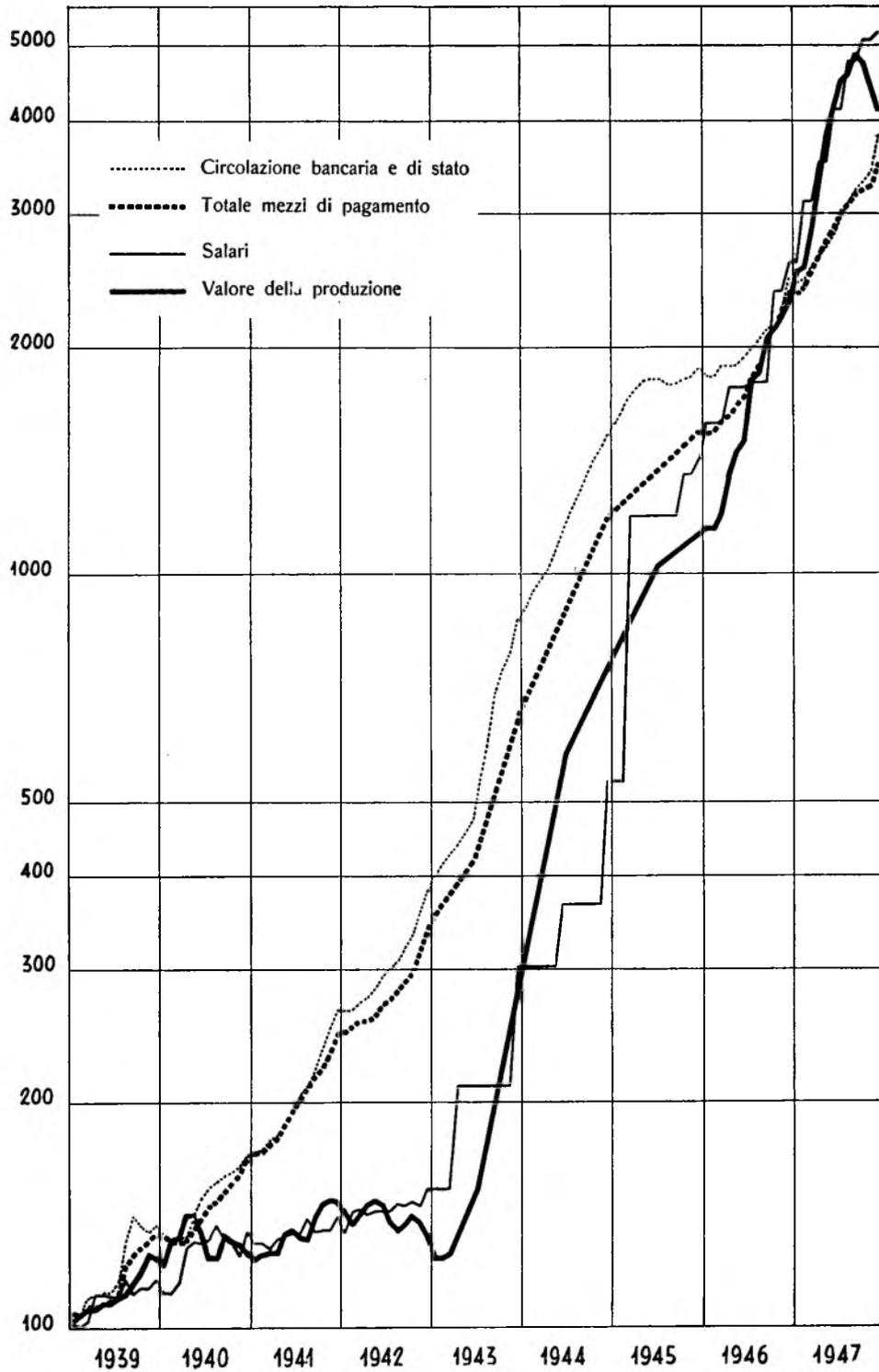
In mancanza di serie mensili complete ed omogenee (fuorchè per la circolazione) dei dati riflettenti i fenomeni attraverso i quali si è manifestato l'evolversi dell'inflazione in Italia durante e dopo la guerra, si è proceduto alla costruzione delle quattro serie riprodotte nel grafico di pag. 220, utilizzando elementi tratti da fonti diverse, le quali tuttavia si integrano a vicenda e permettono un controllo critico nei casi di maggior incertezza.

Per quanto riguarda i principali mezzi di pagamento (oltre la carta moneta di cui si è già fatto cenno) le statistiche dei depositi bancari (c/c delle banche coi clienti), dei c/c postali e dei vaglia e assegni circolari, per gli anni 1943, 1944 e 1945, sono state ricostruite limitatamente ai valori di fine anno. Per quanto riguarda prezzi, salari e quantità prodotte, a parte le lacune negli anni di maggiore disordine (per i quali si sono dovute sostituire le medie annuali ai dati mensili), le rilevazioni del dopo guerra non sempre sono perfettamente confrontabili con quelle condotte fino al 1943; inoltre la differenziazione verificatasi nelle economie dei due tronconi in cui fu divisa l'Italia dalla « linea gotica » rende di dubbia rappresentatività gli indici che si è cercato di ricostruire a posteriori.

L'indice dell'ammontare della circolazione dei biglietti della Banca d'Italia, della moneta metallica, dei biglietti di Stato e infine delle lire militari alleate, è stato calcolato prendendo come base la media delle consistenze di fine mese nel 1938.

L'indice dei mezzi di pagamento comprende, oltre alla circolazione, i c/c delle banche con i clienti, i c/c postali, i dati dei vaglia cambiari e degli assegni circolari desunti dal Bollettino mensile di statistica. Per gli assegni, la rilevazione è bimestrale e pertanto è giocoforza colmare le lacune supponendo un andamento lineare in ciascuno degli intervalli bimestrali.

L'indice assunto come rappresentativo del valore degli scambi è di certo molto grossolano; tuttavia le diversità di andamento nei confronti degli altri fenomeni in esame sono notevoli ed è da escludere che esse possano



Indici dei salari, dei mezzi di pagamento e del valore della produzione (base 1938 = 100).

scomparire ove a questo indice se ne sostituisca un altro migliore sia perchè basato su un maggior numero di elementi, sia perchè ottenuto da indici dei prezzi e delle quantità più rappresentativi di quelli qui adottati. Questo indice è ottenuto dal prodotto di due indici, uno rappresentativo dalle quantità ed un altro dei prezzi; quello delle quantità è a sua volta la media aritmetica dell'indice della produzione industriale e dell'indice della produzione agricola (assunto costante per i 12 mesi di ciascuna campagna agricola). L'indice rappresentativo dell'andamento dei prezzi è una media tra indice dei prezzi all'ingrosso e indice dei prezzi al minuto e in mancanza di questi dell'indice del costo della vita. Gli indici calcolati dall'Istituto centrale di statistica impiegati nella costruzione delle serie sono generalmente più bassi di quelli desunti da altre fonti, probabilmente perchè in essi hanno maggior peso le quantità scambiate a prezzi ufficiali o a prezzo politico. E' da tener presente che l'indice medio qui considerato è rappresentativo di tutti i prezzi dei beni e servizi, quindi anche delle tariffe e dei fitti, la cui importanza non è trascurabile, e che d'altra parte non deve essere sopravvalutata l'importanza del mercato nero (del grano, ad esempio, ne furono ammassati e cioè venduti a prezzo legale fino a tutta la campagna 1944-45 sui 30 milioni di quintali e poichè per le semine e per il consumo dei produttori ne occorrono 35-40 milioni di quintali, almeno fino a tale campagna l'importanza del mercato nero non potè assumere proporzioni cospicue). Non si è ritenuto opportuno quindi attenersi ad indici molto vicini ai prezzi del mercato nero o libero, più sensibili forse come indicatori di tendenze ma certamente meno rappresentativi di una media generale.

L'indice dei salari è stato ottenuto integrando i dati pubblicati dall'Istituto centrale di statistica con quelli raccolti dalla Confindustria. Anche sulla sua rappresentatività per gli anni in cui il territorio nazionale fu diviso in due parti si devono fare delle riserve.

Già nelle relazioni sugli anni 1945 e 1946, venne rilevato il fenomeno della accumulazione, durante gli anni della guerra e dell'occupazione, di giacenze scarsamente utilizzate, sia sui conti correnti intrattenuti presso le banche, sia di biglietti presso i privati, e ne vennero additate le ragioni nei disinvestimenti, nei guadagni dei ceti agricoli cui il mercato offriva scarse occasioni di investimento, negli spostamenti di popolazione e nella generale condizione di insicurezza.

Nei tre anni di inflazione moderata intercorsi tra la metà del 1940 e la metà del 1943, la circolazione dei biglietti e le gia-

cenze di conto corrente si svilupparono quasi parallelamente, in misura relativa tripla dello sviluppo del valore monetario della produzione.

Nella grande inflazione poi seguita e durata fino alla primavera del 1945, il movimento ascendente dei prezzi si pronunciava, incontrollato, mentre dal lato della disponibilità dei mezzi di pagamento continuavano ad operare, in ispecie, i fattori di aumento della circolazione dei biglietti; cosicchè alla liberazione del nord si arrivava con una circolazione di biglietti ancora grandemente eccedente il bisogno rispetto al livello dei prezzi allora vigente. I fondi prima inoperosi alimentarono l'abbondante afflusso di denaro alle banche e al Tesoro che ebbe luogo nel primo anno successivo alla liberazione.

Ma la ripresa dell'attività economica succeduta alla liberazione comportava l'impiego di parte del potere d'acquisto prima accumulato in forma monetaria, nell'attesa di reinvestimento. In pari tempo, il livello estremamente basso dei salari reali stimolava al tentativo di migliorarli attraverso gli aumenti nominali; e, permanendo il disavanzo del bilancio, il Tesoro veniva assiduamente restituendo al mercato i mezzi che questo gli forniva; cosicchè la situazione degli investimenti, la situazione salariale e quella finanziaria concorrevano a fissare nella circolazione monetaria, attraverso l'aumento dei prezzi, i mezzi di pagamento inizialmente eccedenti. Durante la seconda metà del 1946, nell'ascesa dei prezzi si innestava un movimento speculativo, esteso ai mercati dei titoli e delle valute, che trasse alimento, oltre che dall'inflazione per conto dello stato, dall'accelerazione nell'utilizzo dei crediti di conto corrente, che, nella fase precedente di iperliquidità, le banche si erano costituite presso l'istituto di emissione.

Tra il marzo e il dicembre 1946 i conti correnti vincolati presso la Banca d'Italia diminuivano infatti da 124 a 106 miliardi, passando per un massimo di 144 miliardi a fine settembre, e nei primi nove mesi del 1947 scemavano ulteriormente a 51 miliardi. Negli stessi intervalli, gli impieghi delle aziende di credito aumentavano da 191 a 418 ed a 707 miliardi, ossia di 516 miliardi nell'intero ciclo di 18 mesi, durante il quale i depositi si portavano da 466 a 698 ed a 946 miliardi con un aumento di 480 miliardi; cosicchè il rapporto tra impieghi e depositi saliva dal 41 al 60 ed al 75 per cento.

In queste condizioni, l'indice del valore della produzione veniva trascinato verso l'alto dallo sviluppo dei prezzi e, raggiunto nell'autunno del 1946 lo stesso livello dell'indice dei mezzi di pagamento, andava salendo nel 1947, con anticipo crescente su quest'ultimo.

L'assottigliamento progressivo del flusso di ritorno all'istituto di emissione ed al Tesoro nasceva da questo distacco tra il livello al quale si erano spinti i prezzi ed il volume dei mezzi di pagamento che avrebbero dovuto sostenerlo.

La crisi dell'ultimo trimestre dell'anno, e la prosecuzione, a tutto il dicembre, dell'aumento della circolazione, riconducevano ad una situazione in cui l'equilibrio tra il volume dei mezzi di pagamento ed il livello dei prezzi appare, dati i livelli attuali della produzione, statisticamente ristabilito. Il riflusso di circolante avutosi nei primi due mesi di quest'anno, per 12 miliardi, la forte ripresa dei depositi fiduciari e delle sottoscrizioni ai buoni del tesoro, sembrano confermare questa conclusione.

Gli opposti movimenti che la circolazione ed i prezzi hanno segnato dall'ottobre al dicembre hanno fornito l'apparenza del

coesistere di fenomeni di inflazione e di deflazione e del sommarsi dei mali che ne derivano; ma essi manifestavano, in effetti, il riassorbimento dell'accelerazione speculativa della circolazione prodottasi in precedenza; e l'osservazione che il ritorno ad una velocità di circolazione normale abbia aperto ad un eventuale ritorno di febbre monetaria un campo di escursione più ampio non sembra sufficiente a far preferire uno stato di febbre permanente.

Circa l'effetto deflatorio, è indubbio che la flessione dei prezzi ha posto le imprese di fronte ad una brusca inversione del rapporto tra costi e ricavi. Nelle fasi di ascesa dei prezzi, la situazione media delle imprese è quella di trarre da ogni ciclo di produzione ricavi superiori ai costi di produzione di quel ciclo ma inferiori a quelli del ciclo successivo. Fino a quando esista la prospettiva di colmare questo margine col ricorso al credito, avviene facilmente che gli interessi organizzati della produzione e del lavoro si accordino su livelli salariali, e su sistemi di revisione, i quali portino il complesso dei redditi in moneta ad eccedere il valore monetario della produzione ai prezzi vigenti allorchè l'accordo interviene. E poichè il diverso grado di ricorso al credito distribuirà variamente tra le imprese e le classi sociali i vantaggi e gli oneri dell'inevitabile aumento dei prezzi, e correggerà in meno, tra una revisione e l'altra, lo stesso potere d'acquisto delle remunerazioni, l'inflazione giova ad evitare i problemi dei cambiamenti d'indirizzo nella produzione; a ricondurre i salari ai livelli consentiti dalla produzione e, secondo anche si vuole, a generare fenomeni di risparmio forzato di cui si avvantaggerebbe l'opera di ricostruzione.

Ma questo impiegare la moneta a fini particolari di politica industriale, non equivale forse a privare l'organizzazione econo-

mica di uno dei suoi piloni per usarlo come un semplice puntello?

Ed anche la misura in cui è possibile impiegare la moneta come generatrice di risparmio forzato dipende dall'esistenza di condizioni, già esaminate lo scorso anno, che tendono a scomparire nelle inflazioni avanzate. Al che deve aggiungersi che, nella misura in cui l'inflazione valga a suscitare investimenti, la scelta di questi ubbidisce ad un sistema deformato di prezzi e di redditi e non alla scala di utilità che si affermerebbe in un assetto normale. L'esperienza di questo dopoguerra fornisce in tutti i paesi il quadro impressionante della compressione delle produzioni fondamentali, cui si applichino prezzi controllati che l'inflazione mantiene costantemente in ritardo sul livello generale, e, per contro, dello sviluppo del lusso e dello sperpero. L'incoraggiamento al consumo derivante dalla mancanza di un mezzo universale di accumulazione, quale la moneta stabile, appare anzi così notevole da far dubitare che il risparmio forzato valga a compensarlo.

Ammaestrati da queste esperienze, consapevoli dei problemi di fondo della nostra economia che ancora permangono insoluti, noi riteniamo che il problema del governo della circolazione sia ancora oggi un problema di controllo dell'inflazione e che, come nel tiro contro un bersaglio mobile, per raggiungere l'obiettivo si debba essere ognora pronti a mutare direzione nella complessa diuturna manovra.

IL DIRETTORE GENERALE
D. MENICHELLA