

BANCA D'ITALIA

ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA
DEI PARTECIPANTI

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 30 MAGGIO 1962

ANNO 1961 (LXVIII)

CONSIDERAZIONI FINALI

ROMA
TIPOGRAFIA BANCA D'ITALIA
1962

III. – **Considerazioni finali**

Signori Partecipanti,

con la Relazione generale sulla situazione economica, il Governo ha offerto al Parlamento e alla pubblica opinione, appena due mesi fa, un'ampia rassegna dell'evoluzione congiunturale durante l'annata 1961. Con successivi documenti e dichiarazioni di notevole impegno, esso ha presentato al Paese una propria responsabile visione di problemi e di priorità, alla quale intende informare l'azione generale di politica economica.

L'esposizione che sono chiamato a farVi in questo nostro secondo incontro annuale sarà incentrata sulla parte che, nel controllo della congiuntura come nelle impostazioni di più lungo momento, spetta ai rapporti valutari con l'estero ed alla cooperazione internazionale, nonchè ai rapporti monetari interni, con riferimento in ispecie agli istituti ed ai meccanismi che orientano i flussi monetari verso il finanziamento del settore pubblico e dell'attività privata di investimento.

Ma prima desidero rinnovare anche quest'anno il mio cordiale ringraziamento ai valorosi funzionari dei Servizi Studi della Banca per l'assistenza che mi hanno prestato nel costruire questa esposizione d'insieme, e per l'opera data all'allestimento dei singoli capitoli della Relazione che vi viene oggi distribuita. Volentieri estendo questo ringraziamento ai servizi Vigilanza, ai capi degli altri servizi e ai direttori delle nostre filiali per il loro contributo di riferimenti utili alla stesura della Relazione.

Anche a nome del Consiglio superiore della Banca, esprimo la riconoscenza dovuta ai dirigenti e al personale per l'applica-

zione che tutti hanno posto nell'assolvimento delle loro funzioni, ad ogni livello di responsabilità e di compiti: anche in quelli numerosi e grigi di natura prevalentemente esecutiva in cui le possibilità di emergere sono limitate, e la remunerazione morale consiste soprattutto nel senso del dovere compiuto e nella stima dei colleghi.

L'economia internazionale, la cooperazione fra gli istituti di emissione e la liquidità

L'economia dei paesi industrializzati è stata caratterizzata, anche nel 1961, dall'espansione dell'attività produttiva accompagnata, nei singoli paesi, da manifestazioni di tensione nei prezzi o nelle bilance dei pagamenti, con sensibili spostamenti delle posizioni competitive, addizionali a quelli provocati dalle rivalutazioni monetarie del marzo dello scorso anno.

Negli Stati Uniti la bilancia dei pagamenti ha ancora accusato un disavanzo globale importante, sebbene minore del 1960, perchè l'avanzo dei pagamenti correnti non è stato sufficiente per finanziare le esportazioni nette di capitali privati a breve e lungo termine, l'assistenza economica internazionale e le spese militari all'estero. Le bilance del Canada e dei paesi produttori primari sono state contraddistinte da disavanzi correnti, compensati da un largo afflusso di capitali dall'estero. Le bilance dei pagamenti del Regno Unito e del resto dell'area della sterlina si sono chiuse in disavanzo, anche se in misura inferiore a quella degli anni più recenti.

Le tensioni osservate sui prezzi in alcuni paesi europei sono state in parte di origine esterna. Ovviamente, in un sistema caratterizzato da ampi scambi internazionali e da cambi generalmente fissi, gli impulsi inflazionistici che si producono all'interno di singole economie tendono a propagarsi al resto del mondo; per converso, il loro effetto sul livello dei prezzi dei paesi in cui hanno origine risulterà moderato dal ricorso alle importazioni. Conseguentemente il movimento nel livello dei prezzi interna-

zionali e la formazione di sbilanci nei pagamenti esteri costituiscono le due forme fondamentali di aggiustamento alle spinte di natura inflazionistica o deflazionistica che si generano nei sistemi economici nazionali.

Le politiche economiche prevalse negli anni cinquanta e ancora in questo inizio degli anni sessanta sono state tali da generare prevalentemente impulsi di natura espansiva. Nell'insieme, come ben sapete, a questi impulsi ha fatto riscontro un adeguato aumento dell'offerta in termini reali, cosicchè il movimento dei prezzi non è sfuggito al controllo delle autorità, pur in condizioni vicine al pieno impiego. Tuttavia, nel caso di alcuni paesi, si è constatata una maggiore facilità delle politiche di sostegno della domanda a risolversi in spinte inflazionistiche; situazione che ha posto talora le autorità monetarie nel dilemma di adottare misure restrittive, suscettibili, in certe condizioni, di abbassare il grado di utilizzazione delle capacità produttive esistenti, con effetto negativo sullo sviluppo, o di accettare una erosione monetaria atta soltanto a differire il momento della restrizione.

In altre più favorevoli condizioni, la compatibilità tra la stabilità monetaria e lo sviluppo è stata realizzata con minore difficoltà. L'esperienza dell'ultimo decennio è degna, sotto questo profilo, di particolare attenzione, per averci molto insegnato circa le condizioni di base di tale successo.

Essa ha anzitutto dimostrato che, nelle economie più strettamente legate al commercio con l'estero, le condizioni di un rapido sviluppo si riscontrano ove il pur necessario mantenimento di un elevato livello di domanda complessiva non entri in conflitto con la conservazione di un alto grado di capacità concorrenziale, il quale è a sua volta reso possibile, fra l'altro, dall'aumento della produttività. In assenza di questa condizione essenziale, l'espansione della domanda estera non si manifesta nella misura auspicabile, oppure, se viene stimolata artificialmente, non basta ad assicurare uno sviluppo rapido ed armonioso. Viceversa, una forte posizione competitiva dà la possibilità di alimentare un ampio flusso di importazioni e, riflettendosi in pari

tempo in una solida situazione valutaria, permette di evitare il ricorso a frequenti misure di restrizione della domanda per motivi di bilancia dei pagamenti, che, come è avvenuto nel Regno Unito, hanno un effetto negativo sugli investimenti e quindi sul ritmo di sviluppo.

Negli anni cinquanta, la prospettiva di un andamento fortemente espansivo della domanda estera ha avuto, in definitiva, grande importanza come fattore di determinazione di un elevato saggio di sviluppo in molte economie industriali. Ciò dipende da vari motivi; anzitutto le esportazioni incidono in misura relativamente più elevata delle altre componenti della domanda sul prodotto netto dell'industria; inoltre, le attese circa l'incremento delle esportazioni influiscono in modo decisamente favorevole sulle valutazioni della misura in cui una domanda sostenuta e crescente può essere fronteggiata con le risorse disponibili; le stesse attese, infine, sono favorite, a loro volta, da un saggio di sviluppo elevato, attraverso l'effetto che questo esercita sulla produttività e quindi sulla competitività.

L'esperienza ha anche dimostrato che, quanto più celere è il ritmo di sviluppo, tanto più rapido è il saggio d'incremento della produttività, confermando l'esistenza, già accertata dall'analisi economica, di un'interrelazione fra lo sviluppo e le condizioni di esso, competitività e produttività, atta a generare un movimento che si sostiene da solo. Paesi in debole posizione competitiva iniziale hanno incontrato le più grandi difficoltà a contenere i redditi monetari entro i limiti del modesto accrescimento della produttività, ciò che ha ulteriormente indebolito la loro capacità concorrenziale e rallentato lo sviluppo, generando una spirale discendente dalla quale è difficile uscire. Nello sforzo per spezzare la spirale, infatti, un'azione intesa ad espandere la domanda, in modo da provocare l'incremento di produttività necessario per mantenere stabili i costi si è rivelata molto difficile nel periodo breve per l'inadeguatezza dei margini di capacità produttiva inutilizzata e di riserve valutarie. Viceversa, paesi in favorevole posizione competitiva ini-

ziale hanno potuto facilmente assorbire l'aumento dei costi salariali in periodi di acuta pressione della domanda di capitale e di lavoro e mantenere quindi un saggio di sviluppo elevato, perchè il forte progresso della produttività ha consentito ad essi di difendere e financo migliorare la loro posizione competitiva.

La circostanza che, nonostante ogni sforzo, il passaggio dal gruppo di paesi a basso saggio di sviluppo al gruppo di paesi ad alto saggio di sviluppo sia stato un fenomeno assai raro nello scorso decennio ha messo in chiara evidenza come, indipendentemente dagli obbiettivi e dagli strumenti di politica economica, il mantenimento della competitività esterna sia irrinunciabile nelle condizioni del mondo moderno.

Fra le componenti principali di un'azione politica convergente ai fini dello sviluppo, si deve perciò annoverare la soppressione delle barriere al commercio estero, le quali favoriscono la formazione di attività non concorrenziali e rendono difficile l'affermazione sui mercati esteri, nonchè la graduale eliminazione di quegli ostacoli al movimento dei capitali che disturbano la circolazione internazionale dei flussi monetari e del risparmio. Inoltre, deve essere sottolineata la necessità di fare ogni sforzo, sia in modo autonomo che nel quadro di un'azione internazionale, per eliminare gli insorgenti squilibri delle bilance dei pagamenti, soprattutto di quelle dei paesi maggiori.

I problemi dello sviluppo dei paesi economicamente meno avanzati, data la grande importanza che la loro soluzione riveste anche per gli altri, richiedono che il ricorso alla collaborazione internazionale sia esteso a tutti i settori della politica economica. Le esperienze dello scorso decennio sembrano indicare che in alcuni di questi paesi gli sforzi per raggiungere un rapido sviluppo, su basi genuine, sono stati coronati da successo soprattutto quando è stato possibile evitare l'inflazione, mediante una provvista di risparmio sufficiente a coprire l'elevato fabbisogno del settore pubblico, e procedere all'attuazione di un programma particolareggiato e concreto.

Il soddisfacimento di queste due condizioni non sembra, co-

munque, sufficiente ad assicurare progressi cospicui, ove non sia accompagnato da una situazione esterna propizia, la quale rifletta non soltanto la possibilità di ottenere la pur essenziale assistenza finanziaria e tecnica, ma anche un regime di scambi internazionali che permetta ai paesi sottosviluppati di espandere le proprie esportazioni in modo soddisfacente.

Come e ancora più che per le economie industriali, nelle economie meno avanzate il successo di una politica di sviluppo è, infatti, largamente condizionato dall'andamento della bilancia dei pagamenti. In mancanza di buone prospettive per l'esportazione, diviene per esse quasi impossibile impostare programmi di espansione della produzione fondati su progetti economicamente validi, oppure mobilitare il risparmio necessario ad attuare i progetti che richiedano valute estere per il pagamento dei relativi beni di investimento.

Le esperienze cui abbiamo fatto riferimento hanno dimostrato la convenienza di una coerente programmazione economica ai fini dello sviluppo, per ripartire le limitate risorse fisiche e finanziarie fra usi alternativi aventi un diverso grado prioritario e per determinare il fabbisogno integrativo di aiuti esterni. Inoltre, quando associati ad una vigorosa difesa della stabilità monetaria, i programmi hanno rafforzato le attese degli operatori circa l'andamento futuro della domanda complessiva, ridotto i margini di errore e diminuito quindi le perdite che il sistema economico avrebbe altrimenti subito.

Anche nel 1961 i movimenti di capitali a breve termine, in colleganza diretta o indiretta con operazioni commerciali e finanziarie o sollecitati da moventi puramente speculativi, hanno continuato a perturbare, per entità e direzione, in maniera più accentuata che nel 1960, le relazioni economiche fra i paesi industrializzati.

Ove la situazione europea continuasse ad essere caratterizzata da aumenti del costo del denaro nel mercato dei capitali e, per contro, negli Stati Uniti operassero ancora, per motivi congiunturali interni, pressioni in senso opposto, le contrad-

dizioni fra esigenze interne ed esterne sulle quali abbiamo richiamato la vostra attenzione lo scorso anno sarebbero destinate ad accentuarsi. Come indicammo allora, la possibilità di conflitti siffatti rende necessario l'apprestamento di adeguati meccanismi compensativi. Già nel 1961, le autorità monetarie dei paesi industrializzati hanno cercato, attraverso una stretta cooperazione in sede bilaterale e multilaterale, di neutralizzare gli effetti dei movimenti di fondi a breve e di predisporre efficaci ammortizzatori dei prevedibili movimenti futuri.

In sede bilaterale, la cooperazione ha assunto la forma di intese fra banche centrali, alle quali l'Italia ha partecipato, destinate in generale a consentire ad alcune di esse di includere, fra le riserve, valute diverse da quelle tradizionalmente usate e in particolare a permettere anche ai centri di riserva di adoperare al posto dell'oro alcune fra le principali valute convertibili per interventi nei mercati dei cambi a contanti e a termine. Le reciproche facilitazioni fra banche centrali presentano il vantaggio di agire con grande rapidità perchè possono essere predisposte senza il ricorso a rigidi schemi formali, ma, per loro natura, non possono oltrepassare certi limiti di importo e, anche se non hanno una scadenza precisa, sono solitamente a breve termine e quindi destinate, ove perduri il bisogno che le ha motivate, ad essere rifinanziate da risorse di carattere più stabile. Esempi di efficace assistenza fra le banche centrali sono state, nella primavera del 1961, le facilitazioni accordate alla Banca d'Inghilterra, e, nella seconda metà del 1961 e in questo primo scorcio dell'anno, quelle accordate al Tesoro e alla Riserva federale degli Stati Uniti, i quali si propongono di preconstituire anche una tesoreria in valute estere.

In sede multilaterale, la cooperazione fra le autorità monetarie dei paesi industrializzati si è tradotta, con largo concorso dell'Italia, nella costituzione presso il Fondo monetario internazionale di risorse supplementari, per un ammontare di 6 miliardi di dollari, destinate ad assistere paesi che fossero messi in difficoltà da ingenti e repentini movimenti di capitali a

breve termine. I crediti che i paesi partecipanti potrebbero essere chiamati a mettere a disposizione del Fondo nel quadro dell'accordo sono richiamabili dal mutuante, nel caso che esso stesso venga a trovarsi in difficoltà di bilancia dei pagamenti.

Un importante risultato della cooperazione monetaria internazionale sono le intese intervenute fra alcune banche centrali e la Riserva federale per fissare regole di buona condotta in materia di operazioni su oro e per coordinare gli acquisti di metallo sul mercato di Londra.

Lo scopo di esse è indubbiamente quello di diminuire i pericoli per l'equilibrio monetario internazionale derivanti dalla coesistenza di due canali per il soddisfacimento dei bisogni monetari di oro, la Riserva federale e il mercato di Londra, sul quale ultimo convergono, per altro, insieme alle banche centrali, gli utilizzatori industriali, i tesoreggiatori privati e gli speculatori.

La bilancia dei pagamenti dell'Italia

Le considerazioni di carattere generale dianzi esposte trovano conferma nell'andamento dell'economia italiana nell'ultimo decennio. Il fattore produttività è stato infatti quello che ha esercitato il maggior peso nel determinare il celere sviluppo dell'attività produttiva del paese. Lo stesso fattore ha concorso ad accrescere la capacità di concorrenza delle merci italiane sui mercati esteri e quindi ad aumentare le esportazioni ad un ritmo tale da consolidare la struttura della bilancia dei pagamenti, eliminando le interruzioni e le incertezze che sotto questo profilo avrebbero potuto manifestarsi nel processo di sviluppo interno.

Il forte aumento della produttività in Italia si riconnette alle economie di scala che lo sviluppo e la crescente integrazione economica internazionale hanno consentito di realizzare, attraverso un maggiore utilizzo delle capacità produttive esistenti e un ampliamento delle dimensioni aziendali, cioè alle ap-

plicazioni di capitale e all'efficienza delle nuove combinazioni produttive.

Date le differenti posizioni di partenza è da ritenere che entrambe le possibilità ora accennate siano state più ampie in Italia che negli altri paesi industriali, ove già da tempo le aziende avevano generalmente raggiunto maggiori dimensioni e più elevati margini di utilizzo delle capacità produttive.

In favore dell'economia italiana ha inoltre operato la maggiore disponibilità di mano d'opera, che ha contenuto l'incremento delle retribuzioni e contribuito a dare ai prodotti italiani una forza competitiva più sostenuta, derivante anche dalla loro qualità e dallo spirito di iniziativa nello stimolarne la domanda.

Naturalmente, i fattori ora indicati hanno potuto esercitare in modo più intenso la loro azione in quei settori nei quali le possibilità di collocamento dei prodotti sono state ampliate da una consistente domanda estera e in quelli dove la concorrenza internazionale, sollecitata dalla misure di liberalizzazione delle importazioni, ha indotto ad ammodernare strutture antiche con conseguente diminuzione dei costi di produzione.

Il rilievo che il successo negli scambi con l'estero sta alla base di un duraturo sviluppo dell'economia interna trova conferma nell'esperienza italiana, ove si consideri che nel periodo 1950-61 la componente esportazioni ha operato in misura relativamente più accentuata delle altre due componenti, consumi e investimenti, sulla domanda globale, avendo registrato un incremento medio annuo in termini reali del 13,3 per cento, contro aumenti del 9,2 per gli investimenti e del 4,8 per i consumi, ossia del 5,8 per cento per il complesso della domanda interna.

Col graduale avvicinamento della posizione dell'Italia a quella degli altri paesi industriali vengono a diminuire quelle differenze nel ritmo di aumento della produttività e dei salari che, come si è visto, hanno costituito l'elemento principale del forte sviluppo delle esportazioni italiane.

Sia nel 1960 che nel 1961, gli avanzi delle bilance dei pagamenti globali non hanno determinato variazioni corrispondenti nelle disponibilità ufficiali di oro e valute convertibili. In parte essi sono stati trasferiti dai conti dell'Ufficio italiano dei cambi e della Banca d'Italia ai conti delle aziende di credito; in parte sono serviti a far fronte ai prelievi effettuati sulla quota italiana presso il Fondo monetario internazionale; in parte infine sono stati impiegati nel riacquisto di titoli italiani circolanti all'estero.

Nel 1960, a fronte di un avanzo globale pari a 442 milioni di dollari, l'incremento delle disponibilità ufficiali è stato di 127 milioni e la quota trasferita nei conti delle aziende di credito si è elevata a 268 milioni. La differenza ha finanziato l'estinzione di debiti ovvero la formazione di crediti sull'estero.

Nel 1961, l'avanzo della bilancia dei pagamenti globale, pari a 577 milioni di dollari, si è riflesso in un aumento di 340 milioni nelle disponibilità ufficiali. Nello stesso periodo sono stati effettuati acquisti di titoli italiani circolanti all'estero per 82 milioni di dollari e si è avuta una variazione positiva di 196 milioni negli altri conti ufficiali con l'estero, per effetto prevalentemente dell'utilizzo della quota in lire da parte del Fondo monetario internazionale. A determinare queste variazioni positive ha contribuito la circostanza che la posizione debitoria netta delle aziende di credito verso l'estero, a differenza di quanto si verificò nel 1960, è aumentata di 40 milioni di dollari.

Nel primo trimestre del 1962 il disavanzo della bilancia dei pagamenti globale, sulla base dei dati valutari, è stato di 94 milioni di dollari, cioè all'incirca pari a quello del corrispondente periodo dello scorso anno. Per altro, la riduzione delle disponibilità ufficiali è stata alquanto superiore, essendo ammontata a 140 milioni prevalentemente in dipendenza di trasferimenti di valute dai conti dell'Ufficio italiano dei cambi a quelli delle aziende di credito.

La posizione netta delle aziende di credito verso l'estero non ha subito variazioni apprezzabili a partire dal 1961. Obiet-

tivo della politica seguita dalle autorità monetarie è stato infatti di impedire che il sistema creditizio divenisse il canale attraverso il quale capitali a breve termine fluissero dall'estero verso l'interno e viceversa, esercitando effetti perturbatori sulla distribuzione della liquidità internazionale e sul processo di formazione della liquidità interna. Nondimeno, le aziende di credito hanno potuto continuare ad assistere la clientela nei rapporti con l'estero, con la concessione di un importante volume di crediti.

Alla data del 31 marzo 1962 tali crediti ammontavano a 987 milioni di dollari e risultavano finanziati in larga misura mediante valute acquistate dalle aziende di credito presso l'Ufficio italiano dei cambi contro lire. Le quote di valute acquistate a pronti contro lire presso l'Ufficio e al medesimo ricedute a termine ammontavano, infatti, alla stessa data, a 664 milioni di dollari. La quota costituita in deposito dall'Ufficio presso le aziende ascendeva a 113 milioni. Complessivamente, tenuto anche conto di una quota di 5 milioni di dollari acquistata a fermo dalle banche, la provvista attinta all'Ufficio italiano dei cambi si elevava a 782 milioni, la differenza risultando finanziata mediante conti di pertinenza interna.

Le cessioni di valute estere effettuate dall'Ufficio italiano dei cambi alle aziende di credito, allo scopo di metterle in condizioni di equilibrare la posizione nei confronti dell'estero, hanno comportato una equivalente diminuzione di liquidità in lire delle stesse aziende.

La Banca d'Italia, avendo constatato il verificarsi nel corso del 1961 di situazioni di liquidità insufficienti presso singole aziende di credito, è intervenuta, mediante l'Ufficio italiano dei cambi, con operazioni che hanno allargato la liquidità, riacquistando una quota parte delle valute precedentemente cedute alle aziende di credito e ridepositandola presso di esse. Tali operazioni hanno assunto la maggiore rilevanza alla fine dello scorso anno a sollievo della stretta stagionale nella liquidità delle aziende; successivamente sono state in larga parte estinte.

In questo modo gli strumenti tradizionali di intervento dell'Istituto di emissione, mediante i quali esso immette o ritira liquidità dal sistema delle aziende di credito, si sono arricchiti di un nuovo mezzo, del quale appare tanto più necessario disporre quando si consideri che gli oneri fiscali gravanti sui crediti cambiari tendono a contenere il ricorso a questo tipo di operazioni, con la conseguenza che il sistema creditizio non dispone sempre in quantità adeguate di effetti riscontabili.

Abbiamo precedentemente riferito che l'Ufficio italiano dei cambi ha effettuato importanti acquisti di titoli italiani circolanti all'estero. Il complesso dei titoli esistenti nel portafoglio dell'Ufficio alla data del 31 marzo 1962 ascendeva a 173 milioni di dollari, a 54 milioni di franchi svizzeri e a 19 milioni di fiorini olandesi; inoltre l'Ufficio deteneva titoli in lire italiane, pagabili opzionalmente in valute estere, per 12 miliardi di lire.

Nel gennaio 1962 sono entrati in vigore i provvedimenti con i quali è stata stabilita la comunicazione fra i conti capitale e i conti esteri nelle due direzioni. Tali provvedimenti hanno avuto l'effetto di eliminare la possibilità della formazione di un cambio di mercato libero diverso da quello del mercato ufficiale; essendo il biglietto di banca italiano reimportato dall'estero liberamente accreditabile nei conti capitale e, attraverso il trasferimento ai conti esteri, trasformabile in valute estere sulla base del cambio ufficiale, non può verificarsi divergenza tra la quotazione di esso e quella ufficiale.

Nel 1961 si sono inoltre realizzati ulteriori progressi nella liberalizzazione dei movimenti di capitali; ma questa ha trovato un limite nell'impossibilità di consentire ai residenti italiani l'acquisto di azioni estere, data la diversità delle procedure di accertamento applicabili alle azioni italiane e a quelle estere. L'introduzione di un'imposta cedolare sulle azioni estesa ai titoli azionari esteri, posseduti da residenti e depositati in amministrazione presso aziende di credito, potrà aprire la strada verso una più compiuta liberazione degli investimenti mobiliari.

Nel secondo semestre del 1961 e nel primo trimestre del 1962

sono state effettuate sul nostro mercato importanti emissioni di titoli da parte della Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, della Banca europea per gli investimenti e della Banca interamericana di sviluppo. Desideriamo sottolineare con compiacimento che questa emissione è stata la prima effettuata dalla Banca interamericana di sviluppo; consideriamo ciò come un'attestazione dei legami di solidarietà non soltanto economica che congiungono il nostro Paese con quelli dell'America Latina. E non escludiamo che le disposizioni della nuova legge sui crediti all'esportazione possano trovare applicazione mediante ricorso degli istituti speciali al mercato dei capitali per finanziare o rifinanziare operazioni di assistenza economica ai paesi in via di sviluppo.

Ovviamente, i finanziamenti dei « crediti legati », cioè vincolati all'esportazione di merci italiane, e dei « crediti non legati » da parte degli istituti speciali incontrano limiti nella esigenza di distribuire i mezzi di cui questi istituti riescono a fare provvista fra le occorrenze del mercato interno e quelle del mercato estero. Le possibilità di attingere mezzi dal Mediocredito centrale sono circoscritte dalle dimensioni della sua dotazione. Lo stesso Mediocredito centrale non avrebbe altra alternativa, per integrare la provvista, che quella di ricorrere al mercato; ma in tale ipotesi urterebbe contro gli stessi limiti che incontrano gli istituti speciali.

Circa il costo dei finanziamenti per gli Stati esteri ai quali sono concessi, può accadere che, specialmente quando trattisi dei « crediti non legati », si consideri opportuno contenerlo entro limiti inferiori a quelli corrispondenti alle condizioni del mercato dei capitali. Ma ancora una volta occorre riaffermare che, qualora le competenti autorità di governo riconoscano essere conforme agli interessi generali che ciò si faccia, si impone il ricorso all'unico mezzo appropriato allo scopo, cioè quello della corresponsione di adeguati contributi statali in linea capitale o per interessi. All'Istituto di emissione incombe l'obbligo di far presente che in nessun caso la creazione di mezzi di paga-

mento potrà essere impiegata come surrogato di tali contributi; nella sua azione regolatrice dei mezzi di pagamento, esso infatti non può non obbedire alla preminente esigenza di mantenere l'equilibrio monetario.

In conclusione, l'esame dell'andamento della bilancia dei pagamenti e della dinamica delle sue componenti ci conduce a sottolineare quanto segue:

— l'accrescimento delle importazioni e delle esportazioni collegato con una politica di sviluppo economico richiede che si mantenga il sistema dei prezzi interni allineato con quello dei prezzi internazionali, affinché la nostra economia continui ad essere competitiva con quelle dell'estero;

— qualora sia soddisfatta la condizione ora indicata, il sostanziale equilibrio della nostra bilancia dei pagamenti ci porrà in grado di realizzare programmi comportanti notevoli investimenti interni;

— potrà essere affrontato il problema della instaurazione in Italia della libertà per i residenti di acquistare titoli esteri, non soltanto per venire incontro alle esigenze della comunità internazionale, ma anche per dare maggiore elasticità al mercato dei capitali;

— potrà continuare ad essere fornita, entro determinati limiti, la nostra collaborazione sia per contribuire alla soluzione dei problemi della liquidità internazionale, sia per il finanziamento dei programmi di sviluppo dei paesi economicamente arretrati mediante la concessione di crediti nelle varie forme previste.

I prezzi, la produzione e il suo finanziamento

Volgendo lo sguardo all'equilibrio monetario interno, constatiamo che, pur in presenza, fin dalla metà del 1960, di una tendenza al ribasso dei prezzi internazionali delle materie prime, i prezzi ingrosso hanno mostrato nel periodo più recente una tendenza all'aumento.

Il loro andamento, stazionario durante il primo trimestre del 1961, in lieve diminuzione nel secondo e in seguito sempre più chiaramente orientato verso l'ascesa, ha risentito in modo particolare delle variazioni dei prezzi dei prodotti agricolo-alimentari. Gli aumenti verificatisi in questo comparto nell'ultimo quadrimestre del 1961 e nei primi mesi del corrente anno, quantunque in parte imputabili a qualche non favorevole risultato produttivo e, per brevi periodi, agli effetti del maltempo abbattutosi su alcune regioni produttrici di ortofrutticoli, sono stati sostanzialmente determinati dall'elevata domanda interna ed estera.

Il livello dei prezzi ingrosso delle materie prime e prodotti industriali ha presentato nel 1961 modeste oscillazioni, ma la sua sostanziale stabilità complessiva è stata la risultante di una tendenza a forbice dei prezzi delle materie prime, orientati alla flessione, e di quelli dei prodotti industriali, orientati verso un leggero aumento. Tale andamento contrastante risale alla seconda metà del 1960, epoca dalla quale l'aumento dei costi di lavorazione ha preso a superare in taluni settori gli incrementi di produttività. Dalla metà del 1960 al marzo di quest'anno, nonostante la flessione del 3,5 per cento dei prezzi delle materie industriali, quelli dei prodotti sono aumentati del 3,2 per cento.

Alla stabilità del livello complessivo dei prezzi industriali, che ha caratterizzato l'anno 1961, ha fatto seguito nel primo trimestre del 1962 un aumento dell'1,0 per cento, per effetto di una diminuita cedenza dei prezzi delle materie prime e di un andamento più sostenuto di quelli dei prodotti industriali.

L'indice dei prezzi al consumo e quello del costo della vita hanno segnato una tendenza ascendente più accentuata di quella rilevata per i prezzi ingrosso. Tra il marzo 1961 e il marzo 1962, ad un aumento del 2,3 per cento dei prezzi ingrosso ha fatto riscontro un aumento del 3,9 per i prezzi al consumo e del 5 per l'indice del costo della vita.

Alle cause che potrebbero dirsi abituali, le quali da lungo tempo hanno comportato un incremento dell'ordine di grandezza

annuo del 2,5 per cento del livello dei prezzi al minuto, pur in presenza di una sostanziale stabilità dell'indice dei prezzi in-grosso, è venuto ad aggiungersi, nel periodo più recente, l'effetto della tendenza di questi ultimi verso un leggero aumento. Tra il marzo 1961 e il marzo 1962 gli aumenti dell'indice del costo della vita e di quello dei prezzi al consumo hanno pertanto superato in misura sensibile la tendenza di più lungo periodo.

Nonostante l'influenza di alcune cause accidentali sulla più recente lievitazione dei prezzi nel comparto dei generi alimentari, rimane pur sempre evidente una sottostante tensione del sistema dei prezzi, per effetto di un'elevata domanda interna ed estera e di un aumento dei costi di lavorazione che tende a superare i miglioramenti nell'efficienza dell'apparato produttivo.

Il nostro sistema economico ha continuato a manifestare una notevole capacità di espansione dell'offerta. Come è noto, nel 1961 sono stati conseguiti ottimi risultati produttivi, con un aumento del reddito nazionale del 7,9 per cento in termini reali, che si pone nettamente al disopra della già elevata linea tendenziale di sviluppo mantenuta dalla nostra economia nell'ultimo decennio. Inoltre, il ritmo di sviluppo della produzione ha raggiunto i valori più elevati nel secondo semestre e particolarmente verso la fine dell'anno.

L'indice della produzione industriale, che nel confronto tra i dati annui del 1960 e del 1961 ha segnato un incremento del 9,1 per cento, è aumentato nel corso dell'anno, cioè tra il dicembre 1960 e il dicembre 1961, di circa il 15 per cento.

Nell'ultimo trimestre del 1961 il livello raggiunto dall'attività produttiva, nel suo complesso, superava di oltre il 5 per cento quello indicato dai valori medi annui.

Fra le grandi componenti della domanda globale, in moneta corrente, e con riferimento alla situazione dell'ultimo trimestre del 1960, la domanda per l'esportazione ha presentato un incremento del 22 per cento, quella per investimenti interni del 16 e quella per consumi del 9.

Gli investimenti in impianti e attrezzature industriali sono

aumentati, tra il 1960 e il 1961, del 21,5 per cento, in valore. In modo particolare si sono intensificati gli acquisti di macchinari, saliti da un anno all'altro del 25,4 per cento.

Lo sviluppo degli investimenti ha riguardato quasi tutti i rami d'industria, ma è stato particolarmente elevato nei settori delle industrie siderurgiche e meccaniche, di quelle chimiche e dei derivati del petrolio, nei quali si è concentrato oltre il 45 per cento del valore totale degli investimenti fissi industriali.

La situazione finanziaria delle imprese industriali, generalmente impegnate nella realizzazione di programmi diretti ad ampliare le capacità produttive, è stata nel complesso soddisfacente, sebbene siano venuti ad esaurirsi quegli aspetti di particolare liquidità aziendale che avevano caratterizzato il 1960.

Le fonti esterne di finanziamento hanno fornito alle imprese industriali 80 miliardi in meno: 726 nel 1961, rispetto a 806 nel 1960. La flessione è stata per intero determinata dalla riduzione intervenuta nelle emissioni azionarie e obbligazionarie dirette, passate da 627 miliardi nel 1960 a 487 nel 1961, che non ha trovato sufficiente compenso negli impieghi degli istituti speciali di credito, saliti da 179 a 239 miliardi.

Poichè, secondo le risultanze del bilancio economico nazionale, gli investimenti industriali sono cresciuti di 281 miliardi, l'aumento dei fabbisogni per investimenti e la contemporanea flessione dei fondi affluiti dall'esterno al settore industriale hanno determinato una variazione complessiva stimabile in 360 miliardi; affinchè la situazione finanziaria delle imprese industriali potesse conservare gli stessi aspetti del 1960, questo ammontare avrebbe dovuto trovare compenso in un analogo incremento delle fonti interne di finanziamento aziendale.

Ciò avrebbe richiesto un'ulteriore accentuazione del già elevato ritmo d'incremento degli autofinanziamenti, che è risultato invece leggermente minore dell'anno precedente; pertanto la copertura dei fabbisogni di finanziamento delle imprese industriali nel 1961 è stata assicurata mediante un consistente aumento

dell'esposizione debitoria netta a breve termine verso le aziende di credito.

Questo fenomeno ha assunto proporzioni maggiori nelle imprese più grandi e più impegnate nell'ampliamento e nell'ammmodernamento degli impianti. Secondo la nostra consueta indagine riferita alle principali società per azioni, l'ammontare degli investimenti lordi fissi da esse effettuati nel 1961 ha superato quello del 1960 del 35 per cento, cioè in misura assai più alta di quella media generale. Sono queste le imprese più sensibili alle variazioni dell'equilibrio finanziario e presso le quali l'incremento dei salari tende a determinare l'aumento del costo unitario del lavoro. Cosicchè presso di esse si è accentuato il fenomeno della riduzione del tasso di accrescimento dei profitti destinabili ad autofinanziamenti.

Nell'edilizia per abitazioni sono stati investiti nell'ultimo anno 1.192 miliardi, rispetto a 1.101 nell'anno precedente. Soprattutto per la flessione negli investimenti dell'INA-Casa, i fondi pubblici affluiti al settore edile sono diminuiti, fra il 1960 e il 1961, da 223 a 176 miliardi. Gli investimenti in abitazioni finanziati con fondi privati sono pertanto passati da 878 miliardi nel 1960 a 1.016 nell'anno più recente. Gli istituti speciali di credito vi hanno concorso con un ammontare di mutui salito da 142 a 248 miliardi. Anche l'esposizione a breve termine del sistema bancario, con crediti alle imprese costruttrici e prefinanziamento di operazioni di mutuo, è sensibilmente aumentata. Nell'insieme, l'incremento dei fondi affluiti dal mercato ha interamente coperto il maggior fabbisogno di investimenti privati, e il risparmio direttamente investito dai privati nella costruzione di abitazioni è rimasto sostanzialmente immutato negli ultimi due anni ed è stato pari a circa 600 miliardi annui.

Dopo aver considerato l'evoluzione delle fonti di finanziamento degli investimenti nei due grandi settori delle imprese industriali e della costruzione di case di abitazione, più agevole

risulta la comprensione delle variazioni intervenute nel quadro complessivo degli investimenti privati e delle relative fonti di finanziamento.

Il complesso degli investimenti finanziati con fondi privati, continuando la tendenza già delineatasi fra il 1959 e il 1960, è aumentato nel 1961 con un saggio di sviluppo più elevato di quello verificatosi nel settore degli investimenti finanziati con fondi pubblici. Dal 1960 al 1961, gli investimenti privati sono aumentati da 3.454 a 4.022 miliardi, con un incremento del 16,4 per cento; quelli finanziati con fondi pubblici sono passati da 1.292 a 1.336 miliardi, aumentando del 3,4 per cento. Rispetto al 1959 gli investimenti privati sono cresciuti del 43,7, quelli pubblici del 17,6 per cento.

Nel 1960 il rilevante aumento degli investimenti fissi privati era stato per la massima parte finanziato con l'eccezionale aumento dei fondi raccolti direttamente sul mercato o presi a prestito dagli istituti speciali (passati da 629 nel 1959 a 1.224 miliardi) e si era altresì avvalso del sensibile incremento degli autofinanziamenti aziendali.

Al contrario, nel 1961 i fondi affluiti dalle stesse fonti esterne, pari a 1.255 miliardi, hanno superato solo in lieve misura quelli dell'anno precedente e ne sono anzi rimasti leggermente al di sotto ove si escluda il sensibile aumento dei mutui di credito fondiario. D'altra parte, in presenza della stazionarietà del risparmio investito direttamente dai privati in abitazioni, ben limitato ausilio all'accresciuto fabbisogno finanziario ha potuto essere fornito dal contenuto aumento degli autofinanziamenti. Ne è pertanto derivato un peggioramento del saldo netto delle operazioni a breve termine del sistema produttivo con le aziende di credito, che ha trovato in parte riscontro nell'aumentato rapporto fra impieghi e depositi del sistema bancario, ma che è stato fondamentalmente reso possibile dall'incremento dei depositi, determinato soprattutto dal miglioramento della situazione reddituale e di liquidità dei consumatori.

Lo sviluppo della raccolta delle aziende di credito ha pro-

ceduto nel 1961 con ritmo ancora più celere di quello mantenuto nell'anno precedente, soprattutto per effetto del maggiore afflusso di depositi a risparmio, aumentato dal 14,5 per cento nel 1960 al 17,2 nel 1961; il saggio d'incremento dei conti correnti è nel contempo passato dal 16,4 al 16,9 per cento.

In connessione con il forte sviluppo della produzione e del fabbisogno di capitale d'esercizio nonché dell'aumentata domanda di fondi per il prefinanziamento dell'intensa attività di investimento, gli impieghi bancari hanno segnato un incremento del 20,1 per cento, solo lievemente minore di quello particolarmente elevato dell'anno precedente.

Il sistema bancario, pur in presenza di un rilevante incremento della raccolta, è stato pertanto sottoposto ad una crescente tensione fronteggiata, come si è detto, con le immissioni di liquidità effettuate dalla Banca d'Italia in massima parte mediante il riacquisto contro lire di valute estere.

La situazione di liquidità del sistema bancario si è così mantenuta in linea con le esigenze poste dal sempre maggiore inserimento del sistema stesso nell'attività produttiva e di scambio.

La politica seguita dall'Istituto di emissione, diretta ad accompagnare e favorire una equilibrata espansione creditizia, ha trovato ulteriore applicazione allorchè, perdurando la favorevole situazione della bilancia dei pagamenti e il soddisfacente andamento della Tesoreria statale, si è provveduto ad un adeguamento generalizzato della liquidità del sistema bancario con la riduzione dal 25 al 22,5 per cento del limite delle riserve obbligatorie.

La liquidità del mercato, come nell'anno precedente, è stata alimentata in gran parte dall'espansione dei crediti a breve al settore privato; il canale valutario ha comportato una creazione di liquidità pari a 363 miliardi rispetto a 269 nell'anno 1960, mentre anche nel 1961, come nei due anni precedenti, molto limitato è stato l'effetto, sulla liquidità, delle operazioni della Tesoreria statale.

Il complesso delle disponibilità liquide del mercato, per la

massima parte costituito dall'insieme della circolazione monetaria, dei conti correnti e dei depositi a risparmio, è aumentato nel 1961 del 16,3 per cento, rispetto al 13,9 dell'anno precedente. L'aumento percentuale maggiore ha riguardato la liquidità secondaria avente natura di quasi moneta; la liquidità primaria, comprendente la circolazione e i conti correnti, ha presentato un saggio d'incremento del 15,7 per cento, rispetto al 13,6 del 1960.

Nel corso del 1961, in connessione con il più rapido aumento del reddito e degli scambi, la circolazione monetaria ha accentuato il ritmo d'incremento. Rispetto ad un aumento dell' 8,9 per cento durante il 1959 e il 1960, essa segnava nel novembre 1961 un incremento dell' 11,8 sul precedente novembre. Nel dicembre, il susseguirsi di più giorni festivi provocava a fine d'anno una occasionale espansione della circolazione, che si esauriva per altro nel corso del successivo mese di gennaio.

L'aumento della circolazione monetaria, che a fine 1961 risultava del 14,6 per cento, è poi rientrato nei mesi successivi nei limiti della tendenza sottostante, che si mantiene tuttora, solo in lieve misura, al disopra dell'espansione, in termini quantitativi, del livello della produzione e degli scambi.

Al ricordato aumento delle disponibilità liquide ha fatto riscontro una forte espansione dell'indebitamento del settore privato, soprattutto verso il sistema bancario. I crediti a breve termine al settore privato sono aumentati nel 1961 di 1.393 miliardi, contro 1.192 nel 1960, cioè, rispettivamente nei due anni, del 20,9 e del 21,5 per cento.

Le disponibilità liquide del mercato, al netto dell'indebitamento del settore privato, sono così aumentate nell'ultimo anno di 792 miliardi, cioè dell' 11,7 per cento, rispetto a 447 miliardi e 7,1 per cento nell'anno precedente.

Dei due grandi comparti nei quali può suddividersi il mercato, quello dei consumatori da un lato e quello delle unità produttive dall'altro, il secondo ha operato nel corso del 1961, come si è già rilevato, in condizioni di liquidità meno abbondante rispetto all'anno precedente, con il risultato di un aumento della

sua esposizione netta verso il sistema bancario. L'incremento delle disponibilità liquide nette del 1961 ha riguardato quindi per intero le economie di consumo, le quali hanno sensibilmente migliorato la loro situazione di liquidità.

Il complesso delle disponibilità monetarie e finanziarie si è accresciuto nell'ultimo anno di 3.620 miliardi, destinati per 1.729 al già ricordato incremento dei crediti a breve e per 1.891 a crediti a medio e lungo termine sotto forma di emissioni azionarie ed obbligazionarie, di prestiti e di mutui.

Sebbene la formazione di disponibilità liquide abbia sensibilmente ecceduto l'incremento dei crediti a breve, per un ammontare di 456 miliardi, che è stato trasferito sul mercato finanziario, l'aumento rispetto all'anno precedente delle operazioni a medio e lungo termine è stato percentualmente alquanto minore di quello dei crediti a breve termine.

Il mercato finanziario, gli istituti speciali e i loro rapporti con le aziende di credito

Nel 1961 il mercato finanziario ha mostrato un mutamento nella ripartizione fra la provvista effettuata dalle imprese industriali direttamente e quella effettuata dagli istituti speciali e da altri enti. Il mercato ha fornito un volume di mezzi pressochè uguale a quello dell'anno precedente, circa 1.300 miliardi, ma la quota costituita da titoli azionari è discesa dal 37 per cento del 1960 al 32 per cento. Particolarmente attivi sono stati gli istituti speciali, i quali hanno reperito, con emissioni obbligazionarie, 685 miliardi netti, cioè 215 in più rispetto al 1960. La loro partecipazione alle emissioni complessive di valori a reddito fisso, esclusi i buoni del tesoro ordinari, è passata dal 54 per cento nel 1960 (470 miliardi su 877) al 75 per cento nel 1961 (685 miliardi su 917); per converso, la partecipazione delle imprese industriali è discesa dal 22 al 10 per cento. Lo Stato ha effettuato la provvista di mezzi necessari alla esecuzione di opere di interesse pubblico attraverso l'intermediazione di

istituti speciali, i quali a questi fini hanno collocato 148 miliardi, contro 40 nel 1960.

L'accresciuto ricorso al mercato, da parte degli istituti speciali, è stato determinato sia dalle occorrenze connesse con i programmi di investimento delle imprese sia da quelle derivanti dal progressivo estendersi dei contributi statali per la promozione di iniziative giudicate meritevoli di sostegno da parte del pubblico erario, sia dagli indirizzi di politica finanziaria che affidano maggiori compiti agli istituti speciali, in quanto il Tesoro si avvale della loro intermediazione.

Lo sviluppo dell'attività di questi istituti si commisura, in cifra assoluta, a 900 miliardi di nuovi finanziamenti erogati nel 1961, con un incremento del 24,3 per cento sulle consistenze in essere alla fine del 1960. L'aumento si è manifestato per due terzi nel secondo semestre.

L'entità dei crediti agevolati è aumentata considerevolmente nel 1961 e continuerà ad aumentare nel 1962. Il volume delle operazioni effettuate ai sensi della legge 623 è salito da 50 miliardi nel 1960 a 128 nel 1961. Alla fine del mese di marzo di quest'anno i mutui in essere ascendevano a 212 miliardi e a 435 le domande di mutui ammesse ai contributi di interesse; residuavano cioè oltre 200 miliardi da erogare, dei quali la metà da parte dei tre istituti speciali meridionali.

Per l'anno in corso si prospetta un ulteriore aumento della domanda complessiva di capitali da parte degli istituti speciali, da soddisfare prevalentemente con l'emissione di obbligazioni, in conseguenza del maggior fabbisogno finanziario connesso con l'attuazione di pubblici interventi a scopi economico-sociali, con l'ipotizzabile volume di credito agevolato promosso dal contributo statale agli interessi e con il ritmo di sviluppo dei crediti alle industrie e all'estero nelle varie forme previste.

Crescente importanza hanno assunto i rapporti che intercorrono fra gli istituti speciali e le aziende di credito ordinario. Nell'ultimo biennio, in cui l'attività degli istituti speciali ha segnato uno sviluppo talmente rapido da determinare l'incre-

mento di oltre 1.500 miliardi nella consistenza delle operazioni, le aziende di credito e gli istituti di categoria hanno adeguato il loro apporto di mezzi (208 miliardi nel 1960 e 315 nel 1961) all'accresciuto fabbisogno degli istituti a medio e lungo termine, sicchè l'apporto stesso si commisura, in entrambi gli anni, ad un terzo dell'incremento totale della provvista.

Nell'ultimo anno si è verificato un diverso orientamento, sia riguardo alla partecipazione al tipo di raccolta, sia riguardo alle forme di apporto. Si sono accresciute le emissioni obbligazionarie per conto del Tesoro e le sottoscrizioni alle medesime da parte delle aziende di credito e dei loro istituti di categoria. Inoltre, è intervenuta una più intensa somministrazione di mezzi in conto corrente, che ha sostanzialmente prefinanziato la raccolta obbligazionaria, facendo da ponte fra il tempo di erogazione e quello della relativa raccolta tecnicamente appropriata.

Le aziende di credito e i loro istituti di categoria hanno ridotto dal 37 al 31 per cento l'apporto all'incremento della provvista destinata alle normali operazioni degli istituti speciali (escluse cioè quelle per conto del Tesoro e per il finanziamento degli ammassi), benchè tale apporto sia aumentato, in valore assoluto, da 219 a 254 miliardi. A fine 1961, esso si commisurava a poco meno del 10 per cento della raccolta bancaria totale.

E' da porre in rilievo la tendenza ad estendere agli istituti e sezioni che ne risultavano privi la facoltà di emettere obbligazioni a fronte di mutui a lungo termine. In tal modo, pur in presenza di una più ampia osmosi di fondi, viene rafforzata la separazione del credito ordinario da quello speciale. L'ampliata e più funzionale struttura conseguita da quest'ultimo, con la notevole evoluzione verificatasi nel dopoguerra, consente, anche attraverso la rete di sportelli dei grandi istituti bancari, presenti con le loro sezioni su tutto il territorio nazionale, di operare ragguardevoli trasferimenti di capitali fra le varie zone.

La notevole raccolta del 1961, sotto forma obbligazionaria, ha avuto sensibile ripercussione sulle quotazioni dei titoli della

specie, che sono ritornate sui livelli della seconda metà del 1959. L'andamento delle quotazioni delle obbligazioni nell'anno in esame è stato in netto contrasto con quello dei titoli di stato. Alla tendenza di leggera ascesa di questi ultimi, infatti, le obbligazioni contrapponevano un andamento cedente che si è protratto durante tutto l'anno.

Appare evidente che la situazione che si profila come probabile esige più di ogni altra che si mantenga la funzionalità del mercato dei capitali: una condizione, cioè, nella quale riesca agevole trasferire fondi dall'una all'altra categoria di impieghi e convogliarli verso quelli che si reputino più conformi agli interessi generali. Occorre quindi che si apprestino misure adatte ad accrescere la rispondenza del mercato e dei saggi di interesse che in esso si praticano alle sollecitazioni delle autorità monetarie; onde la necessità di legare più strettamente gli interessi a breve con quelli a medio e lungo termine, dando vita nel nostro Paese a un mercato monetario nel quale Tesoro, Istituto di emissione e aziende di credito scambino fondi a prezzi variabili, secondo l'equilibrio tra domanda e offerta. Lo scopo di tali misure è di affinare il sistema attraverso il quale si collegano i mercati del breve con quelli del lungo termine e di accrescere l'interdipendenza tra i rispettivi saggi di interesse.

Ma il definitivo collocamento dei titoli del mercato finanziario non può avvenire se non presso i risparmiatori. Di qui la necessità di proporzionare l'offerta alla prevedibile formazione di nuovi risparmi. Ciò implica che le istruttorie che precedono le nuove emissioni dovranno divenire più selettive; senza pretendere in tal modo di determinare la direzione degli investimenti complessivi, in ragione della quota relativamente modesta di essi (circa un quarto) che viene finanziata attraverso il mercato dei capitali. Il compito più ampio di orientare l'impiego delle risorse complessive del paese spetterà agli organi ai quali sarà affidata la responsabilità della programmazione generale.

Il collocamento dei valori mobiliari risulterà facilitato

quanto più si dilateranno le dimensioni del mercato dei capitali. Variazioni apprezzabili nel volume e nella composizione del complesso dei valori mobiliari esistenti sul mercato potranno più agevolmente essere sopportate se il mercato interno sarà posto in comunicazione con quello estero.

Quanto abbiamo esposto sottolinea la necessità di una politica con la quale si accresca l'elasticità del mercato dei capitali, allo scopo di farne uno strumento efficiente di finanziamento di uno sviluppo che si svolga con soddisfacente continuità alimentandosi con il suo stesso procedere. Non appare conforme ad una politica del genere indulgere all'errato convincimento di promuovere uno sviluppo equilibrato della nostra economia, introducendo limitazioni delle facoltà discrezionali dei pubblici poteri di autorizzare o non autorizzare nuove emissioni in funzione delle condizioni del mercato. Nè appare conforme a quella politica un'estensione eccessiva dei crediti agevolati. Riteniamo infatti che essi rientrino tra gli strumenti di una politica economica che si proponga di correggere certi squilibri; crediamo anche, appunto in quanto lo scopo dei crediti agevolati è quello di correggere squilibri, che essi debbano essere applicati in maniera selettiva: concentrati cioè nelle regioni e nei settori che abbisognano di speciali incentivi. Se ciò non si facesse, non realizzerebbero lo scopo per il quale sono stati concepiti, ma costituirebbero soltanto un fattore di rigidità del mercato.

L'esigenza di mantenere la funzionalità del mercato dei capitali e l'elasticità che ne è una delle condizioni è sottolineata dalla considerazione di elementi deducibili da confronti internazionali ampiamente documentati nel corso della Relazione.

Invero il nostro mercato dei capitali, insieme con quello germanico, ha dimostrato di possedere forze che ne hanno sollecitato una crescita più vigorosa delle analoghe istituzioni in altri paesi. Se le sue dimensioni si misurano in base ai flussi, si rileva che negli ultimi dieci anni esse sono aumentate di oltre quattro volte. Inoltre, mentre nel triennio 1959-61 il rapporto fra emissioni di valori mobiliari e investimenti fissi in Italia

è stato del 26,9 per cento, l'analogo rapporto in Germania è stato del 14,4, in Francia dell'11,3, nel Regno Unito del 9,6, nei Paesi Bassi del 13,5 e in Belgio del 31,9. In Italia, cioè, il mercato nel quale si collocano i valori mobiliari ha fornito la quota di gran lunga più rilevante di capitali impiegati in investimenti fissi, con la sola eccezione del Belgio, dove l'alto livello delle emissioni è attribuibile allo Stato e agli enti pubblici.

Alle stesse conclusioni si perviene ove le dimensioni del mercato siano poste in relazione con il prodotto nazionale lordo. Ancora una volta si osserva che la quota di esso che, attraverso il mercato dei capitali, si trasforma in investimenti fissi è in Italia più elevata che altrove: il rapporto riferito al 1959-61 è per l'Italia del 6,2, mentre per la Germania è del 3,4, per la Francia del 2,0, per il Regno Unito dell'1,3, per i Paesi Bassi del 3,3 e per il Belgio del 5,6 per cento. Se questi rapporti sono confrontati anche attraverso il tempo, si dimostra che la tendenza ad innalzarsi è stata in Italia maggiore che altrove. In altri termini, il nostro mercato dei capitali si è sviluppato con vigore singolare, manifestandosi uno strumento sempre più efficace di una politica di espansione degli investimenti.

Gli stessi confronti internazionali mostrano che l'apporto del mercato dei capitali oscilla sensibilmente da un anno all'altro; esso tende a dilatarsi nelle fasi di espansione dei redditi e a restringersi nelle fasi recessive, con variazioni tanto più ampie quanto maggiori sono le oscillazioni nei due sensi.

Nell'ultimo decennio la domanda di fondi sotto forma di valori mobiliari è stata cospicua, anche se con fasi alterne, ed è provenuta da tutte le categorie di emittenti. Essa è stata condizionata in special modo dall'entità del ricorso che hanno fatto al mercato le categorie di enti che, in relazione alla loro natura, non hanno altra alternativa di provvista ad eccezione di quella dell'emissione di titoli a reddito fisso. Per altro, i titoli di quest'ultima specie hanno costituito quasi dappertutto il mezzo di

raccolta prevalente, essendosi elevati, se si esclude la Francia, al 70 per cento o più delle emissioni totali avvenute nei principali mercati.

Questa circostanza non ha, tuttavia, intaccato la posizione di predominio dei valori azionari nella composizione del patrimonio mobiliare, giacchè, nella generalità dei casi, durante l'ultimo decennio si è verificato un aumento della partecipazione delle azioni al valore complessivo dei titoli in circolazione, dovuto allo sviluppo tendenziale delle quotazioni di mercato. In ogni modo, al termine del periodo, la distribuzione della ricchezza mobiliare risultava assai differente da paese a paese.

Infine, circa la provenienza dei capitali impiegati in valori mobiliari, è da rilevare il sostegno che al mercato dei titoli danno in alcuni paesi le aziende di credito. In Germania, per esempio, il rapporto fra i titoli a reddito fisso e la raccolta bancaria ammontava a fine 1961 al 12,1 per cento. Nel Regno Unito l'apporto delle aziende di credito alle sottoscrizioni di titoli è stato decrescente, e alla stessa data si ragguagliava al 19 per cento.

In definitiva, dai confronti internazionali contenuti nella Relazione si desume che il nostro mercato dei capitali ha assunto, nel processo di finanziamento degli investimenti e quindi di sviluppo della nostra economia, una posizione allineata con quelle delle economie più avanzate, cosicchè riuscirà più difficile che le sue dimensioni continuino ad ampliarsi con lo stesso ritmo; si deduce altresì che la partecipazione delle aziende di credito al sostegno del mercato dei valori mobiliari, sia che si calcoli sulla base della proporzione fra i titoli a reddito fisso in portafoglio e il totale dei depositi, sia che si calcoli sulla base del rapporto fra gli stessi titoli in portafoglio e la loro circolazione complessiva, è in Italia piuttosto elevata. Se ne trae infine l'ammaestramento che, proprio perchè il nostro mercato dei capitali è divenuto uno strumento efficiente, costituisce una grande responsabilità delle autorità monetarie quella di mantenerlo nelle

attuali condizioni e anzi di migliorarlo. Ma nessun mercato dei capitali sarebbe in condizioni di consentire larghe emissioni di titoli a reddito fisso, se il governo non conducesse una politica atta a dare la certezza che la stabilità monetaria sarà salvaguardata.

Il mercato monetario e le aziende di credito

Nel gennaio di quest'anno abbiamo ridotto, come si è ricordato, il limite superiore delle riserve obbligatorie; questo provvedimento si inserisce in una linea di politica monetaria enunciata sin dal 1949 dal dottor Menichella. Egli aveva dichiarato infatti: « gli strumenti che si sono creati e che hanno funzionato qualche volta in un senso sarebbero pronti a funzionare in senso opposto » ed a questa possibilità egli si è ripetutamente riferito anche in anni recenti. Con quel provvedimento abbiamo liberato circa 200 miliardi di lire; secondo i nostri calcoli tale somma può determinare una dilatazione degli impieghi del sistema bancario pari a circa due volte e mezza la somma stessa. Abbiamo fatto ciò nel convincimento che le condizioni della bilancia dei pagamenti sarebbero rimaste tali da giustificare un provvedimento idoneo a consentire al sistema creditizio di continuare ad assistere il processo di sviluppo, mantenendo in pari tempo il costo del credito costante, in presenza di una tendenza all'aumento in altri paesi, con l'intendimento anche di contribuire a contenere il rialzo dei saggi di interesse nel mercato obbligazionario.

I provvedimenti con i quali si influisce sui saggi di interesse a breve termine riescono ad incidere con maggiore efficacia sull'orientamento dell'attività economica generale, a condizione che reagiscano sui saggi di interesse a lungo e medio termine, onde la necessità di un assetto del mercato monetario atto a conseguire questo obiettivo. Soltanto quando ciò si verifichi,

le variazioni della liquidità del sistema bancario, determinate dal mutamento della proporzione delle riserve obbligatorie, possono adempiere la loro funzione.

In aggiunta, un mercato monetario nel quale i saggi di interesse rispondano con prontezza alle variazioni della liquidità consente di provvedere alla esigenza di promuovere flussi di capitali a breve termine verso l'estero e dall'estero verso l'interno, conformemente alla necessità di porre in essere movimenti compensativi dei disavanzi delle bilance dei pagamenti.

Si consideri, infatti, un paese nel quale le autorità monetarie fossero indotte da larghi avanzi di bilancia dei pagamenti a creare corrispondente volume di liquidità; se questa facesse avvertire il suo peso sul mercato del denaro, così da deprimere immediatamente i saggi di interesse a breve termine, gli effetti sarebbero duplici: una parte delle liquidità esuberanti sarebbe trasferita all'estero andando alla ricerca dei mercati monetari nei quali i rendimenti fossero più elevati; attraverso la propagazione della riduzione dei saggi di interesse dal mercato a breve termine a quello a lungo termine, il minor costo dei finanziamenti che si attingono ad esso influirebbe sulla disposizione degli imprenditori verso nuove iniziative. In mancanza di tempestive ripercussioni sui saggi a medio e lungo termine, le variazioni dei saggi di interesse a breve limiterebbero la loro efficacia ai movimenti monetari sul mercato internazionale.

Crediamo essenziale concentrare i nostri sforzi nel mantenimento di un mercato dei capitali efficiente, nel quale trovino collocamento le nuove emissioni con cui si provvederanno, sulla base di corsi sottoposti ad oscillazioni di ampiezza limitata, i capitali necessari per il finanziamento degli imponenti programmi del settore pubblico e di quello privato. Nel proporci questo obiettivo abbiamo presenti le esperienze altrui, specialmente quelle dalle quali si desume l'ammonimento che l'aumento delle quantità di titoli facilmente monetizzabili provoca la conseguenza di creare incertezza intorno all'efficacia degli interventi attuati dalle autorità monetarie.

Agli effetti dell'apprestamento 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 buoni del tesoro ordinari in quantità illimitate, nonchè 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 del mercato.

Mentre l'attuale sistema attenua gli incentivi ad adattare il ritmo degli impieghi produttivi al livello delle liquidità che le autorità monetarie mantengono a disposizione del mercato, esso impedisce al Tesoro di finanziare le proprie occorrenze sulla base di tassi corrispondenti alle condizioni dell'equilibrio del mercato monetario.

Riteniamo quindi opportuno che, in collaborazione con le aziende di credito e con le loro associazioni di categoria, si consideri, da parte delle competenti autorità, una modificazione dell'attuale sistema basato sulla emissione di buoni del tesoro ordinari in quantità illimitate, indipendenti dalle occorrenze di cassa del Tesoro; che si consideri cioè la sostituzione dell'attuale sistema con quello, generalmente praticato all'estero, delle emissioni periodiche in quantità limitate stabilite in funzione della situazione di cassa della Tesoreria. Se le liquidità saranno abbondanti, i saggi di interesse scenderanno; in caso contrario saliranno. Se le autorità monetarie vorranno che liquidità abbondanti sollecitino la riduzione dei saggi di interesse dei titoli

a medio e lungo termine, ciò sarà facilitato dalla circostanza che i fondi delle aziende di credito, non potendo affluire al Tesoro in quantità illimitata e con una remunerazione costante, affluiranno nei conti liberi dell'istituto di emissione, dove le remunerazioni sono esigue. Diverrà quindi più immediata la convenienza delle aziende di credito di ricercare investimenti più vantaggiosi, fra i quali potranno essere i titoli a medio e lungo termine.

L'innovazione da apportare potrebbe consistere nella sostituzione dell'attuale sistema di emissione aperta con l'emissione di contingenti mensili. Il prezzo base di emissione dei contingenti sarebbe, di norma, allineato al tasso ufficiale di sconto; a tale prezzo verrebbe soddisfatto l'intero fabbisogno delle aziende di credito per gli adempimenti relativi alle riserve obbligatorie.

Le quote di ogni emissione eccedenti il fabbisogno delle aziende ai fini delle riserve resterebbero disponibili sia per l'investimento delle liquidità delle aziende stesse sia per le sottoscrizioni per conto della clientela. Dette quote verrebbero assegnate in base alla graduatoria dei prezzi offerti.

Il nostro sistema creditizio garantisce adeguatamente il flusso dei mezzi fra le diverse parti del Paese; i grandi istituti operanti nella totalità del territorio nazionale convogliano quantità non piccole di mezzi nelle aree meno progredite. Il rapporto impieghi-depositi nel Mezzogiorno continentale riferito agli istituti in parola, esclusi i banchi meridionali, è stato del 76,7 per cento nel 1960 e del 77,7 nel 1961; mentre il rapporto per gli stessi istituti riferito alla totalità del territorio nazionale è stato, rispettivamente, del 75,4 e del 76,7 per cento. Se si considerano le zone insulari, la tendenza risulta ancora più evidente: il rapporto impieghi-depositi di questa categoria di istituti è stato, in Sicilia, rispettivamente, del 108,3 e del 108,9 per cento; in Sardegna, dell'86,8 e del 92,9 per cento. Le percentuali si abbassano se insieme con gli istituti conside-

rati si comprendono i banchi meridionali; ma esse si riferiscono agli impieghi della « azienda bancaria » con esclusione di quelli effettuati attraverso le sezioni. Tenendo conto di queste ultime appare che i banchi meridionali adempiono egregiamente il compito di sostegno dell'economia di quelle regioni.

Altra regione nella quale si rileva una forte concentrazione di mezzi è, ovviamente, la Lombardia. In questa il rapporto impieghi-depositi degli istituti operanti nella totalità del territorio nazionale è stato, rispettivamente, dell' 86,5 e dell' 88,0 per cento. Occorre tuttavia considerare che le statistiche della distribuzione territoriale del credito non possono ritenersi indicative della destinazione ultima dei mezzi erogati. E' sufficiente ricordare che a Milano ha sede un numero elevato di direzioni amministrative di imprese operanti in tutto il territorio nazionale. L'erogazione del credito avviene nei confronti di quelle direzioni, ma la irradiazione di esso si compie nell'intero territorio nazionale. I nostri sistemi di rilevazione non consentono ancora di stabilire con sufficiente approssimazione una bilancia territoriale dei flussi creditizi: ma permettono di renderci conto dell'errore che si commetterebbe se alle statistiche concernenti la distribuzione territoriale si attribuisse il significato proprio di quelle che misurano l'ultima destinazione dei fondi erogati.

L'attuale sistema delle aziende di credito, oltre ad alimentare provvidi flussi monetari fra una parte e l'altra del territorio nazionale, consente anche importanti movimenti di fondi nel proprio interno. Intendiamo riferirci all'entità assunta dai trasferimenti di fondi fra gruppi di aziende per tramite dei conti interbancari. Al 31 dicembre dello scorso anno, il totale dei mezzi che le aziende di credito di ogni categoria, escluse sei grandi banche, avevano depositato presso altre aziende di credito, ammontava a 1.077 miliardi di lire; l'ammontare dei fondi che le stesse aziende, sempre escluse sei grandi banche, avevano ricevuto in deposito ascendeva a 530 miliardi di lire. La differenza era confluita verso le sei medesime.

Appare evidente che, mentre le aziende minori e specialmente quelle aventi sportelli in una sola provincia o in una sola

regione (le prime avevano depositato 255 miliardi e ne avevano ricevuti in deposito 46 e le seconde avevano depositato 291 miliardi e ne avevano ricevuti 82) adempiono il compito di procedere alla raccolta di mezzi monetari oltre i limiti della loro capacità di impiegarli direttamente, alcune delle grandi aziende aventi sportelli in tutto il territorio nazionale assolvono la funzione di amministrare la tesoreria delle piccole, convogliando agli impieghi non soltanto i mezzi propri, ma anche una parte di quelli che ad esse confluiscono dalle aziende minori.

Ciò pone le grandi aziende di fronte a due gravi responsabilità. La prima è quella di mantenere una tesoreria sufficientemente elevata ed elastica, per poter corrispondere in ogni momento al compito che sembra essere stato loro commesso dalle aziende minori, che concentrano presso di esse la propria tesoreria. Crediamo di poter affermare che a questa esigenza esse hanno corrisposto adeguatamente; se si confronta infatti la distribuzione della liquidità del sistema bancario, rappresentata da buoni del tesoro ordinari disponibili in portafoglio, si osserva che essa è concentrata quasi esclusivamente presso sei grandi aziende di credito. Si comprende così perchè, proprio nei confronti di queste, l'Istituto di emissione in taluni momenti sia intervenuto più estesamente, ricreando la liquidità in lire mediante il riacquisto di valute estere. Non si è trattato di intervento mirante a rafforzare la posizione competitiva delle grandi banche verso le piccole e medie, bensì rivolto a permettere alle prime di adempiere il loro ufficio di tesoriere di quelle che in esse ripongono una parte considerevole dei propri mezzi.

La seconda responsabilità è quella di praticare, nei confronti delle somme ricevute in deposito dalle banche minori, saggi di remunerazione che non abbiano l'effetto di spingere all'insù il costo della raccolta per l'intero sistema bancario. Essi dovrebbero muoversi in parallelo con quelli del mercato monetario; allora, se l'intendimento dell'Istituto di emissione sarà che liquidità abbondanti deprimano il costo del denaro allo scopo di dare incentivo alla ricerca di impieghi produttivi, le grandi

banche che amministrano la tesoreria delle minori dovranno comportarsi in modo analogo.

In definitiva, con il procedere verso la creazione di un mercato monetario organizzato, nel quale aumenti la fluidità dei mezzi monetari, e le condizioni alle quali se ne compie la provvista e l'impiego corrispondano agli indirizzi stabiliti dalle autorità monetarie, si renderà necessario accentuare il controllo dei conti interbancari. Con ciò non intendiamo affatto affermare che ci proponiamo di reprimere i fenomeni che si determinano per loro tramite. Ma è evidente che, quando ci convinciamo che i flussi che si compiono attraverso questo canale trasportano con sé impulsi tali da sospingere al rialzo il costo della provvista dell'intero sistema creditizio al di fuori degli obbiettivi stabiliti dalle autorità monetarie, non mancheremo di prendere in considerazione, tra le possibili misure, quella di inserirci in tali flussi.

La nostra politica, quanto ai saggi di interesse attivi e passivi, ha continuato ad essere quella di considerare più proficua una disciplina che si attui attraverso accordi amministrati nell'ambito stesso delle categorie. Non ci proponiamo quindi di assumere, da parte nostra, quegli atteggiamenti impazienti che qualche volta rimproveriamo ai colleghi delle banche, e resisteremo a sollecitazioni, che spesso ci pervengono, perchè siano adottate discipline coercitive, che reputiamo umilianti per chi le impone e per chi le subisce. D'altro canto, non esiteremo ad impiegare gli strumenti che una moderna politica monetaria ci offre, nel convincimento che essi riescano più efficaci di esortazioni e minacce. Ma la ragionevolezza di amministratori di aziende, nelle quali i margini fra i costi di esercizio e i ricavi sono assoggettati ad una compressione assai forte, è motivo di fiducia.

Il restringersi del margine fra il costo della provvista e il ricavo derivante dall'impiego dei capitali amministrati non può non richiamare l'attenzione talvolta preoccupata dei dirigenti delle aziende di credito, ma costituisce altresì la dimostrazione più elo-

quente della intensità della concorrenza alla quale esse sono sottoposte. Invero, se confrontiamo il costo effettivo della provvista presso alcune grandi aziende di credito nazionali e presso analoghe istituzioni di paesi dove si afferma essere più efficace l'azione della concorrenza, con i ricavi effettivi derivanti dall'impiego dei fondi amministrati, constatiamo che il divario esistente in Italia è forse minore di quello rilevabile nei paesi suddetti. La collaborazione con taluni istituti di emissione e lo scambio di reciproche informazioni riservate ci permetteranno di approfondire ulteriormente queste indagini; gli elementi ancora non del tutto sufficienti dei quali disponiamo consentono, nondimeno, di trarre indicazioni abbastanza confortanti.

Anche in merito al problema dell'attribuzione di nuovi sportelli bancari, riteniamo desiderabile che la soluzione emerga da un temperamento di esigenze ragionevolmente realizzato nell'ambito delle associazioni di categoria. Continuiamo a credere che questo metodo preserverebbe il sistema da sollecitazioni di forze estranee, garantendo quella distribuzione equilibrata fra le diverse categorie di aziende che assicura la coesistenza di centri di decisione più prossimi e più remoti dal potere centrale e quindi un assetto idoneo ad evitare gli inconvenienti di una concentrazione eccessiva. Ma anche in questo caso, di fronte alla mancanza di accordo che malauguratamente si manifestasse tra le categorie, non ci sottrarremmo alle nostre responsabilità; ovviamente le scelte che saremmo chiamati a compiere non prescinderebbero da un giudizio sulle attitudini all'osservanza della disciplina da parte delle singole aziende di credito.

Il più alto grado di maturità raggiunto dalla nostra economia non può non riflettersi nel sistema creditizio. In concordia di intenti, dobbiamo procedere all'affinamento degli strumenti dei quali può disporre la politica monetaria e finanziaria di un paese che intenda proseguire nello sviluppo ed utilizzarne proficuamente i frutti.

Da quanto abbiamo esposto si deduce che i progressi com-

più nel creare un mercato dei capitali in continua espansione, il sostegno che ad esso hanno dato le aziende di credito, il costante affinamento delle strutture della nostra organizzazione di istituti e di aziende di credito e della collaborazione fra loro, hanno fatto del nostro un sistema creditizio moderno, in continua evoluzione e nel quale l'emulazione non è certamente assente. Si rileva inoltre la nostra comune volontà di continuare a progredire. E' evidente che, a questi fini, contiamo, come per il passato, sulla vostra cordiale collaborazione. Il metodo che preferiamo è quello della discussione aperta e, attraverso essa, del reciproco convincimento. Ancor più che in passato ci avvarremo del vostro consiglio; ma anche, in talune circostanze, faremo assegnamento sulla vostra attitudine ad osservare discipline non imposte, ma liberamente accettate in considerazione della loro aderenza agli interessi generali.

Sono state indicate le linee di azione che si reputano opportune per salvaguardare la funzionalità del mercato dei capitali e per instaurare un efficiente mercato monetario, poichè il concretamento di questi indirizzi richiede una collaborazione adeguata, e consapevole, da parte di coloro che operano nella sfera creditizia e finanziaria.

Riconoscere il valido contributo che può ottenersi mediante il perfezionamento degli strumenti utilizzabili e mediante la ricerca di tutte le proficue possibilità di manovra che essi consentono non significa per altro perdere di vista che il contributo stesso non può supplire all'eventuale attenuarsi o venir meno delle condizioni di fondo che sono essenziali al mantenimento di un elevato ritmo di sviluppo.

Le esperienze straniere ricordate attestano come un rapido sviluppo abbia le sue determinanti essenziali nel mantenimento delle capacità concorrenziali verso l'estero, soprattutto attraverso un accrescimento ragguardevole della produttività.

Questo insegnamento è confermato dall'esperienza italiana, con riguardo sia alle condizioni che hanno consentito alle nostre

esportazioni di affermarsi sui mercati esteri, sia all'importanza basilare che la domanda estera ha assunto nell'ultimo decennio, come elemento di sostegno dello sviluppo della economia italiana.

E' in atto nella nostra economia un processo tendente ad un aumento del costo del lavoro maggiore dell'aumento della produttività: circostanza che, mantenendosi stabile il livello dei prezzi, incide sulle possibilità di autofinanziamento delle imprese e, in definitiva, accresce la loro dipendenza da fonti esterne, come emerge chiaramente dal loro maggior ricorso alle aziende di credito. Tale tendenza appare altresì evidente, quando si consideri l'aumento delle domande di finanziamenti presentate agli istituti speciali.

Mentre questi fenomeni si svolgono, le quantità di investimenti programmati dal settore pubblico ed eccedenti le disponibilità di risparmio dello stesso settore tendono ad aumentare; quindi anche il finanziamento degli investimenti pubblici diviene più dipendente dall'indebitamento. Ma anche esso, in larga misura, si concentra presso gli istituti speciali, i quali, a loro volta per erogare capitali non hanno altro mezzo all'infuori di quello di collocare obbligazioni sul mercato. E' evidente che di fronte alla insufficienza del risparmio delle imprese da una parte e del risparmio pubblico dall'altra, mentre gli investimenti si dilatano, l'equilibrio non può ristabilirsi se non attraverso un aumento dei risparmi personali. In parte ciò si è verificato nel corso dell'anno 1961.

Le pur accresciute dimensioni del nostro mercato dei capitali non impediscono che divari sensibili fra il saggio d'incremento degli investimenti, da un lato e quello delle disponibilità interne da autofinanziamenti, dall'altro, possano ripercuotersi sull'equilibrio del mercato stesso, il quale, a sua volta, per motivi istituzionali e consuetudinari, si suddivide qualitativamente in vari comparti tra loro solo parzialmente comunicanti.

Inoltre, eventuali variazioni nella composizione degli investimenti, collegate con la natura degli enti chiamati ad effettuarli, possono creare squilibri settoriali nel mercato dei ca-

pitale, ove l'evoluzione sia nel senso di una maggiore partecipazione di enti od organismi che per loro natura e per le loro dimensioni ricorrano in misura relativamente maggiore al mercato per il finanziamento dei loro fabbisogni e vi ricorrano per di più sotto forma di specifiche categorie di titoli, rispetto al cui particolare mercato anche variazioni, nel quadro complessivo relativamente limitate, possono porre problemi non lievi.

Abbiamo in precedenza descritto le misure con le quali ci proponiamo di accrescere la funzionalità del mercato dei capitali, agevolando trasferimenti di fondi dal mercato monetario a quello finanziario; ma è evidente che tali misure risolvono soltanto problemi del breve periodo; esse non possono supplire ad una insufficienza di risparmi reali. Quando questa si manifestasse senza trovare contropartita in un correlativo riproporzionamento degli investimenti, le misure in parola si rifletterebbero in tensioni nell'equilibrio monetario. Se da un lato la nostra intenzione è quella di mettere a disposizione dell'economia un mercato efficiente, che faciliti la circolazione dei capitali e ne promuova il convogliamento agli impieghi più produttivi o comunque corrispondenti a programmi di interesse pubblico, ci asterremo però dall'attuare provvedimenti che alterino il livello della liquidità, provocando confusione fra essa e il risparmio.

In definitiva, il processo di finanziamento della produzione e degli investimenti, se può trarre apprezzabile vantaggio dalla disponibilità di un efficiente ed elastico mercato, in grado di ovviare a squilibri parziali e settoriali, suscettibili di compromettere il funzionamento del sistema nel suo insieme, resta in essenza condizionato dai fattori reali attinenti alle fonti originarie di formazione del risparmio. Negli aspetti di fondo, tale processo pertanto continua ad essere affidato alla volontà di risparmio dei cittadini ed all'oculata graduazione delle occorrenze del settore privato e pubblico, allo scopo di mantenerle nei limiti delle disponibilità del risparmio.

Signori Partecipanti,

ho voluto lasciare per ultimo il compito di ricordare la scomparsa di Luigi Einaudi e di commemorarne l'opera insigne innanzi a questa Assemblea: compito che non può non provocare in chi Vi parla, e sicuramente in tutti Voi, intima commozione e non sopito rimpianto. Ancora è possibile rivederLo quale apparve in questa stessa aula, nella riunione dello scorso anno, con l'esile Sua figura, sostenuta quasi, più che dalle forze fisiche, dalla tenace volontà, dall'alto fervore spirituale, dall'inesausto desiderio di apprendere e di ammaestrare.

Anche se, nella guida dell'Istituto di emissione, Egli ebbe modo, in circostanze fortunate, di rendere eminenti servizi al Paese ed anche se ha costituito, e costituirà, supremo vanto della Banca d'Italia averLo avuto Governatore, sappiamo bene che Einaudi va ricordato nella esemplare coerenza dell'intera vita, e non nelle singole tappe, per quanto significative, del Suo operoso cammino. Al servizio della scuola, del giornalismo, del Parlamento, nei posti di comando dell'economia e del governo, al vertice dello Stato, Egli fu sempre fedele ad un costume di dignità priva di ostentazione, di schiettezza aliena da infingimenti retorici, di lucidità espressiva che, da sola, attestava la solidità e la chiarezza del Suo pensiero.

Alla dedizione ininterrotta di Luigi Einaudi agli studi ha corrisposto il riconoscimento che forse fu da Lui più apprezzato. Gli fu infatti consentito di conservare a vita la pienezza delle funzioni inerenti all'insegnamento universitario da Lui professato. E il provvedimento, pur costituendo una eccezionale distinzione, non faceva che dar atto significativamente della inseparabilità della vita di Einaudi dalla missione di studioso, di educatore e di Maestro, che Egli in realtà svolse sino al termine della Sua esistenza.

Seguendo la tradizione degli economisti classici, alla quale rimasero aderenti gli esponenti maggiori del nostro pensiero

economico, Egli non limitò la Sua attività di studioso all'analisi dei pur complessi problemi finanziari, che costituirono l'oggetto specifico del Suo insegnamento, ma estese i Suoi interessi di teorico, di storico, di erudito alla scienza economica intesa nel significato più ampio e comprensivo. La gamma dei Suoi fecondi apporti fu pertanto non meno notevole della loro importanza e, anche a motivo della reputazione internazionale che l'Einaudi ne trasse, essi sarebbero bastati a colmare e ad appagare esigenze meno intense e fervide della Sua.

Ma, per Einaudi, la missione educatrice non si esauriva nelle aule universitarie, nelle comunicazioni innanzi a qualificati ma ristretti cenacoli accademici, nei dibattiti su riviste scientifiche consultate da un numero limitato di lettori. Egli, anche in questo seguendo l'esempio di economisti a Lui particolarmente cari come il Ferrara, ritenne che il lucido dibattito delle idee sul piano giornalistico costituisse, in sostanza, il mezzo moderno per combattere una delle forme più insidiose di monopolio, quello cioè delle conoscenze e delle informazioni. Fu pertanto giornalista eminente per le ammirevoli capacità semplificatrici, per la concretezza e la fluidità del linguaggio, per l'integrità morale e l'indipendenza di giudizio manifestate nelle lotte del lavoro, come nella critica della imposizione mortificante dell'incentivo a produrre e a risparmiare; nelle battaglie contro i falsi miti, come nella pungente documentazione di evitabili sperperi nell'amministrazione del pubblico denaro.

Queste stesse doti di scienziato e di pubblicista, associate alle possibilità che Egli ebbe di scendere all'esame particolareggiato di minuti problemi locali e di elevarsi a visuali che non soltanto abbracciavano l'intera nazione, ma anticipavano più ampie forme di solidarietà internazionale, ne fecero un parlamentare insigne, nel prolungato periodo della Sua appartenenza al Senato. Anche di questa Sua attività, come delle altre, non è possibile, nella circostanza odierna, fornire una illustrazione adeguata. Tuttavia, appare doveroso ricordare almeno la illuminata opera da Lui svolta come membro dell'Assemblea

Costituente, poichè in quella sede Egli prese valida parte alla redazione della Carta costituzionale che regge ora il nostro Paese, adoperando la Sua influenza perchè anche in un documento così solenne fosse affermata l'esigenza di una oculata gestione pubblica e di una ferma difesa della stabilità monetaria.

Alla guida della Banca d'Italia, che Gli era stata affidata nel gennaio 1945, Egli giungeva pertanto con capacità, esperienze umane e prestigio incomparabili. Vi trovava l'Istituto in una fase che non poteva non riflettere il generale turbamento dovuto alle difficoltà che, anche dopo la cessazione del conflitto, rendevano arduo il ristabilimento della pace, «in ragione» — annotava lo stesso Einaudi — «della grave eredità di passioni da placare, di perdite da ripianare, di assestamenti da compiere su scala mondiale».

Di non minor valore della sagacia degli indirizzi che Egli diede alla Banca, nella faticosa opera di riassetto, fu la elevatezza e la nobiltà della Sua parola suscitatrice che, da questa sede, Egli rivolse al Paese: ora per additare come la sottoscrizione del Prestito Soleri, nell'aprile-maggio 1945, costituisse «il primo esperimento di voto libero», silenziosamente compiuto «nelle città e nelle campagne, dinnanzi agli sportelli delle banche e degli istituti di risparmio ed assicurativi»; ora per ammonire come la ricostruzione «fosse sinonimo di rinuncia, di risparmio»; ora per rincuorare sulle sorti del Paese, la cui rinascita — Egli affermava nel 1946 — si sarebbe senza dubbio realizzata «fra pochi anni, pochi non molti».

In persona avversa all'enfasi verbale come l'Einaudi, queste non erano espressioni occasionali o vaticini gratuiti. Erano meditate valutazioni che, da un lato riflettevano l'apprezzamento tempestivo della lungimirante politica di assistenza all'estero, da parte delle potenze vincitrici, affermatasi nel secondo dopoguerra, in singolare, provvido contrasto con il ben diverso indirizzo prevalso nel primo dopoguerra; dall'altro lato, attesta-

vano il convincimento che, orientando gli sforzi immediati verso la difesa della moneta, obbiettivo costante delle Sue preoccupazioni già come studioso e ora come compartecipe della politica monetaria, si sarebbe data una solida base alla ripresa economica del Paese e se ne sarebbero resi sicuri gli sviluppi.

Fu nella Relazione letta all'Assemblea nel marzo 1947 che l'Einaudi, di fronte al critico aggravarsi del processo inflazionistico, ritenne necessario « gettare un grido di allarme », per sollecitare un concorde sforzo di volontà, diretto ad evitare l'annientamento dell'unità monetaria. Egli rievocò l'esempio degli uomini che si erano assunti un compito analogo tra il 1919 e il 1922, per additarne la ferma e coraggiosa accettazione dell'inevitabile impopolarità. Ma questo rivolgersi ad ammaestramenti forniti dal nostro passato, che Gli era congeniale, non escludeva l'aperta disposizione a tener conto della esperienza di altri paesi, dalla cui prassi venne tratto il sistema delle riserve minime obbligatorie, che trovava da tempo larga applicazione all'estero e la cui introduzione da noi, nell'agosto 1947, doveva rivelarsi il valido argine alla espansione inflazionistica. D'altro canto, il fatto che all'estero la manovra del tasso di sconto fosse caduta in pressochè completa desuetudine e che si preferisse mantenere i tassi di cambio a livelli artificiosi, non Gli impedì di scegliere, con indipendenza critica di giudizio, soluzioni anti-tetiche, che contribuirono alla « riscoperta » di trascurati strumenti ed indirizzi di politica, da parte degli osservatori stranieri.

Così, mentre nel nostro Paese divenivano evidenti, confutando iniziali incomprensioni e critiche, gli effetti risanatori della linea di azione seguita in difesa della moneta, l'avveduta commistione di antica saggezza e di moderno tecnicismo, che caratterizzava la linea stessa, non tardava ad imporsi all'apprezzamento di politici ed economisti, sul piano internazionale, formando ripetutamente oggetto di studi, che tuttora perdurano,

ed inserendosi nella letteratura monetaria del secondo dopoguerra come modello esemplare indissolubilmente legato al nome dell'Einaudi.

Per Suo conto, Egli, con un termine che Gli era familiare, definì « mitica » l'associazione del Suo nome alla linea di difesa monetaria da Lui propugnata: « mitica », in quanto Egli non intendeva che fossero dimenticate le « molte forze » che avevano contribuito al successo della politica designata con il Suo nome, sia nella sfera delle autorità governative, sia in quella dei Suoi collaboratori immediati.

Tuttavia, il legame stabilitosi tra quella politica e il Suo nome non disconosceva di certo il prezioso apporto di quanti Lo avevano coadiuvato e continuarono la Sua opera presso la nostra Banca; tale legame, per spontaneo e concorde consenso, riassumeva in Lui un ammirevole concorso di dedizioni e lealtà, come la Sua figura compendia le virtù più elevate della tradizione risorgimentale.

Quanto esse fossero apprezzate, malgrado l'innato riserbo dell'Einaudi, lo ha dimostrato, più ancora della Sua chiamata alla suprema carica dello Stato, l'unanime sentimento di dolore che ha accompagnato la Sua scomparsa. Una vita come la Sua, tanto intensamente dedicata al pubblico bene, necessariamente dovrà essere onorata in forme degne, che soprattutto ne tramandino il ricordo alle giovani generazioni e offrano ai meritevoli possibilità di più agevole affermazione nel campo degli studi.

La Banca d'Italia si unirà al concretamento di queste iniziative, nella consapevolezza che dall'esempio luminoso dell'Einaudi discende, per le nostre generazioni come per quelle a venire, un insegnamento non perituro.

Per conto nostro, l'impegno di meditazione di un così valido insegnamento non può restringersi alla parte di esso che abbia più diretta e immediata attinenza alla salvaguardia della stabilità monetaria. Questa è fondamento essenziale della concezione dell'Einaudi, ma fondamento per l'edificazione di una

società aperta alla elevazione dei singoli, come all'affermazione delle imprese, attraverso un attivo processo di ricambio che rappresenta il severo, ma necessario, stimolo ad un incessante perfezionamento.

La difesa della molteplicità delle iniziative, dell'autonomia delle loro decisioni, in modo che esse trovino nelle indicazioni dall'alto una consapevole guida, e non una costrizione che ne irrigidisca il dinamismo o una interferenza che esoneri dalle personali responsabilità, costituisce pertanto esigenza non meno importante di quella della salvaguardia della stabilità monetaria, per la preservazione di una siffatta società.

Questa, infine, richiede che l'azione individuale e quella pubblica non siano contrapposte, ma armonizzate, anche attraverso la valorizzazione di tutta una gamma di organismi intermedi, intesi a collegare efficientemente la vita produttiva locale alla economia dell'intero paese e ad assicurare il suo fecondo inserimento nella comunità internazionale.