

BANCA D'ITALIA

ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA
DEI PARTECIPANTI

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1963

ANNO 1962 (LXIX)

CONSIDERAZIONI FINALI

ROMA
TIPOGRAFIA BANCA D'ITALIA
1963

V. - **Considerazioni finali**

Signori Partecipanti,

le considerazioni che mi accingo ad esporVi poggiano su quell'insieme di ragionate descrizioni e di più penetranti analisi della congiuntura economica e in particolare monetaria dell'annata 1962 che costituiscono il corpo della Relazione.

Questa è stata ordinata al fine principale di dare evidenza sia al processo di creazione della liquidità nelle sue componenti esterne ed interne, ossia negli scambi di merci servizi e capitali con l'estero, nelle operazioni del Tesoro e in quelle del sistema bancario; sia al processo di finanziamento della produzione, analizzato nei vari flussi di risparmio e di credito che scorrono attraverso le aziende di credito, il mercato monetario e il mercato dei capitali; nonchè alle connessioni fra l'un processo e l'altro. E poichè in ogni fase dell'analisi si è procurato di inquadrare l'esposizione degli sviluppi e dei problemi nostrani in una visione internazionale, anche a riconoscimento della crescente interdipendenza economica fra le nazioni, e in ispecie fra i loro mercati finanziari, tanto la descrizione quanto la documentazione statistica si sono ulteriormente allargate. Se questa ricchezza di documentazione potrà ancora accrescere lo sforzo dei nostri lettori, essa però mi consente di alleggerire questa esposizione orale delle dimostrazioni e dei dati statistici che possono essere attinti nella Relazione.

Come ben sapete, il testo di questa è il risultato di uno sforzo collegiale che trova la sua sede principale e il punto di coordinamento nei Servizi Studi della Banca, cui mi è caro anche

quest'anno tributare vivo elogio. Con essi concorrono validamente i Servizi Vigilanza, la cui attività è riflessa in vari capitoli della Relazione, nonchè gli altri servizi della amministrazione centrale, i direttori delle filiali ed i delegati della Banca all'estero. Sono certo di interpretare anche i Vostri sentimenti esprimendo a tutti un cordiale ringraziamento, sia per questa opera, sia per l'impegno posto durante l'anno nello svolgimento del lavoro d'ufficio.

Desidero ancora ricordare che durante l'anno è stata condotta a termine la riforma del regolamento del personale impiegatizio ed operaio, riforma migliorativa sotto il triplice profilo del trattamento economico, della stabilità dell'impiego e, in taluni settori, delle aperture di carriera. L'amministrazione apprezza la disciplina e la competenza con cui il personale di ogni ordine e grado svolge i servizi di istituto ed ha fiducia che lo sforzo finanziario da essa accettato con l'intervenuta riforma valga a sempre meglio assicurare nelle nostre file la serena applicazione al lavoro e la dedizione alla Banca.

Costi, prezzi, andamento della bilancia dei pagamenti

Il 1962 è stato caratterizzato in Europa da una modificazione rilevante nella distribuzione del reddito ai diversi fattori della produzione, fenomeno che in Italia ha assunto dimensioni maggiori che altrove. La quota attribuita al lavoro è aumentata, a scapito di quella toccata ad altri fattori, nè ciò si è compiuto senza contrasti nelle relazioni tra datori di lavoro e lavoratori. Alla diversa distribuzione dei redditi si è accompagnata una loro espressione monetaria accresciuta in misura maggiore dei beni e servizi prodotti.

Anzichè commisurare la liquidità dell'economia alle occorrenze derivanti dall'incremento del reddito, comprendendovi in tutto o in parte la componente costituita dall'aumento dei prezzi indotto dalla spinta dei costi, le autorità monetarie avrebbero

potuto contenere il credito nei limiti corrispondenti alle esigenze del finanziamento della produzione a prezzi costanti, anche se da ciò fossero derivati arresti nell'attività di alcune imprese.

Nell'accettare la responsabilità di finanziare aumenti dei costi che non avrebbero potuto, almeno parzialmente, non trasferirsi sui prezzi, abbiamo affrontato problemi complessi e siamo stati posti di fronte a gravi alternative. Queste alternative hanno imposto scelte alle quali l'istituto di emissione ha concorso, come ha concorso all'attuazione dei provvedimenti che ne sono derivati. Non vi sono tuttavia motivi di compiacimento, perchè mentre l'obiettivo del mantenimento di un alto livello produttivo è stato raggiunto, quello non meno importante della stabilità dei prezzi non lo è stato.

Il livello dei prezzi ingrosso, che fino all'agosto 1961 aveva segnato una notevole stabilità, ha successivamente manifestato una tendenza al rialzo abbastanza pronunciata. Mentre in un primo periodo il rialzo fu prevalentemente dovuto ai prezzi dei prodotti agricoli, la più recente fase si è caratterizzata particolarmente per l'aumento dei prezzi dei prodotti non agricoli. Il livello generale dei prezzi al consumo è aumentato tra la fine del 1961 e la fine del 1962 del 6,5 per cento. Nei primi mesi del 1963, in corrispondenza con l'eccezionale rigidità dell'inverno, la tendenza all'aumento si è ulteriormente accentuata. Il rialzo dei prezzi al consumo ha riguardato, oltre i prodotti agricoli, gli affitti e i servizi, anche i prezzi dei prodotti industriali che in precedenza avevano presentato un notevole grado di stabilità.

Risalendo al 1953, così da abbracciare l'ultimo decennio, l'indagine statistica consente di individuare con sufficiente chiarezza una successione dai contorni definiti tra l'iniziale incremento della produttività, l'aumento dei profitti e il loro utilizzo per il finanziamento di nuovi impianti, creatori di accrescimenti ulteriori della produttività, a cui fa seguito l'aumento dei salari. Man mano che ci si avvicina al periodo recente, per altro, l'intreccio dei fenomeni diventa più complesso e di più ardua interpreta-

zione, l'aumento dei salari risultando talvolta contenuto e tal altra oltrepassante i limiti della produttività, con contrazione dei profitti, trasferimenti dell'aumento dei costi sui prezzi, accrescimento delle occorrenze di credito per mantenere invariato il livello degli investimenti.

La stessa aspettativa di aumenti di prezzi, specialmente se fomentata da accensioni della domanda manifestamente non suscettibili di essere soddisfatte da correlative espansioni dell'offerta, induce i datori di lavoro a largheggiare in concessioni salariali ai lavoratori.

Precedono in alcuni casi gli aumenti nel settore privato e da esso si propagano al settore pubblico. In altri casi avviene l'inverso. La proiezione al settore privato, nel quale è il più alto numero di occupati, degli aumenti salariali concessi dal settore pubblico, in alcuni casi ne ha diminuita la competitività e quindi, in ultima istanza, l'attitudine a mantenere il livello di occupazione. Ancora una volta riesce difficile stabilire l'ordine della successione nel tempo. Non possiamo tuttavia esimerci dal constatare che l'estendersi dell'area nella quale operano enti pubblici, ove questi e le imprese controllate si sottraggano all'obbligo di seguire criteri di economicità nelle loro gestioni e abbiano facile accesso al credito, aumenta i pericoli di politiche salariali dualistiche con pregiudizio per lo sviluppo equilibrato dell'economia.

Gli aumenti dei prezzi indotti dai costi possono verificarsi alla condizione che le autorità monetarie provvedano ad accrescere l'offerta di moneta in correlazione con la domanda di essa. Questa affermazione equivale a quella che la successione causale muove da costi e prezzi più alti ad una offerta di moneta più ampia e non invece in direzione contraria. In altri termini, i salari si collocano nel sistema dell'equilibrio monetario come una variabile autonoma; ove essi si innalzino oltre i limiti della produttività media del sistema e non siano compensati da diminuzioni dei profitti, il loro aumento si trasferisce sui prezzi, quando viene finanziato con una aumentata quantità di mezzi di pagamento. Nella misura nella quale i più alti salari siano

compensati da diminuzioni dei profitti, può accadere che la mutata distribuzione del reddito che ne deriva si rifletta sul livello degli investimenti.

L'accogliere questa interpretazione dei nessi causali che collegano costi prezzi profitti e offerta di moneta non implica che, da parte nostra, si accetti una concezione rassegnata del compito spettante alle autorità monetarie, nel senso di ammettere che queste debbano necessariamente provvedere l'economia di tutte le liquidità che essa richieda. Al contrario, le vicende dello scorso anno nei vari paesi attestano una maggiore resistenza delle autorità monetarie a finanziare il rialzo dei prezzi indotto dai costi.

Da parte nostra non si è creduto di porre in essere provvedimenti restrittivi, perchè abbiamo giudicato esistessero margini di forze di lavoro suscettibili di combinarsi con altri fattori della produzione e che, comunque, maggiori risorse avrebbero potuto essere importate dall'estero, provocando il riassorbimento dell'avanzo della bilancia dei pagamenti. Abbiamo effettuato le immissioni di liquidità attraverso questo o quel canale anche in relazione agli effetti che queste scelte potevano produrre.

Nonostante l'esistenza di margini di elasticità dell'offerta interna, si sono verificati casi, come nell'edilizia e nel settore alimentare, nei quali essa non ha potuto adeguarsi all'accresciuta domanda. Nel settore alimentare, le avversità atmosferiche hanno anzi rarefatto alcune derrate più richieste sul nostro mercato senza che le accresciute facilitazioni alle importazioni abbiano potuto sopperirvi. Di qui, altri aumenti di prezzi di ampiezza inusitata, che, per quanto localizzate e temporanee ne siano state le cause, il meccanismo della scala mobile provvede a diffondere.

Ad inasprire la tensione dei prezzi in taluni settori ha altresì concorso la convergenza della domanda interna e della domanda estera, fenomeno questo particolarmente evidente nel settore dei prodotti alimentari, dove si è manifestato in dipendenza di una mutata distribuzione del reddito non soltanto all'interno ma anche all'estero, e dove sono state risentite le ripercussioni della politica agricola comunitaria.

In definitiva, nel corso del 1962 le autorità monetarie hanno orientato la propria politica avendo presenti da un lato l'aumento dei costi del lavoro per unità di prodotto riflessosi in un aumento dei prezzi, dall'altro la bilancia dei pagamenti eccedentaria nella prima parte dell'anno, deficitaria nell'ultima, nel complesso ancora eccedentaria. In queste condizioni esse non hanno immesso nell'economia liquidità sufficiente a finanziare la totalità del trasferimento dell'aumento dei costi sui prezzi: una quota parte di questo è stata compensata dal logoramento dei profitti. Ma hanno immesso liquidità sufficiente per impedire arresti in questo o in quel settore dell'attività produttiva, derivandone per altro un aumento della domanda interna in eccesso rispetto all'espansione dell'offerta interna e quindi il riassorbimento parziale dell'avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

Nel 1963 le autorità monetarie sono in presenza del persistere di tensioni nei prezzi, mentre la bilancia dei pagamenti presenta nelle partite correnti disavanzi, quasi interamente attribuibili alle importazioni di merci che aumentano secondo un saggio notevolmente maggiore di quello delle esportazioni. Non soltanto si avvertono i sintomi di una diminuita capacità competitiva sul mercato internazionale; ma anche di una aumentata capacità competitiva delle merci estere sul mercato interno. La larghezza del potere di acquisto disponibile ne agevola l'assorbimento. La comunicazione esistente fra il mercato interno e quello estero provoca la conseguenza che la liquidità interna defluisce verso i mercati internazionali.

Aggiungasi che il fenomeno della esportazione di capitali, manifestatosi nel 1962, si è aggravato nel corso del 1963. Quello dei movimenti di capitali costituisce un settore della bilancia dei pagamenti verso il quale non può non dirigersi la nostra attenzione. Convinti di ciò, ci siamo adoperati per seguire il fenomeno, come si riferisce nel corso della Relazione, così da fornire tutti gli elementi disponibili allo scopo di poter stimare i trasferimenti di capitali italiani all'estero effettuati al di fuori

delle autorizzazioni generali e particolari che disciplinano la materia.

Il complesso dei movimenti di capitali che incidono sulla bilancia dei pagamenti ha provocato, nel 1962, un disavanzo di 152 miliardi di lire, mentre nel 1961 aveva prodotto un avanzo di 43 miliardi di lire. Il disavanzo è stato integralmente compensato dall'avanzo delle partite correnti, cosicchè la bilancia dei pagamenti globale si è chiusa con un avanzo di 31 miliardi di lire. Se si considera per altro l'ultimo trimestre del 1962 e il primo trimestre del 1963 il saldo passivo delle partite correnti è stato di 125 miliardi; quello dei movimenti di capitale di 151 miliardi, cosicchè la bilancia dei pagamenti dei sei mesi si è chiusa con un disavanzo di 276 miliardi, il quale costituisce un grave peggioramento rispetto ai risultati relativi all'ultimo trimestre 1961 e al primo trimestre 1962, che avevano segnato nel complesso all'incirca un pareggio.

Al 31 marzo 1963 le disponibilità ufficiali in oro e valute convertibili ammontavano a 3.326 milioni di dollari; le riserve cosiddette di primo grado (riserve ufficiali più disponibilità nette della Banca d'Italia) e quelle di secondo grado (comprendenti la posizione netta sul Fondo monetario internazionale e il controvalore delle operazioni di riporto con banche centrali estere) ammontavano a 3.831 milioni di dollari. Le disponibilità ufficiali corrispondono a circa 7 mesi di importazioni, mentre le riserve di primo e di secondo grado corrispondono a circa 8 mesi.

Tuttavia il giudizio sull'adeguatezza delle nostre disponibilità ufficiali deve essere espresso anche con riferimento al livello della liquidità interna, perchè questo costituisce la misura della espansione potenziale della domanda interna alla quale non sarebbe possibile rispondere interamente con una equivalente espansione della offerta interna e che sarebbe suscettibile di riflettersi in un accrescimento del disavanzo della bilancia dei pagamenti. Quanto più è alto il livello della liquidità interna, tanto più alto deve essere quello della liquidità esterna, cioè delle disponibilità ufficiali: alla fine del 1962, il rapporto fra queste

ultime e le liquidità primarie risultava essere del 21 per cento, contro il 26 e il 25 per cento alla fine del 1960 e del 1961. Il deterioramento del rapporto restringe le possibilità di manovra delle autorità monetarie sia sul piano interno, sia su quello esterno con speciale riferimento agli aiuti ai paesi sottosviluppati.

Il contributo dell'Italia ai paesi sottosviluppati, ammontante lo scorso anno a 352 milioni di dollari, contro 239 milioni nel 1961, cioè, all'uno per cento circa del reddito nazionale lordo, è più che adeguato tenuto conto dell'elevato fabbisogno interno di risparmio. Uno sforzo maggiore presuppone una coordinazione razionale degli aiuti, finora lungi dall'essere realizzata, una crescente multilateralizzazione dei metodi di erogazione, e un più stretto controllo sull'impiego che degli aiuti viene fatto dai paesi beneficiari. I confronti in sede internazionale dei contributi dei principali paesi industrializzati, che taluni di questi invocano per sottolineare l'importanza dei rispettivi sforzi, continueranno ad essere scarsamente significativi nei limiti in cui l'aiuto sia erogato a beneficio di paesi ex coloniali o con i quali esistano particolari legami politici ed economici.

Anche in questa circostanza desideriamo sottolineare che l'aiuto ai paesi sottosviluppati è una responsabilità di governo e deve quindi trovare copertura finanziaria in appropriati stanziamenti di bilancio; il finanziamento con risorse monetarie non dovrebbe concepirsi nemmeno a titolo transitorio in attesa della copertura stessa.

Per quanto concerne più specialmente i problemi della liquidità internazionale nel periodo breve, problemi che si identificano con quelli del sostegno delle monete di riserva, è evidente che ai paesi emittenti di esse incombe la responsabilità di raggiungere al più presto un duraturo equilibrio dei pagamenti esterni e di contenerne il disavanzo entro limiti compatibili con la disposizione del resto del mondo a detenere le monete stesse. Gli altri hanno evidentemente l'obbligo di perseguire una politica di buon creditore, che tuttavia in nessun caso può essere

configurato come un impegno illimitato. Nel periodo in cui la bilancia dei pagamenti era eccedentaria, l'Italia ha pienamente assunto le anzidette responsabilità, concorrendo ad erigere efficaci difese del sistema monetario internazionale in seno al Fondo monetario internazionale, all'Accordo monetario europeo e nel quadro degli accordi con il Sistema della riserva federale e con la Tesoreria degli Stati Uniti. L'ammontare di tali concorsi attuali o potenziali è dell'ordine di grandezza di oltre un miliardo di dollari.

Il complesso delle difese apprestate in sede internazionale è ampiamente sufficiente per finanziare le occorrenze dei paesi a moneta di riserva nel prossimo futuro. Non vi è alcuna urgenza di rafforzarle, almeno fino a quando esse non saranno state sperimentate, ma vi è quella di accrescerne l'efficacia attraverso la definizione, fra i sei paesi della Comunità economica europea e nel più vasto ambito dei paesi industrializzati, di una politica comune in materia di composizione e di amministrazione delle riserve.

Nonostante l'importanza del contributo finora dato dal nostro paese alla soluzione del problema della liquidità internazionale nel periodo breve, riteniamo che, se un ulteriore sforzo dovesse essere ancora fatto in questa direzione, esso non potrebbe che assumere la forma di un aumento della nostra quota nel Fondo monetario internazionale. Il semplice raffronto con gli altri principali Paesi industrializzati mette infatti in evidenza che la nostra quota è del tutto inadeguata non soltanto all'importanza economica del paese, ma anche agli impegni sottoscritti in sede di risorse supplementari. L'aumento della quota appare inoltre indispensabile per ricostituire le disponibilità in lire del Fondo ormai ridotte al livello di saldi di esercizio. Non bisogna infine trascurare la possibilità futura, data la inversione del saldo della bilancia dei pagamenti, di un ricorso al Fondo monetario internazionale, dove le possibilità di prelievo si commisurano alla dimensione della quota.

Il governo della liquidità e la distribuzione di essa tra i diversi settori

Nel 1962 le operazioni effettuate dal Tesoro e dalla Banca d'Italia hanno comportato creazione di liquidità per 591 miliardi di lire; essa ha consentito di finanziare l'aumento della liquidità dell'economia sotto forma di biglietti e monete nella misura di 390 miliardi, al netto delle giacenze di cassa degli enti emittenti e delle aziende di credito. La differenza ha finanziato per 171 miliardi l'incremento delle riserve obbligatorie delle aziende di credito e il residuo di 30 miliardi ha rappresentato la variazione della loro liquidità.

Alla immissione di liquidità nel sistema bancario ha fatto riscontro un aumento di liquidità del pubblico, sia sotto forma di depositi, sia sotto forma di biglietti e monete. Notoriamente il processo di creazione del credito che mette capo all'aumento dei depositi presso il sistema bancario può svolgersi entro i limiti nei quali il sistema stesso disponga di liquidità sufficiente per effettuare versamenti nei conti nei quali sono amministrate le riserve obbligatorie, nonchè di quella giudicata necessaria alla condotta equilibrata delle operazioni.

L'aumento dei crediti, degli altri investimenti, e il correlativo aumento dei depositi hanno richiesto nel 1962 versamenti da parte delle aziende di credito nei conti delle riserve obbligatorie per circa 397 miliardi di lire. Nella misura di 226 miliardi sono derivati dalla riduzione delle preesistenti riserve obbligatorie; la differenza è stata fornita da operazioni attive compiute dalla Banca d'Italia con le aziende di credito. L'effetto finale è stato il richiamato aumento della liquidità del sistema, pari a 30 miliardi di lire.

Le operazioni del Tesoro con la Banca d'Italia, del Tesoro con il mercato, della Banca d'Italia sui titoli pubblici, nonchè quelle degli enti che effettuano operazioni per conto del Tesoro,

cioè raccolgono fondi da versare nei conti che il Tesoro intrattiene con la Banca d'Italia, sono state combinate fra loro e con le altre operazioni dell'istituto di emissione, in maniera da commisurarne l'effetto complessivo sulla liquidità alle occorrenze nascenti dagli orientamenti di politica che siamo venuti delineando.

Ovviamente, la possibilità di attuare combinazioni appropriate delle diverse operazioni di Tesoreria dipende dalle dimensioni dell'avanzo o del disavanzo relativo alle operazioni di bilancio; se tali dimensioni non sono compatibili con le occorrenze derivanti dall'amministrazione della liquidità dell'economia, riesce arduo compiere un complesso di operazioni di Tesoreria le quali si adeguino elasticamente alle esigenze della politica monetaria.

Le riscossioni e i pagamenti relativi alla gestione di bilancio sono stati finora di un ammontare che ha consentito di contenere il disavanzo di tesoreria entro i limiti nei quali è riuscito possibile effettuare il finanziamento mediante operazioni che, combinate con quelle delle aziende autonome, sono risultate contenute in proporzioni corrispondenti alla esigenza di adeguare la liquidità dell'economia alle occorrenze stabilite dalle autorità monetarie. La non improbabile dilatazione del disavanzo di tesoreria potrebbe per altro creare ostacoli all'attuazione di questa manovra; in tal caso, ci si dovrebbe proporre il problema dell'entità del disavanzo e della natura dei titoli con i quali effettuare il finanziamento e potrebbe divenire necessario ricorrere alla copertura del disavanzo mediante collocamento di titoli nel mercato dei capitali.

Durante il 1962 la composizione dei debiti dello Stato si è modificata rispetto a quella dell'anno precedente, per effetto della maggiore incidenza dei modi di finanziamento che creano liquidità per il sistema bancario; la proporzione dei debiti a lungo termine è diminuita dal 32 al 29 per cento, mentre quella dei debiti a breve termine verso la Banca d'Italia è aumentata dal 13

al 16 per cento. L'incidenza dei buoni ordinari del Tesoro è diminuita, ed è aumentata quella della raccolta dell'amministrazione postale; ma, in contropartita della raccolta stessa, sono state effettuate operazioni di impiego che hanno mantenuto la Cassa depositi e prestiti in posizione neutrale.

Il nuovo sistema di finanziamento del Tesoro basato su emissioni mensili di buoni ordinari commisurate alle occorrenze di cassa della Tesoreria ha dato risultati soddisfacenti. Il Tesoro ha determinato le emissioni in maniera da riassorbire quasi integralmente l'eccedenza creditoria sul proprio conto corrente presso la Banca d'Italia. Così facendo esso ha rettamente operato: quando le operazioni di Tesoreria siano mantenute fra loro e nei confronti delle occorrenze della cassa in proporzione conveniente, l'effetto dovrebbe essere quello di conservare il saldo del conto corrente del Tesoro presso la Banca d'Italia in prossimità dello zero. Quando esso presenti delle disponibilità a credito del Tesoro alle quali corrisponda una circolazione di buoni ordinari, la conseguenza è un maggior onere di interessi per il Tesoro medesimo.

Possono verificarsi difficoltà nel caso in cui le occorrenze di cassa della Tesoreria richiedano emissioni di entità eccedente la capacità di assorbimento del sistema bancario. Abbiamo presente che questa è influenzata dalla nostra politica; ovviamente, effettuando immissioni di liquidità nel sistema bancario, è sempre possibile innalzarne la capacità di assorbimento al livello necessario affinché le progettate emissioni siano sottoscritte. Ma, qualora il loro collocamento riuscisse possibile soltanto alla condizione che si procedesse ad una creazione di liquidità superiore ai bisogni dell'economia in regime di prezzi stabili, simile situazione sarebbe la indicazione non equivoca che il finanziamento delle occorrenze di tesoreria avviene con mezzi inflazionistici.

Quando le emissioni di buoni ordinari del Tesoro avessero a eccedere le capacità di assorbimento del sistema bancario, dato un certo livello di liquidità, e ammesso che questo sia stato corret-

tamente determinato dalle autorità monetarie cosicchè ripugni loro di aumentarlo, l'istituto di emissione ha la facoltà di sottoscrivere o meno la quota non assunta dal mercato. Qualora esso non la eserciti, e una quota di buoni ordinari del tesoro rimanga non sottoscritta, il Tesoro sarà costretto ad effettuare prelievi sul conto corrente per i servizi di tesoreria, manifestando chiaramente che le proprie occorrenze sono finanziate con mezzi monetari. Ciò non accadrà se, attraverso la collaborazione Tesoro-istituto di emissione, si procederà tempestivamente al finanziamento delle occorrenze del Tesoro con titoli del debito pubblico patrimoniale.

In questo caso le esigenze della Tesoreria statale entreranno in concorrenza con quelle di finanziamento della produzione: si porrà un problema in termini di risorse reali. Occorrerà decidere se i fabbisogni della Tesoreria statale siano oppur no compatibili con la esecuzione della molteplicità degli altri programmi, pubblici e privati, i quali attingono al mercato dei capitali i mezzi di provvista.

Un conflitto del genere fra le esigenze di finanziamento della Tesoreria statale e quelle di finanziamento della produzione si è delineato all'interno degli istituti speciali di credito mobiliare. Il ricorso del Tesoro al mercato con la interposizione di questi istituti, in casi come quello del « Piano Verde », provoca la conseguenza che la proporzione dei mutui al Tesoro sul totale dei mutui in essere di questi istituti tende ad aumentare. Poichè le dimensioni del mercato sono relativamente rigide e la quota di esso che gli istituti speciali di credito mobiliare riescono ad acquisire con le proprie emissioni non appare suscettibile di grandi variazioni, sembra evidente che la estensione del finanziamento al Tesoro attraverso gli istituti speciali avviene a scapito delle esigenze delle imprese produttive.

Nel 1962 le operazioni con il settore estero hanno comportato un'eccedenza di acquisti su vendite di valute estere da parte della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi per 308

miliardi di lire. Mentre nel 1961 la quasi totalità della creazione di liquidità del settore era stata provocata dal finanziamento, da parte della Banca e dell'Ufficio, delle eccedenze di acquisti su cessioni di valute estere corrispondenti al saldo della bilancia dei pagamenti, nel 1962, su 308 miliardi di lire erogati dall'istituto di emissione 269 corrispondono alla costituzione di una posizione debitoria netta delle aziende di credito verso l'estero, che ha potuto formarsi a causa della facoltà loro concessa con i provvedimenti dell'ottobre scorso. L'esercizio di questa facoltà nei mesi di novembre e dicembre ha prodotto l'effetto che le aziende di credito hanno attinto liquidità all'estero per 320 miliardi.

Il ristabilimento del collegamento tra il mercato monetario interno e quello esterno si inserisce in un complesso di misure sulle quali abbiamo riferito in diverse occasioni. In questa circostanza ci limitiamo ad osservare che la formazione in Italia di un mercato monetario nel quale si collocano quantità determinate di buoni del tesoro a prezzi variabili non poteva non produrre, come in fatto ha prodotto, dopo i movimenti di assestamento verificatisi all'indomani del provvedimento, il succedersi di afflussi e deflussi di valute estere. Le aziende di credito hanno iniziato ad amministrare la propria tesoreria in lire e in valute estere, considerandola come una unica entità. La preferenza per buoni del tesoro nazionali o esteri o per altri titoli del mercato monetario internazionale deriva, fra l'altro, dal confronto dei saggi di interesse applicati nei diversi mercati.

E' stato espresso il dubbio che l'avvenuta ricongiunzione del mercato interno con quello estero abbia sottratto al nostro controllo una delle componenti della liquidità interna. Rispondiamo che un correttivo potrebbe risiedere nel meccanismo dei saggi di interesse variabili di recente istituzione. Aggiungiamo che riuscirebbe sempre possibile, all'occorrenza, ristabilire la separazione fra i due mercati; attueremmo un simile provvedimento con riluttanza, perchè crediamo necessario educare noi stessi ad effettuare il governo della liquidità interna, senza che

esso implichi interruzione del processo di integrazione della nostra economia nella economia internazionale. Potremmo tuttavia disciplinare le condizioni della provvista all'estero da parte delle aziende di credito, come abbiamo disciplinato i rapporti reciproci fra di esse all'interno.

Grazie alla liquidità fornita dalla Banca d'Italia e dall'Ufficio italiano dei cambi, il sistema bancario ha potuto espandere gli impieghi sul mercato interno e gli investimenti in titoli in misura superiore a quella dell'anno precedente e quindi ha contribuito a provocare una correlativa espansione delle disponibilità liquide del pubblico. L'aumento dei crediti al mercato interno, avvenuto quasi esclusivamente ad opera delle aziende di credito, è stato di 1.835 miliardi nel 1962 contro 1.391 miliardi nel 1961; se ad esso si aggiunge l'aumento dei crediti all'estero e al Tesoro si ottiene l'aumento totale dei crediti a breve termine di 2.014 miliardi. Di contro ad esso l'aumento delle disponibilità liquide è stato di 2.712 miliardi; l'eccedenza delle disponibilità liquide sui crediti al mercato interno è stata di 877 miliardi, ed è costituita in massima parte dalle disponibilità formatesi a fronte di investimenti in titoli. Attraverso questo canale le disponibilità liquide sono state trasferite al mercato dei capitali, supplendo alla riluttanza da parte del pubblico a sottoscrivere integralmente i valori mobiliari che vi sono stati offerti. L'aumento della eccedenza delle disponibilità liquide sui crediti al mercato interno, cioè della liquidità netta del pubblico, si è distribuito assai disugualmente fra i diversi settori: mentre la liquidità netta delle grandi imprese è fortemente diminuita, quella delle medie e piccole imprese e degli individui è aumentata, come una nuova rilevazione inclusa nella Relazione consente di determinare. Tale rilevazione, riferita all'80 per cento del totale delle disponibilità liquide, dimostra che le disponibilità nette delle grandi imprese sono diminuite di 440 miliardi mentre quelle delle altre imprese e degli individui sono aumentate di 690 miliardi.

Allo scopo di accrescere le nostre conoscenze intorno ai flussi monetari, abbiamo creduto opportuno di isolare un complesso di cinquecento principali enti e società aventi fatturato presumibilmente superiore a 1.500 milioni di lire annue, o, in assenza di informazioni sull'entità del fatturato, aventi un valore degli impianti di entità tale da poter essere considerato corrispondente ad un fatturato di quell'ordine di grandezza. Gli enti e le società a partecipazione statale sono stati inclusi indipendentemente dall'ammontare del fatturato. Il ricorso a fonti di finanziamento esterne da parte di questo gruppo è stato di 779 miliardi nel 1961 e di 1.329 nel 1962, di cui 663 affluti agli enti e società a partecipazione statale e 666 alle principali società private. Il divario tra le cifre globali nei due anni misura le conseguenze derivanti dalle minori disponibilità di mezzi interni di finanziamento, in presenza di un programma di investimenti assai sostenuto. Nel 1962 i maggiori aumenti dell'indebitamento netto si sono verificati nei settori della chimica, degli oli minerali e dell'energia elettrica.

Un aumento così imponente delle occorrenze di mezzi provenienti dall'esterno ha coinciso con un profondo mutamento delle fonti alle quali i mezzi sono stati attinti: mentre nel 1961 la quota fornita dalle aziende di credito sul totale dei mezzi attinti a fonti esterne è stata del 19 per cento, nel 1962 essa è salita al 33 per cento.

L'esposizione debitoria netta degli enti e società a partecipazione statale verso le aziende di credito e i loro istituti centrali è passata da 524 miliardi nel 1961 a 719 miliardi nel 1962; quella delle principali società private da 257 a 502.

Dall'esame delle cifre classificate per categorie di attività economica si deducono le seguenti constatazioni:

- 1) a determinare l'aumento nel 1962 dell'indebitamento netto delle principali società private verso il sistema bancario hanno contribuito ad un tempo la difficoltà di effettuare collocamenti di valori mobiliari, la contrazione degli autofinanziamenti e i pagamenti di debiti delle imprese elettriche verso

le capogruppo. I settori nei quali il fenomeno ha assunto le proporzioni di gran lunga maggiori sono quello elettrico e quello chimico, il quale, pur avendo effettuato collocamenti di valori mobiliari, non ha potuto commisurarli alle occorrenze di finanziamento degli impianti in costruzione. In questi due settori sono concentrati i due terzi dell'aumento dell'indebitamento netto delle principali società private. Non sembra esservi dubbio che, quando le condizioni del mercato lo consentano, l'ENEL, che è succeduto nelle posizioni debitorie delle imprese trasferite, debba consolidare il proprio indebitamento;

- 2) fra gli enti e le società a partecipazione statale i maggiori aumenti dei crediti bancari si sono verificati nel settore degli idrocarburi, in seguito all'attuazione di programmi predisposti negli anni precedenti;
- 3) l'eccezionale aumento dell'indebitamento dei principali enti e società sia privati sia a partecipazione statale non ha trovato contropartita integrale nell'aumento del valore degli investimenti in capitali fissi e circolanti; la differenza è servita al finanziamento di crediti all'esportazione, al quale soltanto in parte hanno provveduto gli istituti di credito mobiliare: su un totale di 269 miliardi di crediti in essere al 31 dicembre 1962, quelli finanziati dagli istituti speciali erano infatti di 110 miliardi. La stessa differenza ha fornito i mezzi per gli acquisti, da parte di società finanziarie, di azioni delle controllate: la accresciuta propensione alla liquidità da parte del pubblico ha concorso a provocare l'espansione del credito bancario alle grandi società, le quali, attraverso gli interventi effettuati nel mercato dei valori mobiliari, ne hanno trasferito il ricavo agli azionisti desiderosi di cedere le azioni possedute.

L'esame della struttura dell'indebitamento verso il sistema creditizio delle imprese grandi e di quelle medie e piccole, di quelle comprese nel settore pubblico e di quelle del settore privato, e

delle modificazioni da esso subite nel corso del 1961 e del 1962 offre occasione per alcune considerazioni :

- a) se l'indebitamento netto verso le aziende di credito si pone in rapporto con il fatturato, si rileva che tale rapporto è per gli enti e società a partecipazione statale maggiore che per le principali società private; queste ultime, sebbene la loro posizione debitoria netta nel 1962 sia divenuta circa doppia di quella del 1961, continuano ad essere scarsamente dipendenti dal credito bancario; alcune di esse, ad esempio quelle del settore meccanico, anche nel 1962 hanno mantenuto una posizione creditoria netta verso le aziende di credito;
- b) la posizione debitoria netta verso le aziende di credito degli enti e società a partecipazione statale in alcuni casi ha assunto dimensioni che non possono non richiedere l'esame più attento; sia sufficiente considerare che l'ammontare dei debiti netti degli enti e società a partecipazione statale operanti nel settore degli oli minerali ha subito nel 1962 un aumento del 35 per cento. Se ad essi si aggiungono i crediti concessi dagli istituti speciali direttamente e indirettamente, per finanziare esportazioni con pagamento differito, sembra si debba concludere che le dimensioni dell'indebitamento esigono il coordinamento dei programmi di questo settore con quelli degli altri settori;
- c) l'indebitamento degli enti e delle società a partecipazione statale si concentra negli istituti di credito di diritto pubblico e nelle banche di interesse nazionale; ma nel 1962 gli aumenti di gran lunga più cospicui si sono verificati presso le banche di credito ordinario e presso le banche popolari; riferiti all'indebitamento netto, essi sono stati rispettivamente del 113 e del 64 per cento.

Tutte le categorie di aziende che compongono il sistema bancario tendono impropriamente a considerare i crediti agli enti

e società a partecipazione statale come crediti allo Stato, sotto il profilo della valutazione del rischio; l'atteggiamento sembra essersi accentuato nel settore delle aziende di credito a struttura privatistica. La facilità di accesso al credito bancario ha contribuito ad indurre alcuni enti e società a partecipazione statale a fare assegnamento su di esso oltre la misura compatibile con l'esigenza di equilibrare opportunamente fra di loro le diverse fonti di finanziamento; di tali problemi è stato investito il Comitato interministeriale per il credito.

Se il nostro esame si estende agli istituti speciali di credito mobiliare, esso suggerisce conclusioni confortanti quanto alla distribuzione dei finanziamenti in essere. Poichè l'attività di questi istituti si estrinseca principalmente nel finanziamento di nuovi impianti, è evidente che la distribuzione delle loro operazioni fra i diversi comparti del sistema economico non può non influire nel determinarne la struttura.

Non sembra dubitabile che, se si intende condurre una politica che si manifesti in un rafforzamento delle imprese medie e piccole, occorre accrescere il volume di credito erogato a questa categoria di imprese, cioè diminuire quello erogato alle altre e al settore pubblico, commisurando i contributi di interessi ai capitali effettivamente destinabili a queste imprese, senza suscitare aspettative che potrebbero essere deluse.

La percentuale dei crediti amministrati dagli istituti speciali di credito mobiliare concernenti il settore delle imprese medie e piccole dal 29 per cento del 1960 è salito al 35 per cento del 1962; correlativamente quella dei crediti alle principali società del settore privato è discesa dal 23 al 19 per cento; è anche diminuita quella dei crediti al settore pubblico, la quale è stata rispettivamente del 48 e del 46 per cento. L'incremento medio dei crediti concessi nel 1962 è stato del 26 per cento; quello dei crediti alle medie e piccole imprese è stato del 33 per cento.

Mentre gli istituti speciali di credito mobiliare hanno aumentato in misura relativamente maggiore il credito alle imprese

medie e alle piccole, le aziende di credito, sotto la crescente pressione della domanda, sono state indotte a comportarsi in senso contrario. Le Casse di risparmio, dal canto loro, hanno diminuito la loro assistenza agli enti pubblici in corrispondenza di un aumento eccezionale di quella alle principali società private; l'aumento è stato dell'83 per cento. Poichè di solito questi crediti sono concessi nella forma di crediti in bianco, nella maggior parte dei casi devono essere autorizzati dalla Banca d'Italia: ciò che è accaduto a motivo delle condizioni del mercato dei capitali nel corso del 1962.

Nonostante le variazioni intervenute nel 1962 rispetto al 1961 nelle consistenze dei crediti ai diversi settori, si può affermare che le aziende di credito dirigono pur sempre la quota di gran lunga maggiore dei crediti nel settore nel quale operano innumerevoli imprese piccole e piccolissime, alcune delle quali affidate per importi di entità esigua. Questa diffusione è massima fra le banche popolari e le banche di credito ordinario; ancorchè queste ultime, come abbiamo precedentemente notato, abbiano subito l'attrazione degli enti e società a partecipazione statale ai quali hanno aumentato i crediti da 67 miliardi nel 1961 a 121 nel 1962. Ciò nonostante, l'ammontare dei crediti alle medie e piccole imprese in essere presso le banche di credito ordinario, pari a 1.878 miliardi, supera quelli in essere presso qualsiasi altra categoria di aziende di credito.

Spesso si discorre dell'influenza esercitata dal sistema bancario nell'indirizzare le attività produttive come se esso amministrasse soltanto una eccedenza di risparmi del settore personale, dimenticando i fondi che affluiscono al sistema medesimo dagli stessi rami produttivi utilizzatori del credito. Una corretta misurazione degli effetti che l'attività delle aziende di credito esercita deve basarsi sopra la valutazione dei flussi monetari da settore a settore; questi possono essere calcolati soltanto con riferimento alle variazioni delle posizioni nette di debito e di credito di ciascuno di essi. Mentre risulta possibile isolare il comparto delle grandi imprese, si incontrano difficoltà quando ci

si avvicina a quello ove operano le imprese medie e piccole nelle quali riesce arduo sceverare i rapporti dell'imprenditore in quanto tale da quelli dell'imprenditore in quanto capo famiglia; in questo ultimo settore si constata con maggiore frequenza l'alternarsi di posizioni di debito e di credito.

Aggiungasi che l'intreccio di rapporti di debito e credito che legano fra di loro le imprese rende difficile calcolare con esattezza la destinazione ultima dei mezzi che le aziende di credito abbiano somministrato a questa o a quella.

Nelle economie collettiviste alle imprese produttive comunque costituite è fatto divieto di intrattenere rapporti di debito e di credito tra di loro. Tutti i pagamenti, tutte le riscossioni devono aver luogo mediante disposizioni sulla banca centrale presso la quale sono concentrati i loro conti; pagamenti in biglietti di banca possono effettuarsi ai lavoratori dipendenti. La banca centrale misura con esattezza contabile i flussi monetari da settore a settore: sulla base del loro andamento accerta che la esecuzione del piano corrisponda ai tempi previsti. Il credito è concepito come lo strumento attraverso il quale le disponibilità monetarie sono fatte defluire dai settori temporaneamente eccedentari a quelli temporaneamente deficitari. Si esclude che esso possa influenzare l'orientamento degli investimenti, al finanziamento dei quali si provvede esclusivamente con risparmio pubblico ad opera delle amministrazioni statali.

Nonostante la profonda diversità esistente fra i nostri ordinamenti e quelli delle economie collettiviste, negli uni e negli altri il momento nel quale si determina l'orientamento degli investimenti si identifica con quello nel quale si provvedono i mezzi specificamente destinati ad essi; cioè, nei nostri ordinamenti: il momento nel quale si effettuano emissioni dei valori mobiliari o si concedono i crediti da parte degli istituti di credito mobiliare. In periodi di eccezione, quando il sistema bancario sia costretto ad estendere la sua azione verso il settore proprio di questi istituti, limitatamente alle operazioni aventi natura di crediti finanziari, anche l'intervento del sistema bancario è

influyente. Ma le funzioni fondamentali del sistema restano, da un lato, quella di organo creatore di moneta attraverso il quale le autorità monetarie regolano il livello dei mezzi di pagamento e dall'altro, quella di intermediazione intesa a spostare le liquidità dai settori eccedentari ai deficitari per le occorrenze di esercizio delle imprese.

La collaborazione fra le imprese e gli organi ai quali compete autorizzare le emissioni di valori mobiliari, fra esse e gli istituti speciali e fra questi e gli organi di controllo si è sviluppata in misura abbastanza ampia per permettere la coordinazione degli investimenti senza menomare le capacità di iniziativa degli imprenditori. Le imprese, soprattutto le maggiori, sono ormai adusate a fornire gli elementi necessari per discutere dei loro progetti di investimenti di lungo periodo e le autorizzazioni alle emissioni sono inquadrare in programmi di finanziamento approvati dagli organi di controllo dopo che abbiano acquisito conoscenze sufficienti sulle diverse fonti interne ed esterne dalle quali si derivano i mezzi finanziari. Gli organi di controllo si sono adoperati per equilibrare le diverse fonti di finanziamento; ciò nel 1962 è stato ostacolato dallo stato di necessità che ha costretto a tollerare che il ricorso al credito bancario avvenisse oltre i limiti desiderabili.

Fra le misure attraverso le quali si orientano gli investimenti meritano menzione i crediti agevolati, assistiti cioè da contributi di interessi decisi caso per caso da organi di governo. Concedendo o non concedendo il contributo, gli organi di governo possono esercitare una azione selettiva dei nuovi investimenti. Si consideri che sul totale dei finanziamenti in essere al 31 dicembre 1962 presso gli istituti di credito mobiliare quelli agevolati costituivano circa un terzo; la proporzione è più alta se riferita ai crediti accordati durante l'anno.

La coordinazione degli interventi della pubblica amministrazione diretti a stimolare lo sviluppo industriale di alcune zone probabilmente dimostrerà la necessità di riformare il sistema vigente degli incentivi, sostituendolo con un sistema uni-

tario nell'ambito del quale i singoli provvedimenti siano concepiti come parti di un tutto. Potrà apparire opportuno innovare rispetto all'attuale sistema basato prevalentemente sugli incentivi creditizi. Ma qualunque soluzione si accoglierà, le decisioni dalle quali dipende l'orientamento dello sviluppo industriale di questa o quella zona seguiranno ad essere di competenza degli organi dello Stato; spetterà agli istituti di credito, nel rispetto di quelle decisioni, giudicare autonomamente sull'attitudine delle imprese richiedenti i crediti ad effettuarne i rimborsi nei termini stabiliti.

L'orientamento degli investimenti ad opera degli organi di controllo del credito ha assunto manifestazioni di maggior rilievo attraverso l'indirizzo dell'attività degli istituti speciali di credito mobiliare e il suo coordinamento con la provvista di mezzi nel mercato dei capitali effettuata direttamente dalle imprese. Sono state definite più nettamente le direttive da osservarsi sotto il profilo territoriale e settoriale; nell'ambito di esse, gli istituti sono rimasti liberi di effettuare le operazioni di finanziamento secondo il loro giudizio autonomo. Sotto il profilo territoriale, i risultati conseguiti sembrano essere confortanti; la distribuzione dei nuovi finanziamenti concessi all'industria dagli istituti speciali di credito mobiliare nel 1962 è stata la seguente: 47 per cento alle regioni meridionali e insulari; 41 per cento alle regioni nord-occidentali; il resto alle regioni nord-orientali e centrali. L'aumento dei crediti alle regioni meridionali e insulari è stato del 52 per cento; quello dei crediti alle regioni nord-occidentali è stato del 30 per cento; gli aumenti nel 1961 furono del 27 e del 28 per cento; cioè i crediti alle industrie nelle regioni meridionali e insulari sono aumentati con un ritmo circa doppio di quello secondo il quale aumentarono nel 1961.

Anche nel settore dei servizi pubblici l'aumento dei crediti alle regioni meridionali e insulari è stato superiore a quello verificatosi nel resto del territorio nazionale: 24 per cento contro il 18 per cento di incremento medio nazionale.

Se i mutui concessi dagli istituti speciali di credito mobi-

liare si esaminano sotto il profilo della distribuzione per categorie di attività economiche, appare evidente il disegno seguito dagli organi di controllo: forte concentrazione dei crediti nel settore dei servizi pubblici e in special modo in quello dell'energia elettrica, nel quale le imprese dovevano continuare la esecuzione degli impianti in costruzione, senza che fosse loro possibile attingere mezzi direttamente al mercato; in quello dei servizi telefonici, anch'esso dipendente dal credito a causa della contrazione dei margini di autofinanziamento in presenza di tariffe rimaste immutate; in quello, infine, dei trasporti marittimi, con speciale riferimento alle costruzioni di navi da parte delle società esercenti le linee di preminente interesse nazionale. Gli altri settori nei quali si constata una forte dilatazione dei crediti sono quelli della meccanica, della metallurgia e della chimica; altri nei quali si rileva un notevole incremento dei crediti sono quello tessile, dove le imprese procedono con grande intensità alla rinnovazione degli impianti per fronteggiare le conseguenze derivanti dai forti aumenti del costo unitario della mano d'opera e quello degli alimentari, per effetto della costruzione di nuovi stabilimenti, anche in relazione con i programmi di valorizzazione dei prodotti del Mezzogiorno.

Anche la distribuzione territoriale dei mutui su beni urbani degli istituti per il credito fondiario ed edilizio presenta modificazioni meritevoli di essere sottolineate: nel 1962 gli aumenti relativi nell'Italia meridionale ed insulare hanno infatti superato quelli verificatisi nelle regioni centrali e settentrionali. Le punte massime sono state toccate in Sardegna, in Calabria, in Puglia e negli Abruzzi. La più forte concentrazione dei mutui ha continuato a manifestarsi nel Lazio e nella Lombardia, la partecipazione di tali regioni al totale dei mutui erogati essendo stata rispettivamente del 26 e del 28 per cento; a determinare questa concentrazione dei mutui concorrono soprattutto le città di Roma e di Milano.

Sebbene i mutui di credito fondiario erogati nel 1962 siano stati notevolmente più elevati di quelli del 1961, è diffusa la

credenza che essi siano diminuiti: in verità tale convincimento deriva dalla constatazione del profondo divario fra i mutui richiesti e quelli erogati. Al 31 dicembre il totale delle domande in essere presso gli istituti di credito fondiario in corso di istruttoria ammontava a 347 miliardi, quello delle domande istruite con parere favorevole a 240, quello delle domande che avevano dato luogo a contratti condizionati a 264. Appare evidente da queste cifre che il soddisfacimento totale delle domande avrebbe comportato grave sacrificio dei fabbisogni delle attività produttive.

Ancorchè non rientri nelle nostre responsabilità specifiche di prospettare e di analizzare l'insieme dei costi umani sempre più elevati che la mancanza di un razionale assetto urbanistico infligge alla comunità, e che ormai tendono a riflettersi negli stessi costi aziendali sotto le forme di maggiori salari, di contrazione degli orari di lavoro e di una minore efficienza al posto di lavoro, ci sembra doveroso sottolineare che i fenomeni locali di esaltazione dei valori fondiari, specialmente caratteristici delle grandi città, costituiscono motivo di preoccupazione sia per i loro effetti sulla distribuzione della ricchezza, sia per l'incidenza anche psicologica sull'equilibrio monetario. Ma senza la compiuta nozione delle linee di un piano degli insediamenti umani non sembra che gli organi di controllo del credito potrebbero arrogarsi il potere di decidere autonomamente di assetti nei quali si riflette una sintesi di scelte non ancora compiute.

Le occorrenze di mezzi da parte degli istituti esercenti il credito mobiliare e il credito fondiario sono aumentate più delle possibilità offerte dal mercato dei capitali; conseguentemente sono state soddisfatte mediante emissioni di valori mobiliari collocati presso il pubblico appena nella misura del 24 per cento nel 1962, mentre lo furono nella misura del 59 per cento l'anno precedente. Le aziende di credito e i loro istituti centrali di categoria hanno apportato agli istituti speciali 520 miliardi di nuovi mezzi, pari al 49 per cento del totale di quelli affluiti agli istituti in parola. Nel terzo trimestre dell'anno, la proporzione è stata del 56 per cento.

Ordinamento del mercato e struttura dei saggi di interesse

Le autorità monetarie hanno considerato l'opportunità di promuovere, nei limiti dei loro poteri, la creazione di una struttura di saggi di interesse atta a provocare una distribuzione delle disponibilità del pubblico più consona alla natura degli impieghi nei quali esse sono investite. Non occorre ripetere in questo luogo quali provvedimenti abbiamo attuato; essi hanno formato oggetto di dibattito con un gran numero di voi e alla loro esecuzione vi siete dedicati con impegno. Ci limiteremo ad esporre le motivazioni dei provvedimenti stessi e il metodo seguito nell'applicarli.

Nel determinare la struttura dei saggi di interesse, considerazioni attinenti alla preferenza per la liquidità da parte del pubblico non possono essere disgiunte da quelle relative alla liquidità dei diversi impieghi nei quali si investono le disponibilità monetarie; quest'ultima è soggetta all'influenza di fattori di lungo periodo. Principale fra essi: il processo di sviluppo in corso della nostra economia il quale, con il suo progredire, influenza tutti i settori del mercato, compreso quello finanziario.

Nei paesi economicamente e finanziariamente più avanzati, la evoluzione del mercato monetario e di quello finanziario e la connessa importanza crescente degli intermediari finanziari hanno avuto l'effetto di rendere più liquidi i vari elementi che compongono i patrimoni. Alla creazione, cioè, di varie categorie di titoli, che hanno un mercato più perfezionato dei beni reali rappresentati (immobili, impianti, macchine, ecc.), si è accompagnato un progresso costante nella negoziabilità dei titoli stessi, sino a pervenire a un accostamento tra i titoli del mercato monetario e quelli del mercato finanziario, costituenti la contropartita di investimenti di lunga durata.

La tendenza nelle società progredite ad investire quote maggiori dei patrimoni in titoli facilmente negoziabili ed aventi un grado crescente di liquidità pone problemi nuovi alla politica monetaria. La linea di demarcazione fra le attività liquide

e non liquide si attenua. L'importanza crescente dello « spettro delle liquidità » risponde alla esigenza sempre più avvertita di aumentare le scelte offerte ai risparmiatori; viceversa modificazioni nella preferenza per la liquidità da parte loro provocano variazioni nei prezzi dei titoli che, pur essendo facilmente negoziabili, non sono interamente liquidi. Poichè essi rappresentano quote sempre maggiori della ricchezza nazionale, le oscillazioni dei prezzi ai quali essi sono negoziati possono assumere dimensioni di ampiezza preoccupante. Onde l'esigenza di una politica dei saggi di interesse che risponda all'intento di contenere l'ampiezza delle oscillazioni.

L'analisi della struttura composita dei saggi di interesse a breve e a lungo termine, mentre chiarisce le relazioni tendenziali che tra essi intercorrono, nel senso ad esempio della maggiore variabilità e del livello normalmente inferiore dei primi rispetto ai secondi, ci avverte altresì dell'esigenza dell'adeguamento della struttura dei saggi al mutare delle condizioni di equilibrio del mercato.

Al nostro proposito di realizzare un sistema di saggi rispondente a determinati obiettivi di politica monetaria è stato pertanto estraneo qualsiasi intento di cristallizzare questo o quel livello, come pure ogni preferenza preconcepita verso una struttura determinata. Abbiamo, anzi, ritenuto opportuno procedere secondo un metodo empirico, accrescendo il numero delle nozioni derivabili dall'esperienza.

Tale metodo è definito dalle proposizioni seguenti:

- a) nel settore della raccolta a breve termine, nel quale i saggi di interesse si muovono con oscillazioni più accentuate di quanto accade nel settore della raccolta a lungo termine, la determinazione dei saggi continua ad essere affidata all'iniziativa delle aziende di credito. Tale atteggiamento sta chiaramente ad indicare che, nelle condizioni attuali, le autorità monetarie non si considerano munite di conoscenze sufficienti per sostituirsi al mercato con provvedimenti di imperio e

preferiscono fare assegnamento sulla esperienza delle aziende di credito, nel convincimento che essa sia più ricca di ammaestramenti di quella degli organi centrali in quanto acquisita con immediatezza attraverso il quotidiano contatto diretto con il mercato medesimo. Le autorità verificano se i saggi determinati dalle aziende di credito corrispondono a quelli che esse reputano convenienti ai fini della politica seguita. Nei limiti nei quali vi siate accordati su una determinata struttura di saggi e nei limiti in cui essa appaia alle autorità monetarie congrua rispetto ai fini anzidetti, le autorità monetarie vi chiedono di osservarla e, in quanto vi sembri superata dagli eventi, di proporle delle modificazioni;

- b) nel settore della raccolta a medio e lungo termine, i saggi di interesse, notoriamente soggetti a oscillazioni meno frequenti, sono determinati con l'intervento diretto delle autorità monetarie; specialmente per quanto concerne le operazioni a lungo termine, quando si compiano nella forma di emissioni obbligazionarie. Il saggio di interesse e le altre condizioni, e quindi i rendimenti effettivi dei titoli, vengono concordati di volta in volta con la Banca d'Italia; tenendo conto, ovviamente, delle condizioni in essere e prospettive del mercato dei capitali, nonché di quelle del collegato mercato monetario;
- c) la struttura dei saggi d'interesse risultante da quelli attualmente stabiliti dall'accordo interbancario e da quelli stabiliti dalle autorità monetarie all'atto delle autorizzazioni per le emissioni di valori mobiliari sembra corrispondere, nel momento presente, alla esigenza di promuovere una distribuzione delle disponibilità del pubblico fra il deposito di esse presso le aziende di credito e la sottoscrizione di valori mobiliari adeguata al governo della liquidità effettuato dalle autorità monetarie.

Dipende naturalmente dalla condotta di queste autorità, e in particolare dalla liquidità che il Tesoro e la Banca d'Italia immettono nel sistema, l'espansione dei depositi bancari. Le aziende

di credito, infatti, tenute ad osservare certe relazioni fra l'entità dei depositi del pubblico e quella dei depositi vincolati a titolo di riserve obbligatorie, non sono arbitre di determinare il volume del credito e quindi l'ammontare delle disponibilità monetarie che ne costituiscono la contropartita. Tuttavia, quando le aziende di credito innalzano i saggi di interesse corrisposti sui depositi e conseguentemente stimolano la preferenza del pubblico per la conservazione di una più alta aliquota dei propri patrimoni in forma liquida, esse determinano nel breve periodo un movimento in direzione parallela nei saggi di interesse applicati sulle obbligazioni; cioè ne deprimono le quotazioni. Ciò può costringere le autorità monetarie ad intervenire, direttamente o indirettamente, per sostenerne i corsi, anche in relazione con l'esigenza di assicurare il finanziamento del Tesoro a condizioni che esso giudichi accettabili. In tal modo le autorità monetarie vengono indotte ad effettuare creazioni di liquidità oltre i limiti che esse reputano desiderabili. Ne segue che un governo efficiente della liquidità non può andare disgiunto da interventi che assicurino il mantenimento di una struttura equilibrata di saggi di interesse.

Con questa espressione intendiamo quella struttura nella quale si concilino due esigenze: da un lato, impedire che i saggi di interesse sulla raccolta a breve termine si innalzino in misura tale da provocare aumenti di quelli applicabili sulla raccolta a lungo termine; dall'altro, evitare che essi si abbassino oltre certi limiti, con la conseguenza di sospingere una parte delle disponibilità monetarie fuori del sistema bancario verso forme di raccolta meno assoggettabili al controllo delle autorità.

L'osservanza dei saggi di interesse costituenti la struttura approvata dalle autorità monetarie non esclude affatto che le aziende di credito possano continuare ad essere l'anello di congiunzione fra l'istituto di emissione e il mercato dei capitali. Da quando titoli di stato non soltanto a breve, ma anche a lungo termine, e titoli di istituzioni parastatali hanno fatto ingresso in misura non indifferente nei portafogli bancari, tale

funzione di collegamento viene esercitata anche nei paesi nei quali l'ortodossia bancaria ebbe origine. Ma questa funzione cesserebbe di essere esercitata nell'interesse generale se le aziende di credito, in contrasto con le norme attraverso le quali si realizza una determinata struttura di saggi di interesse, invadessero la sfera propria degli istituti speciali, con l'attrarre presso di sé disponibilità che altrimenti si sarebbero dirette a quegli istituti sotto forma di sottoscrizioni di obbligazioni.

Quanto più le aziende di credito concentrano presso di sé disponibilità monetarie che avrebbero dovuto irradiarsi nel sistema produttivo attraverso una molteplicità di canali e quanto più si spingono a finanziare la costituzione di nuove immobilizzazioni specialmente da parte delle grandi imprese, tanto più possono divenire necessari adeguati controlli. La disposizione con la quale il Comitato del credito ha attribuito alla Banca d'Italia il potere di imporre a singole aziende di credito o a gruppi di esse la costituzione di speciali riserve di liquidità, quando ci si convincesse di distorsioni nella raccolta delle disponibilità del pubblico, è la conseguenza di queste affermazioni.

E' appena il caso di sottolineare che altre condizioni devono concorrere perchè si assicuri normalità di funzionamento al mercato dei capitali: in special modo il collocamento di obbligazioni presso il pubblico può avvenire alla condizione che esso abbia il convincimento che nel corso del tempo il potere di acquisto dell'unità monetaria sarà mantenuto. Aggiungasi che occorre si conduca una politica la quale offra ragionevole certezza che non si attuino provvedimenti attraverso i quali improvvisi mutamenti nella composizione qualitativa dei titoli che si negoziano nel mercato possano accrescere grandemente l'offerta di taluno fra essi, causandone il deprezzamento.

La soluzione accolta in Italia nell'attuazione della nazionalizzazione dell'industria elettrica riflette la preoccupazione di circoscrivere le conseguenze sopra il mercato dei capitali che sarebbero derivate dall'improvviso mutamento qualitativo di

una alta quota dei titoli azionari che vi si trattano. Le società alle quali appartenevano le imprese elettriche sono state mantenute in essere: gli indennizzi saranno corrisposti alle stesse società; la corresponsione avverrà in dieci annualità; potranno essere mobilitati presso istituti di credito da parte di società che desiderino accelerarne l'impiego in investimenti produttivi. Ovviamente questa soluzione non ha impedito che il mercato risentisse della profonda trasformazione verificatasi nel contenuto delle azioni elettriche; ma le conseguenze sono state meno gravi di quelle che si sarebbero prodotte se si fosse proceduto alla liquidazione immediata degli indennizzi con titoli obbligazionari.

Le caratteristiche dei provvedimenti attraverso i quali si è data attuazione alla nazionalizzazione della industria elettrica hanno costituito oggetto di ampi dibattiti. In questo luogo ci si limita ad osservare che essi sono stati ispirati all'esigenza di consentire alle autorità monetarie di non perdere il controllo del mercato. Infatti: la liquidazione degli indennizzi in dieci anni permette che la provvista dei mezzi necessari si compia nel mercato dei capitali senza alterarne gravemente l'equilibrio; l'eventuale mobilitazione degli indennizzi stessi presso istituti speciali, se da un lato consente ai titolari di essi di anticiparne la riscossione, dall'altro non esclude che le autorità monetarie mantengano queste operazioni nei limiti compatibili con l'equilibrio del mercato; la facoltà concessa all'ENEL di effettuare emissioni di obbligazioni accettando azioni elettriche in sottoscrizione delle stesse pone gli azionisti in grado di convertire azioni in obbligazioni, ma consente alle autorità monetarie di regolarne l'offerta.

Circa l'eventuale ricorso alle emissioni di obbligazioni cosiddette indicizzate, è da osservare che si tratta di esperienze già compiute all'estero e con risultati non soddisfacenti. Anche a voler prescindere, comunque, da tali esperienze, crediamo necessario rappresentare le seguenti preoccupazioni:

- a) l'indicizzazione riferita a quantità prodotte, prezzi del prodotto, ricavi lordi, margini di profitto, ecc., è attuabile limitatamente alle obbligazioni emesse da parte di enti i quali svolgano un'attività produttiva; non sembra estensibile alle obbligazioni emesse per l'esecuzione di quel complesso di investimenti pubblici che non riesce possibile finanziare mediante avanzi di bilancio. Si crede attuabile una politica finanziaria basata sulla coesistenza nel medesimo mercato di due categorie di obbligazioni? Non sarebbe la conseguenza quella di accrescere il costo della provvista eseguita con emissioni di obbligazioni non indicizzate?
- b) una delle conseguenze potrebbe essere quella di sospingere alla indicizzazione anche le obbligazioni emesse da enti statali o parastatali che, per l'attività svolta, si trovano nella impossibilità di assumere le produzioni ed i loro prezzi come parametri. In questo caso la indicizzazione potrebbe riferirsi soltanto al livello generale dei prezzi o ad altri parametri sulla base dei quali si misura il potere di acquisto della moneta. Se ciò si facesse sembra che sarebbe necessario estendere la soluzione anche ai titoli di stato. La conseguenza sarebbe quella di ampliare le dimensioni del mercato, o non invece quella di accrescere il costo della provvista degli ingenti capitali che lo Stato dovrà acquisire direttamente o indirettamente?

Convinti, per altro, della necessità di accrescere la varietà dei titoli offerti al pubblico, creandone di nuovi adatti a incontrarne le preferenze, abbiamo creduto di modificare l'atteggiamento mantenuto in passato nei confronti delle obbligazioni dette convertibili ed abbiamo autorizzato una emissione di obbligazioni della specie da parte della Finsider. Questa società aveva effettuato interventi in sostegno delle azioni delle controllate, ottenendo l'effetto di limitare l'ampiezza delle oscillazioni delle quotazioni

di esse e di contribuire alla stabilità del mercato in generale. Mediante l'emissione di obbligazioni convertibili la società otterrà dal mercato i mezzi precedentemente immessi per acquistare le azioni, nonché altri per il finanziamento dei programmi degli investimenti in corso. Al pubblico sarà offerto un titolo che costituisce un ponte fra il momento attuale e un momento futuro nel quale esso preferisca le azioni.

Concludendo, il mercato finanziario costituisce un sistema integrato; quanto più esso si perfeziona, tanto più crescono le interdipendenze fra i suoi comparti. Di fronte a situazioni, occasionali o durevoli, che impediscano alle imprese di attingere nella misura abituale all'autofinanziamento, esse divengono più dipendenti dal mercato dei capitali; se questo non è in grado di fornire i mezzi necessari, possono essere costrette ad attingerli al credito bancario. Ma è evidente che ciò non può continuare indefinitamente senza pericolo per la preservazione di un assetto creditizio corrispondente ad una politica la quale abbia per obiettivo il mantenimento della stabilità della moneta.

I problemi dell'immediato futuro

Abbiamo prospettato alcuni dei problemi di breve periodo; lo abbiamo fatto nel convincimento che ad essi debba rivolgersi in linea principale l'attenzione dell'istituto di emissione. Alcuni di essi presentano carattere di urgenza: se non si procedesse risolutamente all'adozione tempestiva di politiche idonee a risolverli, la stessa impostazione di quelli di lungo periodo subirebbe pregiudizio. Le forze che cospirano all'aumento dei prezzi; il disavanzo della bilancia dei pagamenti; la pressione esercitata sopra il mercato dei capitali dal convergere di domande dal settore pubblico e dal privato, per finanziamenti di investimenti interni ed esterni e di esportazioni con pagamento diffe-

rito, sono problemi urgenti alla soluzione dei quali conviene ci si dedichi nell'immediato futuro.

Nel corso della Relazione sono state esposte le cause che hanno contribuito a provocare rialzi di prezzi, in alcuni casi eccedenti quelli verificatisi nei principali paesi industrializzati. La molteplicità degli elementi esposti risponde alla preoccupazione di non indulgere ad interpretazioni parziali del fenomeno; forse essa disorienta l'interprete degli accadimenti del recente passato, ostacolando lo sceverare della varietà delle cause e degli intrecci fra di esse per individuare quelle alle quali conviene attribuire il peso maggiore. Crediamo essere nostro dovere riaffermare che, fra le cause, quella alla quale deve essere attribuito il peso maggiore è stata e continua ad essere l'aumento dei livelli retributivi manifestatosi in misura eccedente l'aumento della produttività media del sistema economico.

Il problema delle relazioni fra produttività, salari, costi, prezzi propone soluzioni le quali interessano parimenti il lungo e il breve periodo: invero, l'accrescimento del reddito nazionale di un ordine di grandezza conforme agli obiettivi della politica economica, la sua destinazione agli investimenti e ai consumi, osservando proporzioni conformi alle esigenze della eliminazione degli squilibri esistenti, è inattuabile se non si accetta che il saggio di incremento dei consumi privati risulti inferiore a quello di aumento del reddito nazionale in termini reali; ciò se si intendono aumentare le applicazioni di capitali e specialmente quelle a produttività differita, tipiche dei settori che interessano i servizi sociali.

Abbiamo precedentemente affermato che l'aumento dei costi non si è trasferito integralmente sui prezzi: una quota parte di esso è stata assorbita nei profitti. Il problema del momento è quello di attuare un processo di riaggiustamento di costi e prezzi sulla base di nuovi equilibri che consentano di tutelare la posizione di competitività internazionale della nostra economia. Occorre tuttavia sottolineare che gli effetti di aumenti dei livelli retributivi eccessivi rispetto alla produttività media del sistema

economico nel suo insieme non possono essere corretti dal movimento dei prezzi quando esiste un meccanismo generale di scala mobile. Sono latenti nel processo produttivo forze che spingono all'insù il livello dei prezzi. La nostra azione deve essere intesa a non aggiungerne altre.

La redistribuzione dei redditi compiutasi nel 1962 si è associata con una minore propensione al risparmio. Mentre nel 1961 ad un aumento del reddito nazionale in moneta corrente del 10,5 per cento aveva corrisposto una formazione lorda di capitale accresciuta del 15,3 per cento, nel 1962 il reddito nazionale a prezzi correnti è aumentato del 12,2 per cento e il saggio di incremento della formazione lorda di capitale è stato soltanto del 10,3 per cento. In moneta a potere di acquisto costante la riduzione del saggio di sviluppo della formazione del risparmio reale è stata ancora più sensibile, dato l'aumento comparativamente maggiore dei prezzi nel 1962 rispetto a quello dell'anno precedente.

La diversa distribuzione dei redditi e quindi la sottrazione di quote di essi che prima erano acquisite dalle imprese e venivano impiegati nel finanziamento dei nuovi investimenti non implica necessariamente minori disponibilità complessive di risparmio. Può implicare minori disponibilità di risparmio volontario; quindi può comportare la necessità di integrarlo con espansione del risparmio pubblico. Qualora si creda che ciò non riesca possibile, occorre che la politica di redistribuzione dei redditi si arresti di fronte al limite costituito dalle conseguenze che essa provoca sul finanziamento degli investimenti. Il superamento di quel limite influisce sulla bilancia dei pagamenti: così nel 1962 all'aumento del 10,3 per cento nella formazione lorda di risparmio ha corrisposto un aumento del risparmio lordo destinato ad usi interni del 13,4 per cento, la differenza essendo stata fornita dalla riduzione dell'avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

L'esperienza sembra dimostrare che nel nostro sistema economico esiste una relazione fra risparmi personali e autofinanziamenti delle imprese, difficilmente modificabile in periodo

breve; la successione temporale fra aumenti dei costi salariali prima, dei prezzi al consumo poi, ne offre la conferma. Mentre infatti l'aumento dei prezzi al consumo tende a riassorbire l'accresciuto potere di acquisto dei redditi distribuiti e quindi a contenere la possibilità di destinarli a risparmi, d'altro lato lo stesso aumento dei prezzi comporta la tendenziale ricostituzione dei margini di autofinanziamento delle imprese.

Se le autorità monetarie intervengono con provvedimenti restrittivi dell'offerta di moneta impediscono che il processo di riaggiustamento descritto si compia, e quindi l'insufficienza di risparmio interno si corregge riducendo gli investimenti con effetti negativi sul livello dell'occupazione.

Ammaestrati dalle esperienze, i governi dei principali paesi industrializzati hanno ormai formalmente ammesso la necessità di una « politica dei redditi » come il solo mezzo di superamento dell'inaccettabile dilemma fra la disoccupazione da una parte e l'inflazione dall'altra.

Le ragioni che giustificano una tale politica ne determinano quindi anche gli scopi ed il campo di applicazione. Senza necessariamente mirare al contenimento dei consumi reali, essa è generalmente concepita come intesa a regolare l'evoluzione dei costi e dei prezzi affinché l'espansione dei redditi proceda in maniera ordinata e socialmente accoglibile, pur nella difformità necessaria per consentire al salario la sua funzione di orientamento nella distribuzione della mano d'opera e per non cristallizzare una determinata struttura economica. Inoltre, si reputa che essa debba trovare applicazione, con sostanziale uniformità di intenti, sia per i redditi che si formano mediante negoziazioni bilaterali e che rappresentano la maggiore aliquota del reddito nazionale lordo sia per i redditi che si formano indirettamente attraverso la fissazione di prezzi di mercato.

D'altronde, le interdipendenze fra una certa distribuzione dei redditi, un certo livello degli investimenti e il mantenimento di stimoli ad organizzare la produzione razionalmente, combinando i fattori produttivi nel modo più efficace, costituiscono

oggetto di riesame critico anche da parte degli organi direzionali delle stesse economie collettiviste.

Se la necessità di orientare la distribuzione dei redditi in senso conforme alle esigenze dello sviluppo economico è avvertita in ordinamenti ispirati a principi profondamente diversi, ciò sembra costituire la prova che ad essa non ci si può sottrarre; specialmente non ci si può sottrarre in economie come le nostre, le quali continuano ad essere fondate sull'ampiezza dell'apporto del risparmio volontario alla totalità dei risparmi destinati agli investimenti. Il risparmio volontario può essere integrato dal risparmio contrattuale; ma anche in questo caso nei nostri ordinamenti l'ammontare di esso non è determinabile coercitivamente. Il legame esistente fra la distribuzione dei redditi e la entità dei risparmi conferma la necessità di una politica dei redditi, la quale ovviamente deve essere una politica globale; non essendo immaginabile, come si è detto, che certi redditi soltanto e non altri siano compresi in tale politica.

Compito delle autorità monetarie è quello di proporzionare gli investimenti ai risparmi disponibili, ordinando un mercato dei capitali attraverso il quale i risparmi siano convogliati agli investimenti alle migliori condizioni. Esse devono impedire che al finanziamento degli investimenti si provveda con creazione di liquidità la quale abbia l'effetto di promuovere una espansione della domanda globale in eccedenza rispetto alle possibilità dell'offerta, quando l'eccedenza medesima superi quella atta a riassorbire l'avanzo della bilancia dei pagamenti o la parte delle riserve valutarie giudicata destinabile al finanziamento di oscillazioni congiunturali senza pregiudizio per la stabilità del valore esterno della moneta.

Nel 1963 l'esecuzione dei programmi di investimenti del settore pubblico e del privato, dei quali si ha notizia, esigerebbe collocamenti di obbligazioni, al netto dei rimborsi, da parte degli istituti speciali, da parte degli enti pubblici e privati, nonché di titoli a reddito variabile, secondo le nostre stime, di importo alquanto superiore a 2.000 miliardi. Le occorrenze degli

istituti speciali ne costituirebbero una parte preponderante: questi istituti sarebbero chiamati ad effettuare finanziamenti dell'ordine di grandezza di 1.600 miliardi, attingendo i mezzi necessari prevalentemente con emissioni obbligazionarie; 900 miliardi rappresenterebbero finanziamenti per conto del Tesoro o comunque promossi con contributi di interessi a carico del Tesoro.

Conviene anche osservare che la stima di oltre 2.000 miliardi non comprende emissioni dirette da parte del Tesoro, che pure potrebbero divenire necessarie, specialmente in presenza di aumenti del disavanzo di cassa. Si deve inoltre rilevare che il ricorso al metodo di finanziare occorrenze che sarebbero proprie dello Stato, senza esporne l'intero ammontare nel momento della presentazione del bilancio di previsione, rende più difficile l'apprezzamento delle effettive occorrenze della finanza pubblica.

Nel corso del 1962 l'aumento degli investimenti industriali, non essendo stato fronteggiato da un parallelo aumento degli autofinanziamenti, ha costretto le imprese, come abbiamo ripetutamente affermato, a ricercare maggiori quantità di mezzi di finanziamento esterni; ma esse hanno urtato contro l'insufficiente offerta del risparmio, nonchè contro l'ostacolo che maggiori quote dei risparmi personali si sono indirizzate verso investimenti nella costruzione di case di abitazione, disertando il mercato dei valori mobiliari, mentre in pari tempo i patrimoni personali si sono mutati nella loro composizione, essendo diminuita la quota di essi in precedenza investita in valori mobiliari. Quindi l'accresciuta domanda di capitali, anche in connessione con il finanziamento degli investimenti pubblici, non ha trovato contropartita adeguata sul mercato e la situazione di pesantezza che ne è derivata ha potuto essere superata soltanto mediante un insieme di interventi delle autorità monetarie.

Il totale netto delle emissioni di valori mobiliari nel 1962

è stato di 1.642 miliardi; di essi 857 soltanto sono stati collocati presso il pubblico; la differenza è stata collocata presso le aziende di credito e i loro istituti centrali di categoria e presso enti che accentrano in Tesoreria le loro disponibilità: in definitiva è stata collocata in corrispondenza di creazione di disponibilità monetarie. L'intervento delle aziende di credito è stato possibile perchè l'istituto di emissione ha aumentato la loro liquidità, provocando un aumento della liquidità del pubblico.

Ciò è potuto accadere nel 1962 perchè l'aumentata liquidità del pubblico, riflettendosi in un aumento della domanda non soddisfatta da un'equivalente espansione della offerta interna, ha potuto trovare compenso nel riassorbimento dell'avanzo della bilancia dei pagamenti. Nel 1963 la situazione è mutata: la bilancia dei pagamenti è seriamente deficitaria, cosicchè sarebbe impossibile forzare i collocamenti di titoli con ulteriori espansioni della liquidità. Di qui l'inderogabile necessità di un riesame critico dell'entità della spesa dello Stato, degli enti locali, degli enti pubblici da coprire con provvista di mezzi nel mercato di capitali, degli altri fabbisogni pubblici e di quelli privati da finanziare nello stesso mercato, allo scopo di procedere al loro coordinamento e, in quanto oltrepassanti le disponibilità del risparmio, al differimento di quelli meno urgenti. L'assolvimento di questo compito risulterà facilitato se si indicheranno ordini di priorità secondo un programma generale.

Di fronte all'aumento dei costi manifestatosi nel corso del 1962 e della non evitabile proiezione di esso sui prezzi, anche se una quota degli aumenti è stata assorbita dalla riduzione dei profitti, l'istituto di emissione, come si è già posto in rilievo, ha creduto di assolvere ai propri compiti immettendo liquidità nel sistema in misura sufficiente a finanziare il processo produttivo che si svolgeva a prezzi crescenti, per evitare incidenze sfavorevoli sulla continuità dello sviluppo. Esso ha fatto ciò senza esservi tenuto da alcun obbligo e ne porta quindi intera la respon-

sabilità. Ma l'istituto di emissione verrebbe meno ai propri doveri se mancasse di avvertire che, in presenza dell'afflusso sul mercato dei capitali di domande non coordinate fra loro del settore pubblico e del privato in dimensioni eccedenti le disponibilità presumibili del risparmio, esso non potrebbe, nelle attuali condizioni di bilancia dei pagamenti, assicurarne il soddisfacimento mediante iniezioni di liquidità che generino aumenti di domanda eccedenti le possibilità dell'offerta; altrimenti potrebbe manifestarsi un disavanzo nei rapporti con l'estero di dimensioni non compatibili con il mantenimento di un livello delle riserve valutarie corrispondente alle esigenze di una economia, come la nostra, altamente integrata in quella internazionale.

Ciò potrebbe avere come conseguenza che una situazione la quale, nonostante non poche difficoltà, continua ad essere controllata e controllabile, cesserebbe di esserlo.

Compete altresì all'istituto di emissione, alle aziende di credito e agli istituti che compongono il nostro sistema creditizio di mettere a disposizione delle autorità di governo un mercato dei capitali efficiente, un mercato monetario elasticamente adattabile al mutare della congiuntura e collegato con il primo. Non occorre ripetere quanto abbiamo affermato nel corso di questa esposizione, che cioè la coordinazione della raccolta di fondi a breve e a lungo termine non può avvenire in misura adeguata a garantire l'efficienza del mercato se tutti gli enti che compongono il sistema, siano essi ordinati secondo il principio pubblicistico, siano essi ordinati secondo il principio privatistico, non si comportino disciplinatamente. Desideriamo riaffermare in proposito che la coesistenza di enti compresi nell'una e nell'altra delle due categorie consente, nei limiti di autonomia concessi a ciascuno, nel rispetto delle norme di carattere generale, di mantenere quel grado di concorrenza tra i diversi componenti il sistema che ne stimola il progresso.

Signori Partecipanti,

il 1962 non è stato un anno facile per gli organi ai quali spetta di orientare la politica monetaria nè per quelli ai quali incombe di darvi esecuzione. Noi e voi, nel compimento del nostro lavoro, abbiamo urtato contro ostacoli non piccoli; ci ha sorretto il convincimento di esserci comportati in conformità ai nostri doveri e, nel caso nostro, la certezza di poter fare affidamento sulla vostra collaborazione più cordiale. Ancora una volta desideriamo sottolineare che la collaborazione non equivale ad accettazione rassegnata delle nostre disposizioni. Crediamo anzi nella necessità di un colloquio nel quale esprimiate liberamente i vostri convincimenti, secondo una consuetudine collaudata dalla esperienza. Dal canto nostro seguiranno ad accettare il vostro consiglio, ad adattare il nostro comportamento alle mutevoli necessità come esse ci appariranno e come contribuirete a farcele conoscere. L'azione di controllo sul vostro operato continuerà ad essere esercitata con prudenza, nell'adempimento dei compiti che la legge ci affida di tutela del risparmio.

Crediamo che debba essere considerata con soddisfazione la circostanza che in dibattiti qualificati, nei quali hanno partecipato le categorie economiche, datori di lavoro e lavoratori, professionisti e studiosi, si ammette ormai che la difesa della stabilità della moneta non si esaurisce nel segreto delle decisioni degli istituti di emissione. Essa richiede il concorso consapevole di tutte le categorie sociali nelle istituzioni ove esse esprimono la propria volontà, sindacato, comune, provincia, regione, Stato. Non dobbiamo perciò lasciarci scoraggiare se qualche volta il quadro in cui si rispecchiano gli eventi dei quali siamo testimoni si presenta confuso; sarebbe domandare l'impossibile se chiedessimo che fosse già compiuto un processo nel quale interven-

gono come protagoniste forze non adusate ad assumere responsabilità di ordine generale. Non soltanto esso non lo è, ma occorre tempo perchè ciò accada.

Nel compiersi di questo processo, a voi ed a noi spettano non lievi responsabilità: a voi spetta di comportarvi imparzialmente senza cedere a pressioni esterne, esprimendo il vostro giudizio autonomamente nel rispetto dei limiti posti alla vostra azione dagli organi di controllo. La forma pubblicistica o privatistica delle vostre aziende è a questi fini irrilevante: tutte sono impegnate in una competizione avente per solo obiettivo di fare di esse strumenti efficaci di attuazione di interessi generali. A noi spetta di tutelare un ordinamento nel quale vi sia consentito di comportarvi imparzialmente. Spetta anche di difendere la nostra indipendenza dal potere politico, senza che ciò implichi in alcuna circostanza insubordinazione; indipendenza intesa nel senso di contrapposizione dialettica fra gli organi dello Stato, il compito dell'istituto di emissione essendo quello di offrire la propria collaborazione entro i limiti in cui, nel nostro convincimento, essa non riesca pregiudizievole per il mantenimento della stabilità monetaria.