

BANCA D'ITALIA

---

ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA  
DEI PARTECIPANTI

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1965

---

ANNO 1964 (LXXI)

---

CONSIDERAZIONI FINALI

ROMA  
TIPOGRAFIA BANCA D'ITALIA  
1965

## **Considerazioni finali**

*Signori Partecipanti,*

durante la scorsa annata, l'andamento del lavoro svolto dai Servizi dell'amministrazione centrale e dalle Filiali nell'adempimento dei compiti di istituto si è differenziato sostanzialmente da quello del 1963 per effetto dell'evoluzione nella situazione esterna e nelle forme di intervento della Banca.

Mentre si è molto ridotto, infatti, il volume delle operazioni di sconto e anticipazione, si sono accresciute quelle di mercato finanziario connesse allo sviluppo del nostro portafoglio titoli.

La struttura assai frazionata del nostro sistema creditizio, in una congiuntura bancaria e produttiva non facile, ha moltiplicato le occasioni in cui la Vigilanza è stata chiamata ad intervenire, non soltanto intensificando le ispezioni — delle quali 58, su un totale di 147, disposte in via straordinaria — ma con l'instaurazione di numerose procedure di gestione straordinaria e di liquidazione coatta e con azioni dirette a promuovere rilievi e incorporazioni di aziende di credito in difficoltà.

Le officine della Banca hanno elevato la produzione ad oltre 200 milioni di biglietti, ossia ad un livello che assicura un soddisfacente ritmo di rinnovo dei biglietti in circolazione.

Di particolare rilievo è stato l'ulteriore sviluppo nell'attività del Centro elettronico: il numero dei fatti amministrativi elaborati presso il Centro si accresce in ragione di un 20 per cento all'anno, e la gamma delle elaborazioni si va estendendo, in particolare verso l'analisi dei dati statistici ai fini di controllo del credito e di studio.

L'attività del Centro e degli uffici di statistica bancaria presso la Vigilanza è in parte strumentale rispetto a quella dei Servizi studi, che nella Relazione si offre ogni anno al vostro vaglio, questa volta in ispecie con nuove ricerche sui flussi monetari e sulla situazione di reddito delle imprese produttive. Per queste indagini originali, come per l'insieme della Relazione, esprimiamo il nostro grato apprezzamento ai Servizi studi, e lo estendiamo ai Direttori delle filiali e agli altri Servizi dell'amministrazione centrale per i contributi di informazione e di analisi da essi forniti e confluiti nella Relazione.

Il problema di assicurare senza soluzioni di continuità le competenze tecniche richieste per l'espletamento dei compiti molteplici della Banca, in una situazione giuridica e sindacale che specialmente nel settore pubblico, al fine di tutelare i prestatori d'opera, limita in modo sensibile le possibilità di ricambio, congiunta ad una situazione di mercato la quale offre ai giovani dotati numerose possibilità alternative di carriera, non è dei più facili. La direzione della Banca cura dunque con la dovuta attenzione il reclutamento, l'avviamento alle carriere e la selezione nel corso di esse, l'addestramento e l'aggiornamento professionale degli impiegati. E' motivo di soddisfazione constatare che grazie a questi sforzi, all'assiduità dei dipendenti, alla qualità e alla devozione dei dirigenti, da vari anni non si rende necessario di aumentare la consistenza del personale in servizio, che si è ridotta di circa un quinto rispetto alla punta massima toccata nel 1948.

#### **L'ordinamento monetario internazionale. Il ristabilimento dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti italiana**

Nell'esercizio della mia funzione, sono chiamato per la quinta volta a riferirvi sull'evoluzione monetaria nel nostro Paese. E' stata mia sorte di dovervi presentare ogni anno una situazione congiunturale nuova, e nell'insieme del quinquennio una catena di eventi che, muovendo da un inizio ricco di nota-

zioni positive — espansione produttiva, stabilità dei prezzi, avanzo di bilancia dei pagamenti — volge verso situazioni prima di crisi esterna poi di ristagno produttivo, per accennare infine a risollevarsi, aprendoci alla speranza di poter ricomporre, nel prossimo avvenire, gli elementi positivi della costellazione iniziale, lungo una linea di sviluppo forse meno rapida ma più ordinata.

Se vogliamo conseguire questo risultato, dobbiamo pure trarre profitto dalla lezione appresa e sofferta nelle alternanze degli anni recenti; ed è perciò, e per averle vissute in posizione di responsabilità, che in queste considerazioni finali prenderò argomento, oltrechè dalle vicende dell'ultima annata, dalle connessioni di cause e di effetti, di interventi e di reazioni, che hanno generato il moto di flusso e riflusso dell'onda economica nell'intero ciclo quinquennale.

Nella scelta di tale impostazione, abbiamo avuto presente che i mezzi d'informazione dell'opinione pubblica si sono venuti arricchendo e moltiplicando. Ma è anche vero che la drammaticità stessa dei mutamenti congiunturali recenti, la loro incidenza sulla situazione dei singoli e dei settori, l'ampiezza degli interventi di governo, l'incertezza delle prospettive per l'avvenire, hanno accresciuto l'interesse di un grande numero di cittadini intorno ai problemi dell'economia. Produzione, investimenti, consumi, costi, prezzi, profitti, bilancia dei pagamenti e le relazioni che legano queste grandezze hanno cessato di essere categorie logiche accessibili ad una esigua schiera di esperti, ma sono divenuti oggetto di dibattiti nei quali intervengono, sempre più frequentemente, partiti, sindacati, Parlamento. Ciò costituisce senza dubbio un progresso notevole verso quell'assetto democratico nel quale i membri della comunità nazionale assumono la consapevolezza degli affari del Paese e condividono le responsabilità della loro condotta.

Alla complessa vicenda degli ultimi anni, ai nostri successi e insuccessi, aggiunge interesse, sotto il profilo della politica economica come sotto quello dell'analisi economica, la ricchezza

di elementi nuovi e inaspettati. Essa ha posto dapprima in luce l'importanza assunta, nell'evoluzione di un'economia moderna, da forze non facilmente dominabili dalle autorità monetarie; ma successivamente, nella fase di aggiustamento, essa ha anche palesato l'intatta capacità dell'economia italiana di trasferire risorse dagli usi interni a quelli esterni attraverso processi riequilibratori di tipo monetario, che non hanno perciò comportato interruzioni o ritorni nel cammino verso l'integrazione economica del nostro Paese nel mercato internazionale.

Circoscrivendo le nostre considerazioni nei limiti delle competenze dell'istituto di emissione, ci proponiamo di recare un contributo alla conoscenza dei fenomeni oggetto di discussione, mercè l'approfondimento degli aspetti della politica monetaria, che più immediatamente rientrano nelle nostre responsabilità. Non ci soffermeremo invece, se non brevemente, sugli aspetti di carattere più strettamente congiunturale, attinenti all'andamento della produzione, dei prezzi e della stessa bilancia dei pagamenti, sia perchè essi, come si è detto, sono dibattuti con notevole frequenza in varie sedi, anche per l'ansia di cogliervi con immediatezza i sintomi positivi che l'evoluzione economica palesa, sia per l'ampio esame che di questi fenomeni viene fatto nelle singole parti della Relazione.

Prima di passare, per altro, all'esame dei problemi dell'economia italiana, non potremo trascurare di occuparci, sia pure in misura inadeguata alla complessità dell'argomento, dei problemi che tanto vivacemente sono stati sollevati e dibattuti di recente circa l'odierno ordinamento monetario internazionale.

Gli interventi possibili nell'attuale ordinamento consentono di concentrare con immediatezza mezzi finanziari tali da infrangere gli assalti speculativi ai quali possa essere assoggettata una moneta durante il periodo in cui il paese interessato procede al ristabilimento dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Se ne è avuta conferma in occasione delle pressioni alle quali è stata di recente sottoposta la lira sterlina, allorquando

un'assistenza finanziaria senza precedenti è stata fornita, dapprima nel quadro di operazioni di sostegno da parte di banche centrali e, successivamente, attraverso la mobilitazione di risorse ordinarie del Fondo monetario internazionale e di risorse speciali da quest'ultimo prelevate sugli Accordi generali di prestito.

Ma il riconoscimento obiettivo di questi aspetti positivi non ci esime dall'obbligo di ricercare i difetti dell'attuale ordinamento ed i mezzi atti alla loro eliminazione.

Com'è noto, il più grave inconveniente dell'ordinamento esistente suole ravvisarsi nella circostanza che la creazione di liquidità internazionale deriva in linea principale dal disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Dal 1958 in poi esso è ammontato a 21 miliardi di dollari ed è stato finanziato soltanto nella misura di 7 miliardi mediante cessioni di oro da parte della Tesoreria degli Stati Uniti agli istituti di emissione dei paesi con bilancia dei pagamenti eccedentaria, principalmente quelli dell'Europa continentale; per i rimanenti 14 miliardi, in gran parte mediante l'accumulazione di dollari presso le banche commerciali e centrali dei paesi esteri, le quali ultime li hanno inclusi nelle loro riserve; più di un terzo di tali dollari sono affluiti ai paesi dell'Europa continentale.

Si asserisce, da parte dei critici dell'attuale ordinamento monetario, che, in assenza della concessione di quei crediti, il governo degli Stati Uniti sarebbe stato costretto a ristabilire prontamente l'equilibrio della bilancia dei pagamenti; si asserisce inoltre che l'entità dell'anzidetto disavanzo e il suo parziale finanziamento mediante acquisti di dollari contro cessione di monete nazionali da parte degli istituti di emissione dei paesi europei è stata una delle cause, forse la principale, dei fenomeni inflazionistici che in essi si sono manifestati. Gli aumenti dei prezzi, vale a dire, sarebbero provocati dal potere di acquisto sovrabbondante immesso sul mercato attraverso gli acquisti di dollari da parte degli istituti di emissione, che sarebbe a sua volta la causa degli aumenti salariali. Si soggiunge che pretendere di

commisurare gli aumenti salariali a quelli della produttività, senza preoccuparsi di questa eccedente immissione di mezzi monetari nel mercato, equivarrebbe a voler rimuovere gli effetti senza eliminare le cause.

L'argine contro il dilagare del potere di acquisto che movendo dagli Stati Uniti minaccia di sommergere l'Europa, si continua a sostenere, potrebbe essere innalzato esclusivamente mediante il ripristino del *gold standard*.

In realtà, concezioni del genere incontravano, un tempo, un coerente completamento nelle enunciazioni che attribuivano al meccanismo concorrenziale il compito di realizzare, mediante congrui adattamenti dei livelli salariali, il riequilibrio dei conti con l'estero.

Nelle evocazioni più recenti del tipo aureo questa connessione con altri paralleli processi di adattamento spontaneo è stata lasciata in ombra. Verosimilmente, non si è considerato possibile riproporre uno schema di funzionamento del mercato del lavoro che appare ormai remoto dalle condizioni odierne, nelle quali la presenza istituzionalizzata delle organizzazioni sindacali è talmente decisiva da aver indotto ad affermare che è la loro condotta ad essere arbitra, in definitiva, della stabilità monetaria. Resta tuttavia da chiedersi se, privato degli altri elementi che con esso facevano sistema, il tipo aureo presenti possibilità di reviviscenza e se debbano considerarsi valide quelle che presuppongono non di certo il ripristino di condizioni concorrenziali sul mercato del lavoro, ma piuttosto un adattamento realizzato a prezzo di livelli non tollerabili di disoccupazione.

La possibilità di queste ripercussioni induce a dichiarare il nostro scetticismo nei confronti di un integrale ritorno al tipo aureo. Desideriamo per altro aggiungere che, se nella corresponsabilità attribuita in dottrina alle organizzazioni sindacali, ai fini della stabilità monetaria, vediamo un elemento di desiderabile progresso e di auspicabile maturità, non riteniamo affatto che le autorità monetarie possano sottrarsi al risoluto impiego dei mezzi di cui dispongono quando le circostanze lo richiedano a salvaguardia della fiducia nella moneta.

Su un piano diverso, ma non senza ispirazioni riconducibili allo schema del libero operare delle forze di mercato, si pone la proposta tendente all'adozione di un regime di cambi oscillanti o flessibili, in luogo di quello dei cambi fissi, che è a base dell'odierno sistema monetario internazionale. Occorre, tuttavia, non perdere di vista che solo apparentemente la flessibilità dei cambi è espressione delle forze di mercato. In pratica, mediante le possibilità di intervento sulle quotazioni dei cambi a pronti ed a termine, come pure con la disciplina dei movimenti dei capitali a breve, i cambi flessibili costituirebbero una alternativa suscettibile di ampio assoggettamento ad obiettivi di politica che non si conciliano con quelli di un ordinato sviluppo del commercio internazionale e ai quali inerisce il rischio che un paese tenda a trasferire sugli altri paesi le difficoltà proprie. Verrebbe, in altri termini, eliminato ciò che oggi rappresenta un punto fermo del sistema economico, per sostituirvi una barriera mobile, che ben difficilmente sarebbe al riparo dalle pressioni di interessi particolaristici.

In realtà, il funzionamento del tipo aureo — nella misura in cui rispondeva alla logica del sistema stesso ed indipendentemente dai correttivi discrezionali che si sovrapposero al suo operare puramente meccanicistico — presupponeva un ambiente economico nel quale le dimensioni del settore pubblico, il grado di organizzazione sezionale delle forze economiche e le rigidità tecnologiche erano ben diversi da quelli oggi sperimentati. Limitarsi a porre l'accento su alcune regole di condotta monetaria, prescindendo dalle condizioni strutturali di base che erano anche esse parte integrante del sistema, non contribuisce alla comprensione sia dei problemi che furono propri del passato, sia di quelli che sono oggi innanzi a noi. Anche allora, infatti, ed una serie ormai cospicua di documentate indagini ha provveduto a chiarirlo, l'azione discrezionale delle autorità monetarie, il ricorso a vari mezzi tecnici di intervento, le forme di reciproca assistenza poste in essere contribuivano in modo ragguardevole ad una più flessibile armonizzazione delle esigenze interne

della politica monetaria con quelle derivanti dal carattere intrinsecamente internazionale del tipo aureo.

La riconsiderazione critica delle passate esperienze non intacca il principio che nessun paese può durevolmente accumulare o perdere riserve e che, di fronte a situazioni del genere, si rendono inderogabili adeguate politiche correttive. Ma il riconoscimento di questa fondamentale esigenza non significa, nè richiede, il ripudio di quegli elementi di discrezionalità, di gradualità nei pur necessari adattamenti e di istituzionalizzata cooperazione, che sono ormai parte essenziale ed irrinunciabile dello odierno sistema monetario internazionale. Queste stesse ragioni portano a confermare l'apprezzamento favorevole espresso in più occasioni nei confronti delle varie forme in cui si è venuta concretando, negli scorsi anni ed anche recentemente, la cooperazione monetaria tra governi e tra banche centrali: cooperazione che non ha costituito un fortunoso ed occasionale sostegno, quasi indice di debolezza dell'attuale sistema, bensì uno degli elementi che, collegandone il funzionamento alle responsabili decisioni umane, ne attestano le capacità di adattamento e le possibilità evolutive.

Alle forme nelle quali siffatta cooperazione si è venuta concretando, sul piano multilaterale come su quello bilaterale, l'Italia ha dato una convinta adesione, in quanto la via in tal modo seguita risultava chiaramente preferibile alle possibili alternative del momento: dal mutamento della parità monetaria, da parte dei paesi le cui valute sono soggette a pressione, all'adozione dei cambi oscillanti. Queste alternative infatti, non potendo essere altrimenti calcolate nelle loro conseguenze che per ipotesi e congetture, lasciavano larghi margini di incertezza circa le ripercussioni effettive, e verosimilmente imitative, che avrebbero potuto manifestarsi. La via dell'assistenza reciproca era invece, al tempo stesso, frutto di provate capacità operative e mezzo per valutare e adeguare, al vaglio dell'esperienza, le procedure adottate.

In verità, si deve appunto a questo orientamento concreto e sperimentale se può in definitiva considerarsi acquisito in sede

tecnica che la componente fiduciaria della liquidità esterna costituisce parte ineliminabile del sistema monetario internazionale, quali che siano gli adattamenti a cui esso venga sottoposto. Questa componente fiduciaria, appunto per essere tale, richiede che gli strumenti di riserva utilizzati in aggiunta all'oro rispondano alle preferenze delle autorità detentrici delle riserve stesse. Ciò va detto con riguardo agli strumenti che hanno assolto questa funzione in passato e l'esercitano attualmente: dollaro, sterlina e franco francese, la cui accettabilità si è consolidata attraverso un processo di libera acclimatazione che è dipeso sostanzialmente dalla loro convertibilità, diretta o indiretta, in oro e, in definitiva, in merci e servizi. Viceversa, l'accettabilità di eventuali nuovi mezzi di riserva, la cui creazione, in rapporto alle esigenze dei traffici mondiali, formi oggetto di decisioni concordate nell'ambito del Fondo monetario internazionale o, più convenientemente, nell'ambito del Gruppo dei dieci in associazione con il Fondo stesso, dovrà essere regolata da convenzioni nelle quali vengano precisati gli obblighi dei creditori e dei debitori.

Per le ragioni esposte, siamo del parere che gli studi meditatamente intrapresi sul funzionamento del sistema monetario internazionale e sulle future esigenze di liquidità meritino di essere proseguiti nello spirito di costruttiva collaborazione che ha suggerito questo metodo: inteso non già a porre i problemi in esame al riparo dalla pubblica discussione, ma a ricercare le basi delle possibili soluzioni senza indulgere a prospettive mitiche o a predilezioni semplicistiche, che non sembrano conciliabili con la complessità funzionale delle economie moderne.

L'appoggio dato dal nostro Paese a questo indirizzo ha trovato espressione, tra l'altro, nel compito affidato ad un esperto italiano di presiedere il gruppo di studio incaricato di esaminare le varie proposte per la creazione di nuovi strumenti di riserva che, in relazione a constatate esigenze di periodo lungo, possano assumere una funzione integratrice dell'oro.

Sempre nel quadro del riesame del funzionamento del sistema monetario internazionale si è altresì affermata la necessità di una « sorveglianza multilaterale » dei mezzi di finanziamento degli squilibri di bilancia dei pagamenti.

Riteniamo che tali procedure potranno dimostrarsi proficue nell'adeguare il volume e le forme di finanziamento alla natura degli squilibri e consentire, dopo la migliore conoscenza che non si mancherà di avere di questi fenomeni a seguito degli studi in corso, di promuovere con tempestività l'adozione delle misure correttive che si riconoscessero opportune nei singoli casi concreti.

Esistono, in definitiva, possibilità evolutive dell'odierno sistema monetario internazionale, le quali richiedono, come abbiamo già rilevato, che gli strumenti di riserva continuino a comprendere, ad integrazione dell'oro, una componente fiduciaria, il cui ammontare non sia per altro legato alle vicende della bilancia dei pagamenti di particolari paesi, ma sia regolato in rapporto alle esigenze dei traffici mondiali e nel quadro appunto di una sorveglianza multilaterale della sua creazione. A questa potrà altresì essere affidata la realizzazione di accordi circa le proporzioni da osservarsi nella composizione qualitativa delle riserve, nelle sue componenti tradizionali e negli eventuali nuovi strumenti che ad esse venissero ad affiancarsi.

Una politica comune di amministrazione delle riserve valutarie consente di conciliare diversi obiettivi:

- a) l'impegno degli istituti di emissione di finanziare gli avanzi e i disavanzi della bilancia dei pagamenti, osservando una proporzione concordata tra oro e dollari o altre monete di riserva, sottrarrebbe il processo di creazione della componente fiduciaria della liquidità internazionale alla discrezionalità dei paesi che emettono le monete di riserva;
- b) nello stesso tempo, mutamenti dell'anzidetta proporzione tra l'oro e gli altri strumenti di riserva consentirebbero di adeguare di volta in volta la entità della componente fiduciaria alle occorrenze di liquidità internazionale, senza legare la creazione di essa all'offerta di oro di nuova produzione.

Le soluzioni indicate equivalgono, negli effetti sul volume della liquidità internazionale, a una variazione del prezzo dell'oro; ma a differenza di quest'ultimo provvedimento, che avrebbe conseguenze palesemente indesiderabili, consentono aggiustamenti elastici in funzione del mutare delle condizioni del mercato internazionale. Esse ci appaiono la premessa indispensabile a qualsiasi progresso sulla via di una maggiore integrazione monetaria fra i paesi industriali e di un'eventuale riforma del sistema monetario internazionale. Quest'ultima non potrà ignorare la necessità di un meccanismo atto a provvedere l'economia mondiale, ove se ne manifestasse il bisogno, di riserve addizionali in proprietà ed eventualmente di crediti automatici; non dovrà pretendere di eliminare le monete di riserva ma dovrà tener conto della necessità di assicurare parità di trattamento alle monete dei principali paesi industriali; non potrà disconoscere che l'indebitamento in sterline del Regno Unito è, almeno in parte, un problema di interesse comune. Se queste condizioni saranno rispettate, le divergenze circa la natura dei nuovi strumenti di riserva ed i metodi di creazione e di distribuzione di essi non dovrebbero apparire inconciliabili.

Infine un più largo ricorso al Fondo monetario internazionale presenterebbe il vantaggio di far confluire in esso una parte dei debiti e dei crediti degli istituti di emissione che sono elementi costitutivi della liquidità internazionale. In questo modo il finanziamento con il ricorso al credito dei disavanzi della bilancia dei pagamenti sarebbe contenuto nei limiti delle quote di ciascun membro del Fondo monetario internazionale.

Passando ora ai problemi dell'economia italiana, la mia esposizione farà perno sulle due responsabilità che considero primarie nel governo della moneta: quella di mantenere l'equilibrio dei pagamenti con l'estero e l'altra di sollecitare la formazione del risparmio e di regolare il flusso del credito verso gli investimenti.

Abbiamo soddisfatto la responsabilità dell'equilibrio esterno giovandoci degli elementi di flessibilità offerti dalle riserve valutarie e dalla collaborazione monetaria internazionale, ma osservando insieme la condizione della stabilità del cambio. Da questa condizione stessa discende che nell'esercizio della seconda responsabilità occorre rispettare, nello stabilire il volume del credito e il suo indirizzo, l'esigenza di una certa stabilità dei prezzi interni.

Il passaggio da un periodo nel quale la bilancia dei pagamenti è stata deficitaria a un periodo nel quale è eccedentaria deve attribuirsi in larga misura all'azione combinata di forze interne al sistema economico e della politica di contenimento della espansione creditizia. L'ampliarsi della domanda estera contemporaneamente al restringersi di quella interna è stato possibile perchè l'economia italiana è stata difesa da uno schieramento profondo costituito da imprese che avevano effettuato investimenti accrescitivi dell'efficienza. Il confronto fra le quantità prodotte da diversi settori industriali e le quantità esportate dagli stessi, fra le disponibilità per il consumo interno e le quantità importate conferma che la sostituzione della domanda estera alla domanda interna e la sostituzione dell'offerta interna a quella estera hanno assunto dimensioni cospicue nei settori più dinamici dell'economia, ossia quelli nei quali l'ampliamento e l'ammodernamento degli impianti hanno potuto essere completati grazie alla espansione creditizia verificatasi nel 1962 e continuata nel 1963.

Una graduale azione di contenimento dell'espansione creditizia doveva però essere esercitata dalle autorità monetarie anche per impedire che una offerta eccedentaria di mezzi di pagamento all'interno propagasse effetti inflazionistici all'estero attraverso persistenti disavanzi della bilancia dei pagamenti. Disavanzi dell'ordine di grandezza di quelli manifestatisi nel periodo compreso fra il quarto trimestre del 1962 e il primo trimestre del 1964 non sono compatibili infatti con la condotta richiesta da una partecipazione responsabile alla comunità inter-

nazionale; essi impongono le più energiche misure anche quando i loro effetti siano leniti, come accadde nel caso nostro, dal concorso di crediti internazionali. Il disavanzo manifestatosi in quel periodo è stato di 1.855 milioni di dollari; abbiamo provveduto a finanziarlo mobilitando una dopo l'altra le fonti di liquidità esterna: la quota maggiore è stata tratta dai crediti a breve termine che le banche italiane hanno ottenuto da banche dell'estero per 955 milioni di dollari; abbiamo liquidato attività a breve e medio termine per 115 milioni; abbiamo assunto passività a breve per 110 milioni; abbiamo impiegato le valute convertibili nella misura di 375 milioni e le abbiamo integrate con un prelievo dal Fondo monetario internazionale nella misura di 202 milioni; soltanto per la differenza abbiamo proceduto alla liquidazione di una partita di oro.

In questo modo, abbiamo collocato, al di sopra delle riserve in oro, una fascia protettiva che ha assorbito la parte più cospicua del disavanzo, gli effetti del quale sono tuttora visibili nella posizione debitoria netta delle aziende di credito. Nel corso del tempo procederemo alla sua estinzione; anche in considerazione di ciò, crediamo che al fine di impostare la politica di impiego delle riserve convenga riferire la proporzione dell'oro non alle riserve lorde, sì invece a quelle nette.

Qualcuno ha affermato che le misure attuate in Italia per ricondurre all'equilibrio la nostra bilancia dei pagamenti sarebbero state eccessivamente severe: la gravità della nostra crisi sarebbe stata minore di quanto l'avessero giudicata le autorità monetarie ed avrebbe potuto essere risolta con misure più blande. In realtà, un disavanzo di 1.855 milioni di dollari, nello spazio di diciotto mesi, internazionalmente non è considerato tenue; la persistenza nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti di disavanzi di un ordine di grandezza non dissimile ha indotto anzi a sollecitare misure ispirate al principio di non consentire che alcuno Stato esporti la propria inflazione attraverso il disavanzo della bilancia dei pagamenti; quando esso si verifichi, il paese deficitario dovrebbe regolarlo in oro e soltanto in oro e restringere

i mezzi di pagamento in misura corrispondente alle perdite di riserve auree. Si immagini quali sarebbero state le conseguenze in Italia, ove l'economia avvertì una stretta creditizia giudicata di eccezionale durezza, sebbene le autorità monetarie ricostituissero interamente la liquidità perduta attraverso il disavanzo della bilancia dei pagamenti e ne aggiungessero altra. Se l'evidenza delle cifre attesta la gravità della crisi attraversata dal nostro Paese, tanto più doveroso appare dar atto dello sforzo compiuto dall'economia italiana per superarla; sforzo che può apprezzarsi in pieno, pur tenuto presente che ne è risultato alquanto sacrificato il livello degli investimenti, ove si consideri che, in sostanza, le risorse reali aggiuntive prodotte all'interno nel 1964 sono state destinate integralmente al miglioramento della bilancia degli scambi con l'estero di merci e servizi.

Nei 12 mesi compresi fra l'aprile 1964 e il marzo 1965 la bilancia dei pagamenti globale ha presentato un saldo attivo di 1.282 milioni di dollari. Esso è stato impiegato fino a concorrenza di 297 milioni per ridurre l'indebitamento netto delle aziende di credito verso l'estero. La differenza ha dato luogo ad un aumento di 736 milioni nelle riserve in oro e valute convertibili, alla ricostituzione di una posizione creditoria presso il Fondo monetario internazionale per 173 milioni, e per il resto ad una variazione positiva nelle partite minori.

Nel corso del mese di aprile abbiamo proceduto al trasferimento nei conti dell'Ufficio italiano dei cambi di partite di oro precedentemente comprese nei conti di aziende di credito e all'acquisto di una partita di oro dalla Tesoreria degli Stati Uniti. In questo modo abbiamo ricostituito la posizione in oro esistente al 28 febbraio 1964, cioè quella anteriore al mese nel quale la crisi della bilancia dei pagamenti esplose con maggiore violenza. Così, le ferite inflitteci dal succedersi di disavanzi nella bilancia dei pagamenti per 18 mesi consecutivi sono state rimarginate.

A questa constatazione desideriamo aggiungere il nostro rinnovato apprezzamento per le autorità monetarie di altri paesi

che con prontezza e in modo adeguato ci hanno dato la loro cooperazione nei momenti di maggiore difficoltà. E desideriamo altresì dar atto delle prove di confermata fiducia offerteci dagli enti internazionali prestatori a lunga scadenza: come la Banca mondiale, che ha concesso di recente un nuovo prestito di 100 milioni di dollari alla Cassa per il Mezzogiorno, o come la Banca europea per gli investimenti, che ha elevato a 341 milioni di dollari l'ammontare complessivo dei suoi finanziamenti all'Italia.

**Il governo della liquidità del sistema bancario. L'utilizzo del credito da parte delle imprese del settore pubblico e del settore privato**

Circa i problemi attinenti al governo della moneta, dobbiamo rilevare che, secondo diffuse opinioni, il succedere di un periodo di contrazione produttiva a un periodo di espansione sarebbe stato conseguenza di una restrizione creditizia determinata da decisioni delle autorità monetarie. L'affermazione riguarda comportamenti che possono essere verificati con le statistiche. Risponderemo dunque procedendo ad una verifica statistica intorno agli accadimenti dei quali si discute.

Le politiche della spesa pubblica e monetaria non sono andate esenti da critiche in sedi internazionali, dove ripetutamente sono stati mossi addebiti di eccessiva audacia. Ancora nel maggio 1964, in alcune di quelle sedi, si sollecitavano non soltanto il contenimento dell'aumento della spesa pubblica nei limiti della espansione prevedibile del prodotto nazionale in termini reali, ma anche la diluizione nel tempo delle spese di investimento, nonché l'inasprimento delle imposte sui redditi ed un'eventuale immediata maggiorazione dell'imposta generale sull'entrata. Secondo quelle proposte, avrebbe dovuto essere conseguito nell'anno finanziario un aumento delle entrate tributarie di 400-500 miliardi da destinarsi alla riduzione del disavanzo del bilancio; la politica di contenimento del credito iniziata nel corso del 1963 avrebbe dovuto essere rafforzata mediante la imposizione di massimali all'espansione creditizia.

Il governo italiano non condivide interamente quella diagnosi e quindi la terapia che ne sarebbe derivata; né in quella occasione né precedentemente esso ha attuato provvedimenti comportanti restrizioni della domanda globale, se si eccettuano quelli concernenti alcune vendite rateali; ma ha attuato provvedimenti con i quali si è proposto di ristrutturare la domanda: di trasferire, cioè, al finanziamento dei pubblici e privati investimenti il potere di acquisto sottratto ai consumi.

La spesa pubblica (comprensiva di quella dello Stato, delle aziende autonome e degli enti locali), giudicata sotto il profilo della entità, dei modi nei quali è stata finanziata e della sua destinazione, in nessun momento ha esercitato effetti deflazionistici, come invece alcuni hanno sostenuto. Al contrario, essa ha esercitato effetti inflazionistici: la dilatazione della spesa pubblica è proseguita senza soluzione di continuità ed è stata provocata prevalentemente dall'aumento diretto o indiretto delle retribuzioni del personale, cosicchè non ha contribuito in modo importante ad attivare nuovi flussi di risorse reali; anche per ciò, nella misura in cui è stata finanziata mediante l'imposta, ha esercitato effetti che hanno concorso all'aumento dei costi; nella misura in cui è stata finanziata mediante indebitamento, ha esercitato un effetto accrescitivo dell'offerta di moneta, di quasi moneta e di valori mobiliari. Nel corso del 1964 l'indebitamento dello Stato, delle aziende autonome e degli enti locali ha assorbito un terzo del risparmio, compreso quello degli enti previdenziali, creatosi nell'anno e conservato sotto forma di biglietti di banca e di depositi presso il sistema creditizio, o impiegato in sottoscrizioni di titoli.

Nella Relazione presentata all'Assemblea dei partecipanti del 30 maggio 1962 attirammo l'attenzione sulla circostanza che nella nostra economia il costo del lavoro registrava aumenti superiori a quelli della produttività e che, nella misura in cui il maggior costo del lavoro non fosse stato trasferito in aumenti dei prezzi, ne sarebbe seguita una minore possibilità di autofinanziamento delle imprese e in definitiva un accrescimento della

loro dipendenza da fonti esterne di finanziamento. Mentre questi fenomeni accadono, soggiungemmo, la quantità di investimenti programmati dal settore pubblico, eccedente le sue possibilità di risparmio, tende ad aumentare; quindi anche il finanziamento degli investimenti pubblici diviene più dipendente dall'indebitamento. Ma anch'esso in larga misura si concentra presso gli istituti speciali; i quali a loro volta si procurano la parte preponderante delle risorse con emissioni obbligazionarie.

Di fronte alla situazione descritta e in previsione di quella che sarebbe derivata dal trasferimento all'ENEL delle imprese elettriche, annunciammo provvedimenti destinati ad estendere le dimensioni del mercato dei capitali; l'istituto di emissione avrebbe collaborato al fine di mettere a disposizione dell'economia un ordinamento nel quale fosse riuscito agevole trasferire fondi dall'una all'altra categoria di impieghi e convogliarli verso quelli reputati più conformi agli interessi generali. Mediante quei provvedimenti si sarebbe affinato il sistema attraverso il quale si collegano i mercati del breve con quelli del lungo termine e si accresce l'interdipendenza tra i rispettivi saggi di interesse. Avvertimmo tuttavia che il processo di finanziamento avrebbe continuato ad essere condizionato dai fattori reali attinenti alle fonti originarie di formazione del risparmio.

Il complesso dei finanziamenti a breve, a medio e a lungo termine in favore dell'economia, in essa comprendendo il settore pubblico e il privato ma escludendo il Tesoro, nel triennio 1961-63 è aumentato senza soluzione di continuità: essi sono stati, rispettivamente, di 3.334, 4.325 e 4.527 miliardi. Nel 1964 sono aumentati i finanziamenti a lungo termine, ma sono fortemente diminuiti quelli a breve nonostante l'accrescersi della liquidità del sistema bancario.

L'insieme dei finanziamenti a lungo termine affluiti all'economia in un periodo di tempo determinato, compresi quelli costituiti dalla provvista dei capitali che le imprese effettuano con il collocamento di azioni, misura la dimensione del mercato

dei capitali. In forte progresso tra il 1961 e il 1962, tali finanziamenti sono lievemente regrediti nel 1963 per poi riprendere ad aumentare, fino a toccare nel 1964 l'importo mai prima registrato di 2.844 miliardi.

L'ampliamento del mercato dei capitali è stato ottenuto mediante il trasferimento in esso di disponibilità monetarie. Ciò è stato fatto:

- a) attraverso l'acquisto di obbligazioni da parte della Banca d'Italia e di enti che ottengono da essa i mezzi liquidi che investono; mediante l'acquisto di obbligazioni da parte di aziende di credito, eseguito, oltre che con mezzi propri, con quelli tratti dalla cessione di buoni ordinari del Tesoro alla Banca d'Italia in occasione del mutamento della composizione delle riserve obbligatorie. Il complesso delle obbligazioni sottoscritte dal sistema creditizio è stato di 663 miliardi nel 1963 e di 845 miliardi nel 1964;
- b) attraverso finanziamenti netti di aziende di credito a proprie sezioni, che esercitano il credito a lungo termine, e a istituti speciali dei quali sono partecipanti; attraverso la concessione di mutui, specialmente da parte delle casse di risparmio e del loro istituto centrale di categoria, nonché da parte della Cassa depositi e prestiti. Il totale di queste operazioni è stato di 575 miliardi nel 1963 e di 767 miliardi nel 1964.

Poichè le variazioni della liquidità bancaria in parte dipendono dagli interventi delle autorità monetarie mentre in altra parte ne risentono solo a distanza di tempo, o derivano dall'azione di altri fattori, gli schemi adottati nella Relazione distinguono le variazioni dipendenti dalle decisioni delle autorità monetarie da quelle indipendenti. A loro volta, le variazioni dipendenti sono ripartite secondo che risultino da operazioni dirette delle autorità monetarie o da operazioni da esse consentite.

Se si istituisce il confronto fra i due periodi di nove mesi che vanno dall'aprile al dicembre 1962 e dall'aprile al dicembre 1963, ossia fra un periodo solitamente descritto come quello nel

quale vi fu abbondanza di credito e uno solitamente descritto come quello nel quale ve ne fu scarsità, si osserva che le variazioni della liquidità bancaria determinate da operazioni dirette delle autorità monetarie sono state rispettivamente di 367 e di 737 miliardi di lire. Cioè, la creazione di nuove disponibilità liquide determinata da tali operazioni è stata doppia nel periodo di credito reputato scarso rispetto a quello di credito reputato abbondante; nella fase di credito ritenuto scarso, essa ha superato la perdita di liquidità derivante dal disavanzo della bilancia dei pagamenti. Inoltre le autorità hanno consentito che la liquidità del sistema bancario si accrescesse ulteriormente mediante l'ampliamento di 268 miliardi nell'indebitamento delle banche verso l'estero.

Se il confronto si istituisce sul complesso delle disponibilità monetarie immesse nell'economia, sia attraverso concessioni di credito sia attraverso acquisti di titoli, dal sistema bancario preso nel suo insieme, incluse le operazioni della Cassa depositi e prestiti, si rileva ancora che nel periodo in cui fu attuata la politica di contenimento della espansione creditizia la creazione di credito superò quella verificatasi nel corrispondente periodo dell'anno precedente. Nel periodo aprile-dicembre 1963 essa fu di 2.736 miliardi, mentre in quello corrispondente del 1962 era stata di 2.433. I crediti al Tesoro, dedotti quelli di questo ultimo verso l'economia, furono rispettivamente di 154 e di 190 miliardi. Il totale dei due settori fu di 2.890 miliardi, mentre nello stesso periodo del 1962 era stato di 2.623 miliardi.

Nel periodo aprile-dicembre 1963 una parte delle disponibilità monetarie mutate dal sistema bancario all'economia e al Tesoro fu spesa per finanziare il disavanzo esterno di 614 miliardi, in gran parte attribuibile all'eccedenza di importazioni di beni e servizi; quindi non riflù al sistema bancario. Conseguentemente, di fronte ad un aumento di crediti di 2.890 miliardi, l'incremento delle disponibilità monetarie del pubblico, comprensive della liquidità primaria e di quella secondaria, fu di 2.276 miliardi.

Nello stesso tempo l'indice della produzione industriale manifestò sintomi di arresto del processo espansivo. In verità, una espansione creditizia di eccezionale ampiezza quale quella continuata nella seconda metà del 1963 non potè compensare la carenza di capitali della quale soffrivano le imprese in conseguenza degli aumenti dei costi non trasferiti sui prezzi. La riduzione degli investimenti che ne seguì avviò il processo recessivo; l'espansione del credito valse ad attenuarne l'asprezza, ma andò oltre la disposizione del pubblico a detenere attività liquide.

Nel periodo aprile-dicembre 1964 la politica monetaria è stata orientata nel senso di permettere che l'eccedenza degli acquisti sulle vendite di valute estere derivante dall'avanzo della bilancia dei pagamenti esercitasse l'effetto di aumentare la liquidità del sistema bancario; inoltre quella politica è stata integrata con operazioni che hanno prodotto l'effetto di sovrapporre a quella derivante dalla bilancia dei pagamenti la creazione di ulteriore liquidità. Ne è seguito un apporto di liquidità al sistema bancario doppio di quello verificatosi nel corrispondente periodo dell'anno precedente, che non ha esercitato, per altro, effetti moltiplicativi sul processo di creazione di credito: nel periodo aprile-dicembre 1964 l'espansione del credito, compresa quella attuata mediante acquisti di titoli, è stata, infatti, di 1.626 miliardi e ad essa si è contrapposto un aumento delle disponibilità monetarie del pubblico di 2.383 miliardi, che eccede il primo ammontare per un importo pari al saldo attivo della bilancia dei pagamenti.

La maggiore disponibilità di mezzi liquidi ha indotto il sistema bancario ad accrescere il volume dei crediti accordati, in special modo ai settori delle opere pubbliche e di bonifica, degli oli minerali e della chimica, della metallurgia e della meccanica; ma non ha indotto le imprese ad aumentare gli utilizzi in misura corrispondente. Il sistema economico è apparso debilitato dal susseguirsi degli eventi sui quali attirammo l'attenzione in special modo nell'Assemblea del 31 maggio 1963; si è

diffuso uno stato di incertezza, soltanto in parte dissipato dalla approvazione dei recenti provvedimenti anticongiunturali.

Da quanto esposto si deduce:

- a) l'affermazione che ad un periodo di eccezionale espansione del credito sarebbe succeduto un periodo di eccezionale contrazione non risulta confermata dalle statistiche. Gli interventi delle autorità monetarie provocarono creazione di disponibilità liquide di importo maggiore nel periodo giudicato di credito scarso rispetto al periodo giudicato di credito abbondante;
- b) il credito a lungo termine affluito all'economia in ciascuno degli anni 1962 e 1964 aumentò fortemente rispetto all'anno precedente e nel 1963 si mantenne ad un livello eccezionalmente elevato. Il credito a breve termine seguì ad espandersi nella seconda metà del 1963 in misura uguale a quella dell'anno precedente; l'espansione si è arrestata nel 1964 pur di fronte a un'accresciuta liquidità del sistema bancario;
- c) in presenza di disavanzi della bilancia dei pagamenti di eccezionale ampiezza, l'offerta di credito, contenuta al di sotto della domanda, ha prodotto l'effetto di ricondurre gradualmente la formazione di disponibilità monetarie addizionali entro limiti più prossimi alla propensione del pubblico a detenerle, creando le condizioni nelle quali è divenuto possibile eliminare i disavanzi stessi.

Le considerazioni esposte e le conclusioni che ne sono state dedotte si fondano sull'esame di grandezze aggregate. Scrutando i fenomeni singoli che stanno alla base, constatiamo diversità anche profonde nel comportamento delle grandi e delle piccole aziende di credito, delle imprese del settore pubblico, di quelle del settore privato, delle grandi e delle piccole.

Di fronte all'aumento improvviso delle richieste di crediti nuovi e di fronte all'utilizzo più intenso di quelli in essere, il sistema bancario ha reagito ridimensionando le singole conces-

sioni; ne è derivata la riduzione degli affidamenti a questa o a quella impresa, pur risultando la somma degli utilizzi accresciuta nella misura indicata.

Il comportamento del sistema non è stato esente da critiche; si è affermato che esso avrebbe proceduto a restrizioni dei crediti proprio nel momento nel quale le imprese anelavano ad una maggiore quantità di finanziamenti. Ma si dimentica che i crediti erano stati concessi valutando le occorrenze dei singoli richiedenti in condizioni di normalità, quando cioè esse tendono a variare entro limiti che l'esperienza permette di considerare probabili e con opposto segno fra settore e settore e fra impresa e impresa. Improvvisamente private di gran parte dei redditi dai quali in precedenza avevano tratto i mezzi per finanziare il processo produttivo, le imprese fecero ressa presso le banche insistendo per ampliare i crediti ed utilizzare quelli precedentemente ottenuti anche al disopra del limite delle concessioni. Una modificazione nella distribuzione del reddito di dimensioni imponenti, concentrata in un breve periodo di tempo e accompagnata da un sensibile rialzo dei prezzi, trasferì l'urto sul sistema bancario; di qui la necessità di un'azione di arginamento della pressione che convergeva sulle aziende di credito.

Questa esperienza ci avverte che una politica di attribuzione del reddito ai fattori produttivi attuata con il concorso consapevole dei gruppi organizzati, creerebbe una delle condizioni necessarie non soltanto per il mantenimento della integrità del potere di acquisto della moneta, ma anche per una somministrazione del credito non esposta ad alternanze violente.

A quest'ultimo scopo recheranno giovamento l'attività della Centrale dei rischi e la interpretazione diligente dei dati che essa fornisce. L'ammontare dei crediti individuali da comunicare alla Centrale è stato abbassato a 100 milioni e ci proponiamo di abbassarlo ancora. Crediamo di avere apprestato un servizio organizzato modernamente con l'impiego delle tecnologie più avanzate.

La diversità della reazione del sistema bancario nei confronti delle grandi, delle medie e delle piccole imprese almeno in parte deriva dal diverso grado di utilizzo dei crediti accordati a ciascuno dei tre gruppi. L'indagine condotta sulla base delle informazioni affluite alla Centrale dei rischi mostra che fra il marzo 1964 e il marzo 1965 il più alto rapporto dei crediti utilizzati rispetto a quelli accordati si è riscontrato nelle categorie di crediti da 250 milioni a 1 miliardo; invece, nelle categorie che si collocano al disopra di quest'ultimo limite, la percentuale degli utilizzi si è mantenuta su livelli generalmente inferiori e, dopo il settembre 1964, è diminuita più rapidamente della percentuale complessiva, specialmente nelle categorie di crediti di importo più elevato. Nelle categorie d'importo inferiore a 250 milioni, che riguardano le imprese di dimensioni più piccole, sembra, sulla base delle ultime rilevazioni, che prevalga la tendenza ad acquisire, anche per motivi di prestigio, crediti superiori a quelli che solitamente si utilizzano e a disporre, per questa via, di un'elasticità di cassa maggiore e a più buon mercato di quella delle altre imprese.

Una distribuzione degli utilizzi caratterizzata dal più alto livello di quelli compresi nelle categorie di crediti concessi alle imprese di medie dimensioni produce l'effetto di maggior costrizione che queste avvertono in periodi di contenimento dell'espansione del credito.

In altre occasioni abbiamo attirato l'attenzione sull'elemento di rigidità insito nella circostanza che le grandi imprese avevano in corso di esecuzione imponenti programmi per l'ampliamento dei loro impianti e per la costruzione di impianti nuovi, quando l'alterazione della relazione fra costi e ricavi sottrasse loro una parte dei mezzi finanziari sui quali avevano fatto assegnamento. Poichè la costruzione degli impianti iniziati non poteva essere interrotta senza provocare distruzione di ricchezza, le grandi imprese richiesero maggior quantità di credito a lungo e a breve termine. Quanto più divenne arduo l'accesso al mercato dei capitali, tanto più esse si avvalsero del credito a breve

termine; disponendo di margini non utilizzati, specialmente sui crediti concessi nella forma del conto corrente, aumentarono i prelievi in misura considerevole, mentre le imprese medie urtavano contro la barriera costituita dalla prossimità degli utilizzi al limite dei crediti accordati.

L'intensificarsi della pressione esercitata sul sistema bancario dalle grandi imprese si concentrò sulle maggiori aziende di credito; da parte di queste si verificò il maggior ricorso alla provvista sia presso la Banca d'Italia sia presso banche dell'estero. Esauritisi i programmi di costruzione degli impianti in corso, non essendone stati intrapresi altri di uguale ampiezza ed essendo divenuto più agevole l'accesso al mercato dei capitali, la pressione delle grandi imprese si attenuò, con conseguente alleggerimento della tesoreria di quelle aziende di credito sulle quali si era concentrata in passato. Ai sintomi di riattivazione che qua e là si manifestavano nel sistema produttivo, le aziende di credito di medie dimensioni reagirono con maggior immediatezza, praticando per prime riduzioni sui saggi di interesse attivi ed esercitando un effetto di stimolo su quelle di dimensioni maggiori.

Gli aggiustamenti delle disponibilità monetarie sono stati effettuati senza il ricorso a variazioni del saggio dello sconto, sebbene non fossero mancate sollecitazioni in sede internazionale. Nella scorsa Relazione abbiamo accennato alle conseguenze derivanti dalla mancanza di allineamento fra i saggi di interesse che le aziende di credito pagano per approvvigionarsi di disponibilità monetarie presso la Banca d'Italia, presso altre aziende di credito in Italia, presso banche dell'estero. Crediamo opportuno approfondire ulteriormente questo argomento, identificando gli elementi di rigidità e gli elementi di flessibilità nel sistema dei saggi di interesse.

Come è noto, del sistema dei saggi di interesse applicati dalle aziende di credito nei rapporti con la clientela abbiamo riconosciuto in diverse occasioni le imperfezioni, concludendo

sulla opportunità di procedere un giorno ad un suo adattamento. Il sistema stabilisce limiti minimi alle operazioni attive, limiti massimi per quelle passive. Ne segue che, in periodi nei quali il danaro diviene scarso e i saggi di interesse attivi aumentano, quelli passivi, se le aziende di credito si comportassero disciplinatamente, dovrebbero salire al limite massimo, ma non oltre. Viceversa, in periodi nei quali il danaro diviene abbondante i saggi di interesse sulle operazioni attive cadono, ma non possono scendere al disotto del limite minimo fissato dall'accordo. Poichè tale limite è correlato al saggio ufficiale dello sconto, un abbassamento di questo avrebbe la conseguenza di abbassare anche quello. Ma lo stesso risultato potrebbe essere ottenuto, indipendentemente da una variazione del saggio dello sconto, modificando il rapporto fra quest'ultimo e i saggi di interesse applicabili alle diverse categorie di operazioni attive.

Durante i 18 mesi nei quali la bilancia dei pagamenti ha presentato saldi negativi, le disponibilità monetarie create dal disavanzo del Tesoro hanno compensato quelle assorbite dai disavanzi esterni; le operazioni dirette delle autorità monetarie e quelle da esse consentite hanno aggiunto ulteriori disponibilità per 1.597 miliardi di lire, di cui 404 sono stati attinti alla Banca d'Italia con il risconto, 473 sono stati attinti a banche dell'estero, il resto essendo costituito prevalentemente da operazioni su titoli e da modificazioni del regime delle riserve obbligatorie. I crediti da banche dell'estero sono stati ottenuti pagando un saggio di interesse più elevato del saggio dello sconto. L'ampiezza del ricorso al mercato estero dimostra che l'altezza del saggio di interesse non ha agito da fattore limitativo della domanda di fondi da parte delle aziende di credito.

Incontestabilmente la disciplina dei saggi di interesse attivi e passivi stabiliti dall'accordo interbancario, in quanto ostacola il loro adattamento al variare delle condizioni dell'offerta e della domanda di disponibilità monetarie, contiene un elemento di artificiosità che prima o poi converrà rimuovere. Ma occorre osservare che l'inserimento di uno stimolo concorrenziale più

attivo nel nostro sistema bancario esige che si provveda, con la necessaria gradualità, ad un riassetto organizzativo; ciò in alcuni casi richiede concentrazioni di aziende, alle quali procediamo prudentemente con la collaborazione delle associazioni di categoria, senza rinnegare l'obiettivo di mantenere il nostro sistema creditizio articolato su una molteplicità di centri di decisione indipendenti gli uni dagli altri. L'azione ispettiva, accentuatasi nel 1964, identifica le situazioni aziendali malate e ne avvia il risanamento promovendo combinazioni più consone alle dimensioni di un mercato sollecitato dalla concorrenza interna ed internazionale.

Il rallentamento, verificatosi nel 1963 e nel 1964, del processo espansivo della nostra economia non poteva non provocare immobilizzazioni e, in alcuni casi, perdite. Sebbene questo fenomeno non abbia assunto l'ampiezza constatata in recessioni precedenti, ha esercitato effetti sulle aziende di credito anche in dipendenza dell'altezza dell'indebitamento delle imprese, specialmente di quelle di più recente costituzione, verso il sistema bancario. Il sistema nel complesso ha resistito soddisfacentemente, l'assetto conferitogli dalla legge bancaria del 1936 rispondendo all'esigenza fondamentale della tutela del risparmio. Non sono mancati cedimenti, ma solitamente circoscritti ad aziende di credito di piccole dimensioni; con una accentuazione presso quelle in cui gli azionisti di maggioranza avevano orientato i finanziamenti verso altre imprese possedute e in cui si è dimostrata manchevole, per circostanze varie, la scelta dei dirigenti.

In tutti i casi nei quali si sono verificate situazioni di pericolo siamo intervenuti obbedendo a quello che crediamo essere il fondamentale precetto della legge del 1936: la difesa dei depositanti. La comprensiva collaborazione delle aziende di credito e dei loro istituti centrali ha agevolato il nostro compito. In alcuni casi abbiamo promosso la sostituzione di vecchi con nuovi azionisti. Osserviamo in proposito che l'assenza di norme che assoggettino a controllo i trasferimenti di azioni di aziende di credito costituite in forma societaria ostacola l'espletamento

dei compiti della vigilanza. Rafforzeremo i servizi di vigilanza; moltiplicheremo il numero delle ispezioni. Ma non possiamo tacere che il moltiplicarsi delle ispezioni non sarebbe sufficiente per tutelare i depositanti se la generalità dei dirigenti delle aziende di credito, alla avvedutezza dei quali essi affidano i loro risparmi, non ispirasse, come in fatto ispira, il proprio comportamento alla più assoluta correttezza.

Le leggi sulle casse di risparmio nelle quali fu affermata la natura pubblicistica degli interessi che si congiungono con la raccolta del risparmio e la legge bancaria del 1936, nella quale questa natura fu riaffermata, si proponevano di impedire l'ingresso nei consigli di amministrazione e nelle direzioni delle aziende di credito di persone non munite dei requisiti necessari per assolvere le gravi responsabilità dell'amministrazione della ricchezza altrui. Mentre crediamo necessario richiamare i principi stabiliti in quelle leggi, abbiamo l'obbligo di sottolineare la gravità delle conseguenze che si produrrebbero quando lo spirito di esse non fosse osservato sia dal settore pubblico — al quale compete di decidere la nomina di dirigenti di casse di risparmio, di istituti di credito di diritto pubblico e di banche di interesse nazionale — sia da quanti hanno responsabilità amministrative nell'ambito delle banche popolari, delle altre cooperative di credito, o delle banche private.

Compete ai responsabili della politica del credito di adeguarla incessantemente alle esigenze di una economia in sviluppo, sopprimendo per quanto possibile gli ostacoli che si oppongono all'entrata di nuove imprese nel mercato, e che le stesse discontinuità create dal progresso tecnico concorrono ad innalzare. Le dimensioni ottime che in un numero crescente di settori le imprese devono assumere per divenire competitive tendono ad aumentare; in alcuni casi ciò potrebbe richiedere un riordinamento del complesso delle imprese appartenenti ad un determinato settore allo scopo di promuovere un loro assetto più conforme alle nuove

condizioni della tecnica. Citiamo a titolo di esempio il settore cotoniero, che in paesi a economia di mercato ha costituito oggetto di misure di riordinamento attuate programmaticamente con la partecipazione dei pubblici poteri e delle stesse imprese. Di ciò, del resto, non può non tenere conto anche l'organizzazione istituzionale del credito; conviene che essa si ammoderni nell'intento di recare un contributo alla conservazione di condizioni di concorrenza operativa.

Una delle cause che provocano una distribuzione degli investimenti non corrispondente a quella ottima del sistema nel suo insieme, risiede nell'influenza del potere finanziario delle imprese sulle decisioni di investimento. I grandi complessi, in quanto abbiano nuove tecniche produttive da realizzare o nuovi prodotti da introdurre, possono più facilmente rivolgersi al mercato creditizio per ottenere i capitali occorrenti. Il pericolo è ancora maggiore quando i grandi complessi, per l'appartenenza al settore pubblico, siano in grado di esercitare un'azione di rottura.

Le grandi imprese, specialmente quando appartengono al settore pubblico, hanno sulle piccole il vantaggio di potersi rivolgere contemporaneamente a più d'una azienda di credito. La massima frequenza di aziende di credito affidanti si osserva, infatti, nei crediti di maggior importo, la minima in quelli che stanno all'altro estremo.

I crediti di piccolo e medio importo sono quelli più attentamente scrutinati. Sembra si creda che essi comportino rischi maggiori proprio perchè le imprese che li ricevono sono quelle che possono fallire; mentre i crediti alle grandi imprese, specialmente se appartenenti al settore pubblico, sono ritenuti immuni da questo rischio.

In tutti i casi in cui nell'assistenza finanziaria alla medesima impresa concorrono più aziende di credito, si constata che accanto alle più grandi sono sempre presenti le più piccole; le

grandi procedono attorniate dalle piccole, come se il giudizio di quelle fosse da solo garanzia sufficiente; in alcuni casi si sarebbe indotti a supporre che le aziende di credito minori commisurino i loro interventi su quelli delle maggiori applicando un coefficiente di riduzione.

Da quanto esposto si deduce che gli elementi di rigidità che ostacolano l'adattamento del volume dei finanziamenti al mutare delle condizioni della congiuntura e che tendono a concentrare l'incidenza degli aggiustamenti stessi sulle imprese piccole e medie del settore privato risiedono innanzitutto nell'altezza delle occorrenze del settore pubblico e in special modo degli enti locali, e nell'altezza di quelle per il finanziamento di grandi opere pubbliche e di grandi impianti industriali, sia delle imprese del settore pubblico sia di quelle del settore privato, la cui esecuzione si estenda su lunghi periodi di tempo. Altro elemento di rigidità consiste nella accentuata pressione che queste imprese esercitano sul credito a breve termine, quando il loro finanziamento avvenga (come di fatto avviene) con ricorso sia a questa forma di credito sia a quello a lungo termine, proprio nei periodi in cui il credito a breve sarebbe più richiesto dalle imprese medie.

Nelle economie moderne tende ad aumentare l'incidenza, sul totale degli investimenti, di quelli in opere pubbliche e in impianti che si eseguono nel corso di anni. Ciò richiederebbe la continuità dei flussi del risparmio, potendo altrimenti verificarsi situazioni nelle quali divenga necessario finanziare il completamento delle opere mediante l'espansione della liquidità. Nei paesi finanziariamente più evoluti la continuità dei flussi del risparmio è creata dalla estensione assunta dai fondi assicurativi e previdenziali. La limitata applicazione di sistemi previdenziali basati sulla capitalizzazione ed il proposito di un loro abbandono costituiscono un ostacolo alla creazione nel nostro Paese di un efficiente mercato dei capitali.

## **Fenomeni economici sottostanti a quelli monetari e loro interdipendenze**

Abbiamo misurato l'ampiezza dei fenomeni monetari che hanno accompagnato le vicende della nostra economia negli ultimi anni e la parte che è spettata, nel determinarli, alla spesa pubblica, ai rapporti con l'estero e al sistema creditizio.

Dobbiamo ora tentare di analizzare gli accadimenti sottostanti ai fenomeni monetari, richiamando alcuni caratteri del processo di sviluppo che si è svolto dopo la fase di ricostruzione, ossia a partire all'incirca dal 1950.

Movendo da posizioni di arretratezza tecnologica accentuata e diffusa, l'economia italiana ha realizzato nel periodo apertosi in quel torno di tempo avanzamenti che hanno avvicinato alcuni settori industriali al livello delle economie più progredite. Nel corso di questi anni, ad applicazioni di fattori produttivi aggiuntivi hanno corrisposto aumenti più che proporzionali nelle produzioni. Se si ammette che gli aumenti stessi, nella parte eccedente quella proporzionale alle maggiori applicazioni di capitali e di lavoro, misurino il contributo dell'innovazione tecnologica si arriva per via statistica ad assegnare a questa la metà circa dello sviluppo del reddito conseguito dopo il 1950.

Le applicazioni di capitale, di lavoro e di nuove tecnologie sono state più intense nel settore industriale, nel quale per conseguenza il processo di sviluppo si è concentrato. L'offerta ed il reddito di questo settore crescevano ad un ritmo sensibilmente superiore a quello dell'offerta e del reddito complessivi, al tempo stesso che la domanda di beni prodotti dagli altri settori aumentava più rapidamente della rispettiva offerta. La domanda estera in continua espansione, creando sbocchi nel mercato internazionale all'eccedente offerta di beni industriali, assumeva una funzione essenziale nel sostenere e orientare lo sviluppo. L'aumento dell'offerta del settore industriale non si rifletteva adeguatamente nella diminuzione dei prezzi dei prodotti industriali, men-

tre l'eccesso di domanda negli altri settori determinava sensibili aumenti nei prezzi degli altri prodotti e dei servizi.

Quanto più si intensificavano i rapporti con il resto del mondo, tanto più i prezzi interni erano influenzati da quelli internazionali; d'altro canto, anche il livello dei salari si accostava a quello dei paesi industrialmente più progrediti. Questo moto si accelerava per effetto della crescente attrazione sulle forze di lavoro, da parte di paesi che più estesamente si avvalgono della mano d'opera italiana, provocata dal fatto che in essi, pur in presenza di un'alta congiuntura, si sono interrotti afflussi di mano d'opera da altre provenienze.

La tendenza dei salari in Italia ad accostarsi al livello di quelli di paesi con un reddito medio per persona occupata più elevato, aggravava le tensioni alle quali il sistema produttivo veniva assoggettato: la tendenziale equiparazione dei salari degli operai dell'industria a quelli corrisposti negli altri paesi del Mercato comune non poteva non allungare le distanze fra le diverse categorie di retribuzioni, ampliando così in un primo momento la gamma dei livelli salariali, ma generando al tempo stesso la pressione a restringerla nuovamente mediante l'innalzamento delle retribuzioni più basse. Come effetto complessivo delle spinte iniziali e dei successivi adattamenti settoriali, le retribuzioni medie del sistema si incrementavano più della produttività, e la concentrazione delle forze di lavoro nei grandi aggregati urbani che offrivano maggiori probabilità di miglioramenti economici si intensificava, diffondendo un clima nel quale le rivendicazioni salariali si manifestavano con sempre maggiore asprezza.

Il confronto con i paesi industrializzati, ai quali siamo collegati da relazioni commerciali più intense, dimostra che vi è stato un lungo periodo nel quale lo sviluppo della nostra economia ha proceduto con celerità uguale o maggiore, seguito da un biennio, 1962-63, in cui è stato meno rapido, sino alla fase più recente nella quale, mentre lo sviluppo di quei paesi continua, il nostro perde impeto e quasi si arresta.

Concentrando la nostra attenzione sul periodo nel quale lo sviluppo produttivo è stato più intenso, constatiamo il verificarsi dei seguenti fenomeni: i costi unitari tendono alla diminuzione e si riflettono nell'aumento della competitività dei nostri prezzi e quindi delle esportazioni; l'espansione delle esportazioni attira i fattori produttivi nei settori più concorrenziali; la diminuzione dei costi unitari, soltanto in parte riflessa nei prezzi, accresce i profitti e conseguentemente aumenta gli investimenti in impianti che elevano ulteriormente la produttività del lavoro; quanto più questa aumenta, tanto più i nostri prodotti divengono competitivi e incontrano una domanda in espansione; si estendono così le opportunità di impiego della mano d'opera fino al punto in cui essa viene a scarseggiare, specialmente quella fornita delle necessarie qualificazioni. Risultano tuttavia negletti gli impieghi del reddito in investimenti di carattere sociale, necessari ad apprestare l'ambiente senza il quale riuscirebbe arduo il progresso ordinato di una società basata sul rispetto delle libertà individuali.

Gli aumenti salariali intervenuti in queste condizioni, recando la conseguenza di aumenti dei costi unitari, nella misura in cui si sono trasferiti sui prezzi hanno abbassato il livello di competitività della nostra economia, incidendo negativamente sulla domanda estera; nella misura in cui non si sono trasferiti sui prezzi, hanno provocato la restrizione dei margini di profitto. Ne è derivata una minore propensione agli investimenti e quindi una minor domanda di beni strumentali e da ultimo una minor domanda globale.

Per mantenere il volume degli investimenti, le autorità monetarie avrebbero potuto seguire ad espandere l'offerta di moneta nella quantità necessaria a consentire che si ricostituissero le disponibilità di reddito delle imprese; ma questa politica non avrebbe potuto procedere oltre certi limiti. Infatti, essendo la nostra economia integrata nel mercato internazionale sulla base di cambi fissi, le minori esportazioni e le maggiori importazioni avrebbero frenato l'ascesa dei prezzi; ma ne sarebbe derivato un

crescente disavanzo della bilancia dei pagamenti. Continuando l'aumento dei costi, l'equilibrio delle imprese sarebbe stato ulteriormente danneggiato e le politiche di attivazione o riattivazione degli investimenti sarebbero divenute di incerto successo.

In definitiva, un processo di sviluppo sollecitato dall'espansione della domanda esterna può perdurare in quanto persista la condizione dalla quale esso dipende: aumento dei costi unitari non superiore a quello dell'estero. Quando questa condizione manca, lo sviluppo si rallenta; il fenomeno cominciò a delinearsi nel nostro Paese nel 1962 e ne demmo notizia nella Relazione all'Assemblea dei partecipanti letta il 30 maggio di quell'anno. All'indebolimento della forza di trazione esercitata dalla domanda esterna si è aggiunto quello della domanda di investimenti, conseguente alla contrazione degli autofinanziamenti provocata da un'inflazione dei costi (salari, oneri accessori, imposte).

La contrazione dell'attività d'investimento negli impianti industriali, aggravata nei suoi effetti dai minori investimenti nell'edilizia residenziale, ha assottigliato il flusso di reddito in questi settori, e ha correlativamente ridotto la domanda di beni di consumo proveniente da essi; in tal modo ha comunicato al settore dei beni di consumo, in ispecie durevoli e semidurevoli, l'impulso depressivo dell'occupazione e del reddito, con azione specifica sui margini di profitto e quindi di nuovo sulla domanda di investimento. Si è così instaurata una spirale discendente in cui ogni giro genera le forze che determinano quello successivo.

Una volta toccato questo stadio, alla spinta al rialzo dei costi unitari di produzione esercitata dai salari si è aggiunta quella dovuta alla stessa diminuzione dei volumi di produzione, che riduce la superficie sulla quale si ripartiscono le spese di capitale e gli oneri fissi. L'importanza assunta da tutti questi oneri nelle moderne tecnologie produttive è tale da indebolire la stessa resistenza delle imprese, di fronte alle minacce di sospensione del lavoro da parte operaia. Il processo di lievitazione dei costi unitari ha così mutato natura: la spinta salariale è sfo-

ciata in una situazione di aggravio generale di oneri di impresa per unità prodotta.

Secondo le valutazioni ufficiali, nel 1964 gli investimenti lordi nel settore industriale sono ammontati a 1.750 miliardi, importo che è appena dello stesso ordine di grandezza degli ammortamenti considerati nel calcolo del prodotto netto industriale in una cifra pari a 1.786 miliardi. Se si tiene presente che nel 1964 il completamento di impianti nuovi ha richiesto investimenti di centinaia di miliardi e che i relativi importi sono inclusi nella cifra degli investimenti lordi, si deduce che in un grande numero di imprese non sono stati effettuati investimenti atti a compensare l'usura degli impianti. Se ne ha conferma dall'indagine sulle principali voci dei costi e dei ricavi in alcuni grandi gruppi di industria, contenuta nella Relazione, ove si trovano anche considerazioni metodologiche dirette a porre in evidenza i limiti e la validità dell'elaborazione stessa.

L'indagine considera l'andamento dei prezzi delle principali materie prime immesse nel processo produttivo, da un lato, e quello dei prezzi dei prodotti estratti dal processo produttivo stesso, dall'altro, le ore di lavoro prestate e i salari, vale a dire l'andamento dei costi di lavoro, in modo da calcolare lo spostamento nella distribuzione del valore aggiunto tra il lavoro dipendente e gli altri redditi, residuo questo che comprende i servizi, gli interessi, gli ammortamenti e le imposte.

Da questa indagine appare che nel corso del 1964 un grande numero di imprese non è stato presumibilmente in condizioni di effettuare gli ammortamenti in misura adeguata. Se si considera che l'analisi condotta è necessariamente per grandi settori e che in ciascuno di essi vi sono imprese tecnologicamente più avanzate che hanno potuto sopportare meglio l'urto degli aumenti salariali e che pertanto hanno conservato l'equilibrio economico, la condizione delle imprese meno attrezzate è in realtà peggiore di quella che il dato reddituale medio sembrerebbe indicare.

Nel gruppo delle industrie meccaniche dal 1961 al 1964 i prezzi delle materie prime fondamentali hanno presentato una

diminuzione del 5,8 per cento; i prezzi dei prodotti hanno presentato un aumento del 12,6 per cento; i salari medi orari sono aumentati del 45,6 per cento. Tenuto conto delle ore di lavoro e della produzione ottenuta, si desumerebbe che in questo settore di industria la distribuzione del valore aggiunto abbia subito una alterazione profonda; nel complesso del settore la quota di esso attribuita ai redditi diversi da quelli del lavoro dipendente, comprensivi dei servizi, degli interessi, degli ammortamenti e delle imposte, sarebbe diminuita di un 24 per cento per unità di valore aggiunto. Una diminuzione di questa entità induce a credere che un grande numero di imprese meccaniche nel corso del 1964 non abbia effettuato ammortamenti. Quindi la forza competitiva di questa industria nel futuro risulterà, salvo come si è detto per le imprese che si sono tecnicamente rinnovate, indebolita dall'invecchiamento delle attrezzature che essa impiega.

La stessa indagine riferita al gruppo delle industrie tessili adduce a conclusioni non meno preoccupanti. Questo gruppo partiva nel 1961 da posizioni nelle quali l'asprezza della concorrenza aveva abbassato il livello dei prezzi in prossimità di quello dei costi; esso non disponeva quindi di margini nei quali riassorbire le conseguenze dell'aumento del costo di lavoro per unità prodotta. Di fronte ad un aumento del 4,1 per cento nei prezzi delle materie prime, del 52,7 per cento nei salari medi orari e del 15,8 per cento nei prezzi dei prodotti, l'industria tessile reagiva abbassando il numero delle ore di lavoro a parità di produzione; sopravviveva, escludendo le forze di lavoro addette agli impianti meno efficienti.

Nel gruppo delle industrie metallurgiche i prezzi delle materie prime e dei prodotti sono diminuiti; la produzione industriale è aumentata dell'8,5 per cento mentre le ore di lavoro sono diminuite dell'1,3 per cento. L'effetto congiunto di questi aggiustamenti sarebbe stato quello di compensare l'aumento dei salari medi orari. L'insieme dei redditi lordi, diversi da quelli di lavoro dipendente, per unità di valore aggiunto è aumentato del 4,4 per cento. Occorre considerare però che, nel periodo in esame,

sono entrati in produzione nuovi impianti, provocando un notevole innalzamento del capitale impiegato per singolo addetto. Ne segue che in questo ramo di attività, che in larga parte rientra nel settore pubblico, il raggiungimento dell'equilibrio dei conti economici delle imprese richiede che nel riparto del valore aggiunto una quota maggiore che in passato venga attribuita al fattore capitale.

Nelle industrie chimiche i prezzi delle materie di base sono aumentati del 9,8 per cento; i prezzi dei prodotti dell'8,2 per cento; i salari medi orari del 50,4 per cento; il volume della produzione del 35,4 per cento e le ore di lavoro dell'1,2 per cento. Nonostante il forte aumento della produttività del lavoro, si è verificato uno spostamento dei redditi verso il lavoro dipendente. Se si considera che anche l'industria chimica, sia nel settore pubblico che in quello privato, ha compiuto ingenti investimenti e che essa è costretta ad una rapida rinnovazione degli impianti, non sembra arrischiato arguire che i conti economici non chiudono in equilibrio: non ha luogo, cioè, l'acquisizione di redditi sufficienti per finanziare il rinnovo degli impianti nella misura necessaria per mantenere la competitività del settore.

Nel complesso non sembra contrario alla verità che nel corso del 1964, se si eccettuano i settori nei quali sono stati completati grandi impianti decisi negli anni passati, il progresso dell'efficienza è stato ottenuto specialmente attraverso il miglioramento dell'organizzazione produttiva; ma l'industria non ha potuto continuare nello stesso ritmo di avanzamento tecnologico che ne aveva contraddistinto il comportamento negli anni precedenti e che richiederebbe che essa potesse disporre di più ampi mezzi da destinare non solo al rinnovamento degli impianti, ma anche alla ricerca scientifica.

Dal quadro descritto crediamo si possa trarre la conclusione che l'alterazione del rapporto costi-ricavi sulla quale attirammo l'attenzione nella Relazione letta il 30 maggio 1962, costituisce la causa principale dell'abbassamento del livello degli investimenti e dell'occupazione.

Una politica di reflazione della domanda basata sulla esecuzione di opere pubbliche contribuirà al miglioramento delle infrastrutture sociali, ma gli effetti indotti sul livello degli investimenti si manifesteranno nei limiti entro i quali l'abbassamento dei costi unitari, conseguente alla ripartizione delle spese fisse su un maggior volume di prodotti, non sarà interrotto o neutralizzato dall'aumento dei costi di lavoro. Nel 1964 nel settore industriale compresa l'edilizia il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato del 9,4 per cento.

La continuità di sviluppo della nostra economia dipende dalla ricostituzione dell'equilibrio dei conti economici delle imprese, sia perchè ciò rappresenta la condizione necessaria affinché si impedisca il decadimento delle macchine alle quali gli operai applicano il loro lavoro, sia perchè la mancanza di equilibrio alla lunga menomerebbe la vitalità delle imprese del settore privato che, a differenza di quelle del settore pubblico, incontrerebbero crescenti difficoltà per accedere al credito.

Provvedimenti creditizi destinati a recare soccorso a singole imprese che si dibattono nelle difficoltà derivanti dalla impossibilità di ricostituire durevolmente l'equilibrio fra costi e ricavi, quantunque ispirati a comprensibili considerazioni dirette a lenire la grave situazione dei loro dipendenti, ritardano nondimeno il processo di adattamento alle condizioni di una economia integrata nel mercato internazionale e in definitiva sviluppano effetti negativi sull'occupazione globale. Diffusi soccorsi di questa specie, quando vi si unisse il divieto alle imprese di commisurare i quadri della mano d'opera alle esigenze di produrre a costi competitivi, e si ostacolassero processi di concentrazione diretti a elevare l'efficienza produttiva, avrebbero indubbiamente l'effetto di indebolire, non già di accrescere, la forza di resistenza della nostra economia.

Quando il livello dei prezzi non possa salire per la concorrenza internazionale, la correzione degli effetti di una inflazione spinta dai costi si ottiene con maggiore immediatezza ponendo

in essere provvedimenti diretti ad attenuare l'incidenza degli oneri fiscali sulle imprese. Provvedimenti di questa natura sono stati attuati di recente, ma i loro effetti hanno compensato soltanto parzialmente gli aumenti dei costi di lavoro. Quando le imprese conseguono redditi insufficienti, agevolazioni tributarie in materia di ammortamenti risultano invece scarsamente efficaci, come è attestato dalla circostanza che in numerosi casi gli ammortamenti eseguiti risultano inferiori a quelli consentiti fiscalmente.

Nel corso della Relazione si sono esaminate le esperienze in materia di sviluppo economico fatte da altri paesi. In particolare, si è visto che alcuni di essi, allo scopo di forzare il ritmo di sviluppo, hanno fatto assegnamento su un aumento indiscriminato della domanda ottenuto finanziando con il credito dell'istituto di emissione, ossia con l'espansione monetaria, attività produttive addizionali che non avrebbero trovato sostegno nel flusso di risparmio. Mentre questo indirizzo scoraggiava l'offerta di risparmio, il mantenimento di saggi d'interesse relativamente bassi stimolava fortemente la domanda di credito. La dilatazione creditizia così operata alimentava una sequenza ascendente dei costi e dei prezzi che, fra l'altro, riduceva il valore reale dei crediti concessi e dava quindi luogo al fenomeno tipico delle spirali inflazionistiche, ossia alla coesistenza dell'espansione monetaria con una generale penuria di mezzi. Le distorsioni provocate nella direzione degli investimenti, lo spreco di risorse e l'aumento dei costi determinavano uno scadimento generale del sistema economico. Le conseguenze sul processo produttivo da principio erano celate dal fatto che le imprese, pur in assenza di un effettivo equilibrio tra costi e ricavi, continuavano a produrre, ma riducevano il volume degli ammortamenti. Si giungeva quindi a una situazione di usura e di obsolescenza diffuse degli impianti produttivi: ciò, unitamente alla inadeguatezza e alla insufficiente manutenzione delle infrastrutture, rivelava alla fine l'effetto ritardatore dello sviluppo, inerente a quelle politiche.

## **Necessità di rafforzare la struttura finanziaria della nostra economia**

Il superamento di constatati squilibri dell'economia italiana, che si ottenga non con sacrificio dell'elevata efficienza necessaria per poter affrontare una competizione internazionale sempre più agguerrita, bensì traendo dalla eliminazione degli squilibri stessi — con riguardo particolare ad alcune fondamentali infrastrutture — la possibilità di ovviare ad inconvenienti funzionali che non mancano di tradursi in appesantimenti dei costi aziendali, costituisce l'intento sostanziale del progetto di programma economico, in corso di esame finale per la presentazione al Parlamento. Lo sforzo di conoscenza e di previsione che con esso si compie, in linea anche con le indagini delle prospettive a medio termine effettuate nell'ambito dei paesi del Mercato comune, ha ovviamente richiesto la nostra attenta considerazione, con riguardo sia ai traguardi quantitativi fissati, sia agli strumenti di attuazione previsti, sia, per la particolare incidenza sui nostri compiti, ai connessi problemi di finanziamento.

Costituisce un elemento di distinzione del programma economico, rispetto a quello di altri paesi, il tentativo di analizzare gli investimenti finanziari dei diversi settori dell'economia. Dal canto nostro, abbiamo creduto di recare un contributo alla conoscenza di questi fenomeni con la presentazione di una *matrice finanziaria* nella quale sono analizzati i rapporti di debito e credito fra i vari settori. Gli elementi così coordinati agevolano l'interpretazione delle esperienze degli anni recenti, le quali confermano che il trasferimento di risorse da un settore all'altro della economia, con l'ausilio della intermediazione finanziaria, incontra limiti invalicabili.

Quando, in un assetto di redditi e di imposte orientato verso una maggiore uguaglianza, l'offerta di azioni e di obbligazioni eccede la disposizione a risparmiare in queste forme, si determina una flessione dei corsi che sposta ulteriormente l'inclinazione del

pubblico verso la spesa o almeno verso la detenzione di moneta o di crediti a breve termine espressi in moneta; nell'un caso e nell'altro si ha uno scadimento nella struttura e nel potenziale finanziario dell'economia. Nel nostro Paese questo processo è in atto dal 1961, anche se nell'ultimo anno si è attenuato.

Mentre le occorrenze per finanziamenti a lungo termine sono aumentate senza soste, la possibilità di soddisfarle con collocamenti di titoli presso il pubblico non ha presentato in valori assoluti variazioni apprezzabili, e nel 1963 si è verificato addirittura un regresso; nel complesso di tali collocamenti, quelli costituiti da sottoscrizioni di azioni da parte di residenti si sono mantenuti ad un livello modesto. Conseguentemente, la quota dei finanziamenti a lungo termine, alla quale si è dovuto far fronte con creazione di disponibilità monetarie, è aumentata di anno in anno: essa è stata di 648 miliardi nel 1961 e di 1.326 nel 1964. Cioè, finanziamenti a lungo termine per opere pubbliche e per impianti, e in non pochi casi per disavanzi di gestione di enti pubblici, hanno avuto come contropartita, nella misura del 33 per cento nel 1961 e del 47 per cento nel 1964, liquidità primaria e secondaria della quale sono divenuti titolari milioni di cittadini.

Nelle economie in cui non si verificano mutamenti strutturali dell'ampiezza di quelli in atto nella nostra è possibile stabilire indici significativi di correlazione tra l'aumento del reddito e l'aumento della liquidità primaria e secondaria ed è quindi possibile stabilire se in un periodo di tempo determinato la variazione della liquidità risulti o no conforme alla norma. Nella nostra economia la interpretazione di queste indicazioni è più incerta: ma non ci si può sottrarre alla constatazione che in essa il rapporto liquidità-reddito ha raggiunto un livello assai più alto di quelli intorno ai quali si mantiene in altri paesi sviluppati. La circostanza che questo rapporto è andato ininterrottamente aumentando per molti anni dimostra d'altra parte che la liquidità della nostra economia possiede elementi di stabilità, che fanno apparire eccessive alcune preoccupazioni manifestate in

sedi internazionali. Tuttavia non può non destare perplessità la circostanza che nel nostro Paese una quota cospicua delle attività finanziarie possedute dal pubblico assume forme che consentono ai detentori di procedere con immediatezza al loro disinvestimento senza subire alcuna perdita patrimoniale appena essi decidono di accelerare il ritmo della spesa.

La decisione di spendere non è determinata soltanto dalle disponibilità di moneta e di quasi moneta che ciascuno possiede e dal flusso dei suoi redditi, ma anche dalla possibilità di integrarle con l'alienazione di altri cespiti patrimoniali. Una struttura finanziaria è tanto più efficiente quanto più essa consente il realizzo di titoli senza che questo sposti sensibilmente il livello dei saggi di interesse. Esiste comunque un limite al di là del quale il contenimento dell'aumento dei saggi di interesse può essere ottenuto soltanto accrescendo l'offerta di moneta; ciò è accaduto in Italia negli anni recenti. Mentre l'aumento dell'offerta di moneta poté negli anni 1962 e 1963 essere assorbito nella riduzione delle riserve valutarie ed in un aumento di prezzi che abbassò la competitività delle nostre merci rispetto a quelle estere, nelle condizioni del momento presente l'impatto sulle riserve valutarie potrebbe essere anche più grave, rappresentando esse una minor quota della liquidità primaria e secondaria (7,3 per cento nel 1964 contro 12,8 per cento nel 1961); il sistema economico d'altro canto non sarebbe in condizioni di sopportare ulteriori aumenti di prezzi.

Se questa affermazione è esatta, se ne deduce che i margini di manovra concessi alla politica monetaria nel momento presente e nel futuro prevedibile sono meno ampi di quelli del 1961. Sarebbe maggiore il pericolo derivante dal ripetersi di interventi come quelli con i quali nel quarto trimestre del 1962 e nel primo trimestre del 1963 si arginò la caduta dei corsi obbligazionari, ma si accrebbe in misura eccessiva la liquidità dell'economia. A causa dei realizzamenti di titoli a reddito variabile e a reddito fisso e del diffuso disinteresse dei privati per le nuove emissioni degli uni e degli altri, i collocamenti di titoli presso il pubblico caddero

rispetto a quelli degli anni precedenti. Mentre nel 1961 erano stati di 1.120 miliardi, nel 1963 furono di soli 840 miliardi, a fronte di 2.429 miliardi di finanziamenti a lungo termine; cioè, solo un terzo di tali finanziamenti fu coperto con il provento del collocamento di titoli presso il pubblico. Ne derivarono fenomeni inflazionistici che menomarono la fiducia nella stabilità monetaria e allontanarono i risparmiatori dal mercato nel quale si collocano titoli obbligazionari.

Nel corso della Relazione sono esaminati i fattori di carattere istituzionale che non soltanto nel nostro mercato ma anche in mercati esteri provocano la tendenza ad aumentare l'impiego delle liquidità primarie e secondarie in finanziamenti a lungo termine. L'intermediazione del sistema bancario tende ad esercitarsi in misura crescente nel senso di finanziare acquisti di titoli mediante l'acquisizione di depositi remunerati con saggi di interesse più elevati; ciò sembra corrispondere ad una preferenza del pubblico, che ottiene ad un tempo il più alto grado di liquidità dei propri patrimoni e una retribuzione soddisfacente. La Relazione esamina altresì i fattori congiunturali che nel nostro mercato tendono a rallentare la velocità di circolazione dei depositi. Queste constatazioni confermano che il problema più urgente di fronte al quale sono poste le autorità responsabili è quello di organizzare un efficiente mercato dei capitali nell'intento appunto di contenere il fenomeno della sottoscrizione, con creazione di disponibilità monetarie, dei titoli obbligazionari.

Le emissioni lorde e nette di valori mobiliari dal 1961 in poi sono aumentate senza sosta: nel 1961 l'ammontare delle emissioni lorde era stato di 1.915 miliardi e nel 1964 è stato di 2.687 miliardi; le emissioni nette sono state, rispettivamente, di 1.432 e di 1.927 miliardi. Tutto l'aumento è attribuibile alle emissioni obbligazionarie; aggiungasi che nel 1964 una parte cospicua delle emissioni azionarie è stata assunta da non residenti nella forma di partecipazioni in società italiane. Su un totale di emissioni obbligazionarie nette di 1.372 miliardi effettuate nel corso del 1964, appena 298 miliardi sono stati collocati

presso il pubblico e le imprese assicurative; il resto è stato collocato presso il sistema creditizio e gli istituti di previdenza.

All'aumento delle emissioni di obbligazioni hanno concorso in misura crescente quelle effettuate per conto del Tesoro e quelle dell'ENEL, dell'ENI, dell'IRI, commisurate al 46 per cento del totale delle emissioni nette di titoli a reddito fisso nel 1964. Inoltre, nell'ultimo biennio, quote importanti del fabbisogno di questi enti e delle imprese controllate sono state soddisfatte con il ricorso al credito a breve termine; poichè ciò non potrebbe continuare indefinitamente in futuro, è da presumere che queste emissioni si accresceranno in misura ragguardevole. Ne segue che riuscirà sempre più arduo creare lo spazio necessario per inserirvi più cospicue emissioni da parte degli istituti speciali di credito mobiliare e immobiliare. Queste si sono mantenute negli anni dal 1962 al 1964 su livelli all'incirca invariati. Sono aumentate le operazioni di credito mobiliare e si è modificata la loro distribuzione geografica, essendosi accresciuta la partecipazione dei finanziamenti a industrie situate nelle regioni comprese nella competenza territoriale della Cassa per il Mezzogiorno dal 48 per cento nel 1963 al 61 per cento nel 1964.

La dilatazione forzata del volume delle emissioni obbligazionarie mediante creazione di liquidità ha innalzato in Italia il valore del rapporto tra le emissioni e il reddito nazionale a un livello assai superiore a quello esistente negli altri paesi della Comunità economica europea. Nonostante ciò tutti i settori economici lamentano un'insufficiente offerta di capitali e l'altezza del prezzo di quelli disponibili, senza dare adeguata considerazione al fatto che i saggi di interesse già sono mantenuti artificialmente bassi con creazione di disponibilità liquide. In questi anni si è andata diffondendo la singolare concezione che all'insufficienza di capitali si possa porre rimedio accordando a questo o a quell'ente la facoltà di emettere obbligazioni, e sollecitando quelli che ne sono muniti ad emetterne in gran copia; il problema è sembrato essere soltanto quello di promettere contributi sugli interessi. Amministrazioni autonome sono state

autorizzate ad assumere impegni di spesa prima ancora di aver reperito i capitali. Infine si è suggerito che la provvista di capitali per finanziamenti a lungo termine possa compiersi direttamente presso la Banca d'Italia. Mentre confermiamo che l'istituto di emissione considera l'impiego di somme in titoli emessi o garantiti dallo Stato fra le operazioni mediante le quali esso regola la liquidità dell'economia, crediamo nostro obbligo avvertire della gravità dei pericoli insiti negli indirizzi testè ricordati.

Il progetto di programma economico riconosce che il raggiungimento degli obiettivi è condizionato al verificarsi di una distribuzione del reddito coerente con una adeguata formazione di risparmio. E poichè non è compatibile con il mantenimento dell'equilibrio monetario che l'apporto esterno di risparmio sia affidato esclusivamente all'indebitamento delle imprese, occorre che si restituisca una parte meno inconsistente all'apporto di capitali sotto forma di partecipazioni azionarie: diviene sempre più urgente, a questo scopo, promuovere la formazione di risparmio istituzionale e il suo impiego in azioni.

Conviene osservare che non si è dedicata sufficiente considerazione ai progetti di creazione di appositi fondi comuni di investimento ai quali affluisca una quota di risparmio di lavoratori dipendenti e in special modo quella corrispondente ad incrementi di retribuzioni determinati da meccanismi automatici di adeguamento. Non può neppure tacersi che ha suscitato delusione la mancata approvazione delle norme, proposte da gran tempo, che dovrebbero regolare i fondi comuni di investimento.

Nel corso dei primi mesi del 1965 la situazione del mercato finanziario ha presentato sintomi di miglioramento: importanti emissioni obbligazionarie sono state collocate presso il pubblico; titoli di precedenti emissioni sono in parte defluiti dai portafogli bancari a quelli privati in condizioni di soddisfacente stabilità delle quotazioni. Occorre osservare in proposito che gli acquisti di titoli da parte dell'istituto di emissione o di enti che da esso traggono le disponibilità monetarie sono stati effettuati e devono essere effettuati in base alle quotazioni di mercato.

Trattasi invero di impieghi temporanei, l'obiettivo ultimo essendo e continuando ad essere quello del collocamento presso il pubblico quando le condizioni lo consentano. Ma le emissioni azionarie non hanno potuto essere riattivate, perchè le condizioni del mercato non appaiono ancora sufficientemente ricettive. Nel corso della Relazione abbiamo indicato provvedimenti atti a migliorare tali condizioni ed abbiamo altresì dedicato un ampio esame alle funzioni svolte dagli intermediari istituzionali nei paesi finanziariamente più evoluti. Dobbiamo, per altro, riaffermare che il miglioramento duraturo di esse richiede che il sistema delle imprese abbia nuovamente la prospettiva di conseguire profitti ragionevoli, atti a rafforzarne gradualmente la struttura patrimoniale che, come abbiamo precedentemente comprovato, è stata in numerosi casi menomata.

Nel quarto trimestre del 1964 gli indici della produzione industriale hanno segnato un arresto del processo di flessione, eccettuata l'edilizia e le attività ad essa collegate, e in qualche settore una sensibile ripresa, che è continuata nel primo trimestre del 1965. Al tempo stesso sono comparsi sintomi che sembrano indicare il delinarsi di qualche progresso verso l'equilibrio nei conti economici delle imprese. Occorre per altro sottolineare che i miglioramenti non sono diffusi e che il loro estendersi alla generalità del sistema economico procede lentamente.

La ragionevolezza dimostrata dai lavoratori nei settori di industrie più esposti alle oscillazioni della congiuntura ha certamente concorso all'accadere di questi fenomeni; se ad essa ispireranno il loro comportamento le organizzazioni sindacali, non mancheranno di consolidarsi i miglioramenti verificatisi. In pari tempo si è accentuata la pressione da parte delle organizzazioni sindacali nei confronti del settore pubblico. Quando queste rivendicazioni provocassero l'effetto di aumentare ulteriormente i disavanzi di gestione degli enti pubblici, la conseguenza ultima sarebbe che essi diverrebbero ancora più dipendenti dal credito e quindi sottrarrebbero maggiori quote di esso ai settori privati.

Il ricorso al credito a breve e a lungo termine da parte degli enti pubblici in generale, e in special modo da parte degli enti locali, nel 1964 è aumentato rispetto all'anno precedente. Sempre nel corso del 1964, il rapporto tra i finanziamenti netti a breve e a lungo termine affluiti alle imprese del settore pubblico e quelli affluiti alle imprese del settore privato, considerate nella nostra consueta indagine relativa alle cinquecento imprese, è alquanto aumentato a vantaggio delle prime. L'importo totale dei finanziamenti a breve e a lungo termine, in tutte le diverse forme, affluiti al settore pubblico (comprensivo delle aziende autonome, degli enti locali, di altri enti pubblici e delle imprese a prevalente partecipazione statale) nel 1963 era stato di 1.528 miliardi e nel 1964 è stato di 2.230 miliardi, rappresentando il 69 per cento del totale dei finanziamenti dell'anno.

*Signori Partecipanti,*

crediamo di aver dimostrato che il ristabilimento dell'equilibrio dei conti economici delle imprese del settore pubblico e di quello privato costituisce la condizione necessaria affinché si compia durevolmente la riattivazione della domanda di investimenti e che questa non potrà risollevarsi se non parallelamente al ripristino di quell'equilibrio.

L'osservazione del comportamento delle forze che sospingono verso l'equilibrio o che allontanano da esso induce a ritenere che le prime possano preponderare sulle seconde, ma che il loro effetto si manifesterà gradualmente nel tempo.

Il programma economico, avvalendosi degli elementi di conoscenza oggi disponibili sui fondamentali aggregati e concorrendo esso stesso ad estenderli e ad affinarli, potrà agevolare la valutazione delle misure di politica economica, in termini delle priorità che si intendano stabilire e delle alternative che risulti inevitabile sacrificare o comprimere, in una ripartizione dei mezzi ordinata secondo le esigenze della pubblica e della pri-

vata economia. Lo stesso programma accoglie una politica dei redditi ispirata al principio di contenere il saggio di accrescimento dei redditi monetari da lavoro dipendente in prossimità di quello della produttività media del sistema economico; inoltre ammette che la quota dei profitti debba essere mantenuta all'altezza necessaria per incoraggiare il processo di investimento. Alcune delle grandi organizzazioni sindacali, senza rinunciare all'impiego della forza contrattuale della quale dispongono, affermano il proposito di inquadrare l'azione rivendicativa nel rispetto delle esigenze di una economia aperta: ed è desiderabile e importante che ciò avvenga in occasione dei prossimi rinnovi dei contratti nazionali. La più elevata ricettività del mercato obbligazionario, e la maggiore liquidità del sistema bancario consentono alle imprese di fare assegnamento sui finanziamenti occorrenti per procedere alla introduzione delle innovazioni tecnologiche necessarie a conservare l'efficienza produttiva imposta loro dalle condizioni della concorrenza interna e internazionale. Il risollevarsi dell'attività in alcuni settori della produzione industriale contribuisce a propagare gli effetti degli accresciuti volumi di produzione e quindi consente che la ripartizione degli oneri fissi di impresa avvenga su una maggiore quantità di prodotti.

Per contro, gli elementi di elasticità operanti soprattutto attraverso l'eliminazione degli extra-salari e degli altri compensi di natura straordinaria, che nel 1964 hanno contribuito al contenimento dei costi unitari, sono andati progressivamente esaurendosi. La scala mobile seguita ad agire in senso pregiudizievole al processo di ricostituzione dell'equilibrio, anche se il numero degli scatti prevedibili per il corrente anno è inferiore a quello dell'anno scorso.

In queste condizioni, appare indubbio che il successo di una politica intesa ad avvicinare i livelli produttivi a quelli corrispondenti al pieno impiego delle risorse di capitale e di mano d'opera è subordinato all'attuazione della politica dei redditi.

Concludemmo la Relazione dello scorso anno affermando che le difficoltà incontrate dalla nostra economia non erano incontrollabili, e l'esperienza ha dimostrato che sono state controllate. Nella Relazione di quest'anno abbiamo creduto essere nostro dovere esporre elementi in base ai quali riesca possibile interpretare correttamente alcuni dei problemi di fondo del momento presente. La nostra economia ha retto validamente, nelle sue strutture, l'urto di una pronunciata alternanza ciclica, ma ha subito una seria perdita di reddito. Il progresso della nostra società si misurerà anche dal successo con cui un'azione informata e tempestiva di politica economica, assistita dal concorso cosciente di tutte le categorie, saprà ridurre tali costi negli eventuali ritorni di congiunture avverse.

Compito nostro è quello di promuovere, attraverso un ordinato svolgimento del credito, la diffusione di una disponibilità sempre maggiore di strumenti di lavoro, anche allo scopo di mantenere unite forze umane che altrimenti sarebbero costrette a disperdersi in altre contrade per cercarvi un'occupazione. Ma l'ideale non si esaurisce nel fornire una maggiore quantità di macchine ed accrescere così la massa di cose utili apprestate all'uomo, bensì nell'offrire a coloro che governano le macchine condizioni di vita più desiderabili. Se accetteremo questo ideale e ci ispireremo ad esso, grazie alla capacità di lavoro dei nostri concittadini e nonostante difficoltà temporanee che l'esperienza ha dimostrato essere superabili, il nostro Paese seguirà ad avanzare, anche se con minore impeto di quello che contrassegnò gli anni cinquanta, e, se amministreremo saggiamente, con una più ampia partecipazione di tutti al suo progredire.