

BANCA D'ITALIA

ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA
DEI PARTECIPANTI

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1966

ANNO 1965 (LXXII)

CONSIDERAZIONI FINALI

ROMA
TIPOGRAFIA BANCA D'ITALIA
1966

III. - **Considerazioni finali**

Signori Partecipanti,

la Relazione della nostra Banca deve coordinarsi nel sistema delle fonti di informazione sull'andamento economico e rispetta tale esigenza incentrandosi nell'indagine degli aspetti finanziari. Coerentemente con questa visione, la Relazione che vi viene distribuita, come già quelle che ho avuto l'onore di presentarvi in precedenza, assume ad oggetto di attento esame la formazione della ricchezza mobiliare, i flussi del credito fra i vari settori economici, la gestione di bilancio della pubblica amministrazione, la situazione finanziaria e di reddito delle imprese. L'analisi di questi fenomeni procede per costanti affinamenti annuali, dei quali va data lode ai servizi studi della Banca, e si giova del contributo proveniente dalle relazioni dei capi delle filiali e dalle riunioni periodiche dei dirigenti bancari presso di noi.

La Relazione dà anche conto, più compiutamente che in passato, dell'attività dei vari servizi della Banca. Ai dirigenti e al personale di questi e delle filiali desidero esprimere un cordiale ringraziamento per la competenza e la dedizione che pongono nell'assolvimento dei loro doveri d'ufficio. Dal canto suo, l'amministrazione ha cura di qualificare il personale e di rinsaldarne la compagine, in ispecie mediante corsi di addestramento e convegni di studio in cui gli addetti alle filiali hanno modo di incontrarsi fra di loro e con i dirigenti centrali e peri-

ferici. Siamo convinti che queste iniziative varranno a migliorare sia la selezione dei dipendenti per l'avanzamento sia il clima dei rapporti di lavoro in seno all'istituto.

Mentre la situazione di larga liquidità bancaria perdurata durante l'anno ha limitato la richiesta di facilitazioni della banca centrale, attiva è stata la nostra presenza nelle operazioni finanziarie e nella negoziazione dei cambi. Nel delicato e impegnativo settore della vigilanza sulle aziende di credito, la Banca d'Italia e il mondo bancario piangono la dolorosa perdita dell'Ispettore generale dottor Carlo Possenti.

L'evoluzione economica sulla quale il Governatore è chiamato a riferirvi procede per fasi distinte dal ciclo annuale che regge le nostre assemblee, e secondo tendenze che l'analisi riesce a cogliere nel loro divenire solamente quando sia estesa retrospettivamente oltre i confini dell'annata sotto rassegna. E' perciò che, come già lo scorso anno, devo chiedere alla vostra cortesia di seguirmi nel duplice riferimento agli eventi del 1965 e ad altri che si inseriscono in un periodo più ampio.

La realtà economica ci sollecita a estendere anche nello spazio il campo del nostro esame: non già, come poteva avvenire in passato, per l'opportunità di istituire confronti tra andamenti economici nazionali in buona parte indipendenti, ma per il motivo ben più cogente che, nella materia di nostro diretto interesse, i mercati nazionali vengono gradualmente assumendo la configurazione di parti di un sistema internazionale articolato ma unitario.

E relazioni sempre più intense si vengono stabilendo, all'interno delle stesse economie nazionali, tra l'attività delle banche e quella degli altri intermediari finanziari, tra il mercato dei fondi a breve e quello dei fondi a lungo termine.

Cosicché le operazioni con l'interno e quelle con l'estero, il mercato finanziario e quello monetario, non costituiscono settori

distinti di attività e di analisi, ma si intrecciano a formare un solo tessuto, il cui disegno mi applicherò a descrivere. Per restare nei limiti di tempo appropriati a questa assemblea, dovrò sorvolare su aspetti anche fondamentali della formazione del reddito e dei prezzi, i quali per altro hanno ricevuto adeguata rappresentazione nella Relazione generale sulla situazione economica del paese e nei capitoli analitici di questa nostra Relazione.

I. - I mercati finanziari e l'ordinamento monetario internazionale

I problemi sui quali dapprima ci soffermeremo riguardano la situazione economica internazionale. In particolare si impongono alla nostra attenzione quelli relativi alla provvista di capitali a lungo termine nei paesi dell'Europa occidentale, incluso il nostro, e al modo di operare del sistema monetario internazionale.

Negli anni recenti, le occorrenze di capitali a lungo termine, sia del settore pubblico sia di quello privato, sono venute aumentando in misura superiore alla disposizione del pubblico a effettuare sottoscrizioni di titoli, ai saggi di interesse correnti. Questa divergenza ha posto e pone le autorità monetarie di fronte al dilemma, se stimolare il collocamento di titoli presso i risparmiatori permettendo l'offerta di saggi di interesse più alti; oppure contenere l'innalzamento dei saggi di interesse, aumentando i collocamenti presso le banche e accettando il conseguente accrescimento nell'offerta di moneta e di quegli strumenti di credito a breve termine che si designano con il nome di quasi moneta. Il dilemma è reso più grave dalla estensione assunta nelle economie dell'Europa occidentale dal settore pubblico, il quale esercita una domanda di capitali piuttosto rigida; per conseguenza, diminuisce la sensibilità della domanda complessiva di fondi alle variazioni dei saggi di interesse e si concentra nel settore privato l'aggiustamento reciproco tra offerta e domanda che si compie mercé le variazioni dei saggi.

Ad attenuare l'ampiezza di queste, soccorre la possibilità di riversare in parte sul mercato internazionale gli eccessi di offerta e di domanda che si formano sui mercati nazionali. Per effetto della comunicazione ristabilitasi tra questi, l'aumento dei saggi di interesse in un paese attira capitali dall'estero.

Queste connessioni fanno sì che una parte del fabbisogno di capitali a lungo termine dell'Europa occidentale venga soddisfatta mediante la sottoscrizione di titoli ad opera del sistema bancario e mediante l'afflusso di capitale estero a lungo termine. Mentre per le proprie occorrenze di finanziamento esterno i settori pubblico e privato, e in particolar modo le imprese, fanno appello al mercato dei capitali nelle forme di indebitamento a più lungo termine, il settore delle famiglie non esercita, ai tassi di interesse vigenti, una domanda corrispondente di titoli a lungo termine, preferendo l'accumulazione di ricchezza in forma liquida. La conciliazione di queste diverse preferenze viene realizzata dall'intermediazione bancaria sia nel mercato interno, sia in quello internazionale. Nel primo caso le banche acquisiscono titoli di credito a lungo termine sulle imprese in contropartita di depositi a breve delle famiglie; nel secondo caso iscrivono al proprio attivo crediti a breve termine sull'estero, costituiti dalle valute cedute dalle imprese indebitatesi all'estero a lungo termine. Se l'acquisto dei titoli avviene da parte dell'istituto di emissione, si accresce la liquidità delle banche e quindi la loro capacità di concedere crediti addizionali: si crea cioè moneta capace di generare ulteriore moneta. Un effetto di espansione della liquidità bancaria, analogo a quello sopradescritto, si produce quando le importazioni di capitali dall'estero provocano la costituzione di un saldo attivo della bilancia dei pagamenti finanziato dall'istituto di emissione.

Le considerazioni esposte valgono specialmente per gli anni successivi alla costituzione della Comunità economica europea e all'adozione della convertibilità monetaria, ossia quelli dal 1958 in poi. Nell'insieme del periodo, le occorrenze di capitali a lungo termine hanno manifestato in Europa la tendenza ad

aumentare in misura superiore all'incremento del reddito, sia perché lo sviluppo economico si associa all'elevarsi della proporzione tra le applicazioni di capitale e quelle di lavoro, sia perché una parte dei nuovi investimenti non produce direttamente reddito o lo produce a distanza di tempo, sia infine perché le imprese sono divenute più dipendenti da finanziamenti esterni; del pari, nella pubblica amministrazione si è accentuata la tendenza all'aumento dei disavanzi. Queste forze hanno sospinto verso l'alto i saggi di interesse.

In presenza di una politica monetaria che ha mantenuto relativamente bassi i saggi di interesse negli Stati Uniti, la maggiore altezza di quelli europei ha sollecitato l'afflusso di capitali americani: si potrebbe affermare che, esportando capitali a lungo termine e importandone a breve sotto forma di depositi di dollari presso banche americane effettuati da banche centrali estere, gli Stati Uniti hanno contribuito a soddisfare la richiesta di mezzi di pagamento manifestatasi in una parte del mondo e non coperta dagli interventi autonomi degli istituti di emissione.

Invero, la circostanza che negli anni dal 1958 al 1965 l'Europa occidentale ha accumulato avanzi di bilancia dei pagamenti di un importo all'incirca equivalente ai disavanzi creatisi negli Stati Uniti nello stesso periodo per esportazioni di capitali verso di essa, non è sufficiente per concludere che le forze di propulsione del processo espansivo dei mezzi di pagamento verificatosi all'interno di ciascun paese siano localizzate fuori dell'Europa. Gli istituti di emissione sarebbero stati in ogni caso in condizione di attuare operazioni compensative della creazione di liquidità dovuta all'afflusso di capitali americani, qualora ciò non avesse urtato contro resistenze insite in sistemi economici in sviluppo, i quali proprio per ciò richiedevano una maggiore quantità di mezzi di pagamento.

Nella seconda metà del periodo in esame l'economia americana è stata caratterizzata da un'espansione senza precedenti: gli aumenti dei salari si sono mantenuti mediamente entro i

limiti di quelli della produzione per unità di lavoro occupata; i costi di lavoro sono rimasti relativamente stabili; il livello dei prezzi non ha subito variazioni sensibili; l'ampia formazione di profitti ha diminuito la dipendenza delle imprese dalle fonti di finanziamento esterne, stimolandole a effettuare investimenti attraverso i quali sono state introdotte nuove tecnologie. Lo sviluppo dell'assicurazione e della previdenza sociale sulla base della capitalizzazione ha accresciuto le disponibilità di risparmio istituzionale; la conseguente regolarità dei flussi di risparmio ha migliorato l'efficienza del mercato dei capitali di New York, facendo di esso il centro più importante per il reperimento di fondi a lungo termine.

Durante lo stesso periodo, e in particolare negli ultimi anni, nella maggior parte dei paesi europei la formazione del reddito ha avuto luogo in presenza di aumenti salariali eccedenti quelli della produttività; l'aumento dei costi ha superato quello dei prezzi, e la riduzione dei margini di profitto ha contribuito ad ampliare il divario fra la domanda e l'offerta di capitali a lungo termine e ad espandere l'offerta di mezzi monetari.

Di recente, per effetto delle restrizioni volontarie introdotte negli Stati Uniti alle esportazioni di capitali, le filiazioni delle imprese americane in Europa hanno adottato la politica di finanziare quote importanti dei propri investimenti con capitali tratti direttamente dal mercato europeo. Le emissioni di imprese americane in tale mercato sono in conseguenza fortemente aumentate: nel primo trimestre del 1966 esse hanno toccato la cifra di 220 milioni di dollari; si è accentuata l'elevazione dei rendimenti dei titoli obbligazionari. Questa ha assunto proporzioni tali da indurre qualche emittente a soprassedere al collocamento delle emissioni progettate e quindi a rinviare gli investimenti che esse avrebbero finanziato. Si prospetta perciò la possibilità di una contrazione nel volume degli investimenti produttivi di iniziativa americana; ma la loro eventuale sostituzione con impianti di iniziativa europea non modifica i termini del problema di finanziamento.

Le circostanze indicate sollecitano la ricerca di una politica idonea ad allargare le dimensioni del mercato finanziario europeo, e quindi a ridurre la pressione cui viene oggi sottoposta la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti a causa dell'esportazione di capitali. In tal modo l'acquisizione delle tecnologie più avanzate potrebbe essere mantenuta senza associarsi a un esteso assoggettamento delle imprese europee a quelle d'oltre oceano.

Ma nelle condizioni attuali dell'offerta di fondi a lungo termine, per l'economia europea nel suo complesso il problema continua a essere quello di restringere gli investimenti o di accettare che il livello da essi raggiunto possa generare la creazione di attività finanziarie liquide in misura che non sempre si concilia con il mantenimento della stabilità dei prezzi.

Questa creazione deve essere il prodotto di decisioni nelle quali ciascun paese abbia parte di protagonista, non essendo ammissibile che la formazione di attività liquide all'interno dei singoli paesi dipenda dalla politica di liquidità di quelli che emettono le monete di riserva.

Come è noto, fra i Dieci si svolgono attualmente incontri volti a stabilire una base di intesa in merito ai miglioramenti da apportare al sistema monetario internazionale, compresa la creazione di nuovi strumenti di riserva, qualora se ne presentasse la necessità, in modo da consentire una disponibilità di mezzi di pagamento in linea con le esigenze dell'economia mondiale. Le trattative proseguiranno verosimilmente in un ambito più vasto per tener conto degli interessi di altri paesi non appartenenti al gruppo. A questo proposito non possiamo non ricordare che in ripetute occasioni, e particolarmente in quella offerta dalla riunione annuale del Fondo monetario internazionale dello scorso settembre, le autorità italiane hanno fatto conoscere la loro opinione su questi problemi. I numerosi progetti di riforma finora discussi tengono ampiamente conto dei nostri punti di vista sia per quanto concerne i principi sia per quanto si riferisce ai metodi; in modo particolare, riguardo a questi ultimi, è stato riconosciuto che la creazione di nuovi mezzi di riserva dovrà aver

luogo in stretta associazione con il Fondo; che il controllo sulla creazione dei nuovi mezzi dovrà essere esercitato collettivamente dal gruppo di paesi sui quali grava l'onere di fornire le risorse reali sottostanti; che la distribuzione dei nuovi mezzi non verrà effettuata in proporzione alle disponibilità in oro, ma sulla base di criteri meno arbitrari e che, infine, la loro utilizzazione dovrà avvenire in maniera da non indebolire la disciplina monetaria dei paesi membri.

La premessa delle trattative in corso è il riconoscimento, almeno da parte dei paesi industriali, che non esiste attualmente una penuria di liquidità internazionale e che l'entrata in vigore di un eventuale accordo è subordinata alla eliminazione di disavanzi persistenti nella bilancia dei pagamenti dei paesi a moneta di riserva e al miglioramento dei meccanismi di prevenzione e di aggiustamento degli squilibri esterni. Su questa duplice esigenza pongono in particolar modo l'accento i paesi europei; le autorità francesi, dal canto loro, sono pervenute alla conclusione che l'assenza delle due condizioni preliminari renda prematuro lo sforzo inteso al raggiungimento di un accordo.

Noi riteniamo, viceversa, che un accordo in merito alla creazione di nuovi mezzi di riserva, accompagnato da un rafforzamento della sorveglianza multilaterale e da intese relative a una politica comune di amministrazione delle riserve, sia indispensabile alla stabilità del sistema monetario internazionale e che sia quindi nell'interesse dei principali paesi industriali di adoperarsi per contribuire al raggiungimento dell'accordo stesso. Se ciò non avvenisse, il sistema monetario internazionale potrebbe evolvere verso strutture nelle quali il problema della creazione di nuove liquidità si confonderebbe con l'altro, degli aiuti ai paesi meno sviluppati, il che creerebbe nell'economia mondiale le premesse di tensioni inflazionistiche difficilmente controllabili, e in definitiva nemmeno utili a quei medesimi paesi che avessero spinto in tale direzione; oppure la solidarietà fra i principali paesi industriali responsabili del corretto funzionamento del sistema potrebbe spezzarsi, facendo cessare l'accettazione del dol-

laro quale moneta di riserva e conducendo all'istituzione di cambi fluttuanti e quindi all'arresto del processo di integrazione fra i mercati finanziari europei tendente alla formazione di un mercato unico.

II. - Composizione della ricchezza mobiliare nazionale ed esigenze di finanziamento

Ci volgiamo ora a considerare i termini nei quali il problema del finanziamento non inflazionistico dello sviluppo si presenta nell'economia italiana, ponendo a raffronto, nei dati di previsione e in quelli consuntivi, la domanda e l'offerta delle attività finanziarie che costituiscono la ricchezza mobiliare. In esse comprenderemo le azioni, le obbligazioni, i titoli di Stato, i depositi presso le casse postali, i depositi bancari e i biglietti di banca detenuti dagli enti, dalle imprese pubbliche, da quelle private e dalle famiglie.

Nel procedere a questo esame, in sostanza, riprenderemo e continueremo il discorso iniziato un anno fa in questa stessa sede, allorché rilevammo come il programma a medio termine delineato per lo sviluppo economico del nostro Paese fosse caratterizzato da uno schema di conti finanziari della nazione, riferiti a grandi settori di investimento: la pubblica amministrazione con le aziende autonome, le imprese pubbliche, l'edilizia, l'agricoltura, e un quinto settore di altre attività nel quale sono comprese l'industria e il commercio. Mediante questa intelaiatura contabile si è cercato di valutare l'indebitamento netto da parte dei settori i quali attuano investimenti di importo superiore al risparmio che realizzano nel loro interno e la corrispondente formazione di nuove attività finanziarie presso il settore delle famiglie; tale formazione dovendo essere coordinata con lo sviluppo del reddito reale, in un rapporto che consenta il mantenimento dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Nel quinquennio 1966-1970, secondo il disegno programmatico, il processo di sviluppo susciterebbe una domanda di mezzi finan-

ziari, da parte dei cinque grandi settori di investimento nei confronti del settore delle famiglie, che si può stimare dell'ordine di 18.000 miliardi, cioè, mediamente, di circa 3.600 miliardi l'anno di lire con potere d'acquisto 1964. Competerebbe alla politica economica contenere la domanda di mezzi finanziari nei limiti indicati, che si suppongono compatibili con la propensione delle famiglie ad accettare di includere nei loro patrimoni quantità equivalenti di titoli, di depositi bancari e di biglietti di banca; spetterebbe alla politica monetaria determinare le condizioni idonee a differenziare le attività finanziarie, mantenendole in proporzioni gradite a coloro ai quali vengono offerte, uno degli strumenti essendo le variazioni dei saggi di interesse.

La serietà del compito consistente nel sollecitare un flusso di risparmio adeguato, nelle dimensioni e nelle forme, a soddisfare fabbisogni dell'ordine di grandezza ora indicato, prende luce dai dati consuntivi degli scorsi anni circa le variazioni della ricchezza mobiliare.

Alla fine del 1958 la ricchezza mobiliare posseduta dai vari settori dell'economia (esclusa la pubblica amministrazione) ascendeva a 21.100 miliardi di lire; alla fine del 1964, essa era salita a 41.900 miliardi, con un incremento medio annuale di circa 3.500 miliardi. La rilevazione della quota posseduta dalle famiglie ha inizio dal 1964, anno nel quale l'aumento delle loro attività finanziarie nette fu inferiore a 2.000 miliardi.

A questa accumulazione di attività finanziarie si sono accompagnate nel sessennio due importanti variazioni di struttura, consistenti nell'accrescimento del peso delle componenti più liquide e, fra quelle meno liquide, nello spostamento verso i titoli a reddito fisso; l'una e l'altra variazione concorrendo a ridurre il peso dei titoli azionari. Ad esse si è associato uno spostamento verso il sistema bancario del possesso dei titoli a reddito fisso.

Secondo i dati contenuti nelle tavole della Relazione, la consistenza delle attività finanziarie dell'economia costituite da crediti liquidi è salita da 11.400 miliardi alla fine del 1958 a 24.600

sei anni dopo. Questa componente è formata pressoché per intero da moneta e quasi moneta, essendo di entità trascurabile i titoli a breve termine. La proporzione della moneta e quasi moneta sul totale delle attività finanziarie è salita dal 54 per cento nel 1958 al 59 per cento nel 1964; rispetto al reddito nazionale essa è aumentata, fra gli stessi anni, dal 58 al 70 per cento.

Il secondo mutamento strutturale è lo spostamento verso il reddito fisso. Esso si compendia nei dati che seguono, i quali fanno astrazione dalle variazioni dei corsi azionari. Alla fine del 1958 il totale dei titoli in circolazione detenuti dall'economia ammontava a 8.107 miliardi, dei quali 2.470 a reddito fisso; alla fine del 1964 esso era salito a 11.599 miliardi, dei quali 5.078 a reddito fisso. La partecipazione dei titoli a reddito fisso al complesso dei valori mobiliari è dunque salita dal 30 al 44 per cento.

Le tendenze osservate nel sessennio sono proseguite nel 1965; la quota della moneta e quasi moneta sul totale delle attività finanziarie dell'economia è ulteriormente salita al 60 per cento; la quota dei titoli a reddito fisso sul totale dei valori mobiliari al 47 per cento.

Abbiamo sottolineato, con riferimento all'Europa occidentale nel suo insieme, che una parte degli strumenti di debito a lungo termine si è collocata presso il sistema bancario, trovando quindi contropartita nei debiti a breve termine di quest'ultimo verso i detentori di biglietti e depositi. L'Italia è fra i paesi in cui il fenomeno ha assunto proporzioni maggiori.

L'indebitamento a lungo termine delle imprese pubbliche e private e della pubblica amministrazione è aumentato di 10.490 miliardi nel sessennio 1959-1964. La quota collocata presso le famiglie e le imprese e nelle riserve matematiche delle compagnie di assicurazione è stata di 7.334 miliardi; il resto, 3.156 miliardi, ha trovato sbocco nei portafogli delle banche.

A sua volta, questa espansione è avvenuta parzialmente in corrispondenza dell'aumento del reddito nazionale in termini reali e di una flessione nella velocità di circolazione della moneta;

per il resto ha esercitato un effetto inflazionistico, ossia è stata assorbita dall'aumento del livello generale dei prezzi.

All'interno del sessennio, si osserva un graduale incremento nel flusso annuale dell'indebitamento a lungo termine: da 847 miliardi di lire nel 1958 a 2.256 nel 1964; in termini di reddito nazionale, dal 4,7 per cento nel 1958 al 6,8 per cento nel 1964. La quota di questo flusso annuale acquisita dal sistema bancario è venuta nel tempo stesso aumentando da 238 miliardi nel 1958 a 955 nel 1964; per modo che, nonostante l'ampiezza delle emissioni, la parte occupata dai titoli sul totale delle attività finanziarie possedute dagli investitori finali (famiglie e imprese) è progressivamente diminuita dal 38 per cento nel 1958 al 28 nel 1964. In particolare, la quota del possesso azionario analogamente calcolata è scesa dal 27 al 16 per cento.

Ancora una volta, le tendenze affermatesi lungo il sessennio sono proseguite nel 1965. La formazione di nuovi debiti a lungo termine è stata pari nell'anno a 2.927 miliardi. Essa è stata finanziata mediante provvista sul mercato dei capitali a lungo termine per 1.632 miliardi e con formazione di attività liquide per i rimanenti 1.295 miliardi.

Se alla provvista sul mercato dei capitali si aggiungono le disponibilità liquide costituite in contropartita di crediti a lungo e breve termine sull'interno e sull'estero e di crediti alla pubblica amministrazione, si ottiene la formazione delle attività finanziarie dell'economia verificatesi nell'anno. Nel 1965 essa è stata di 5.370 miliardi e la parte spettante alle famiglie, al netto dei loro debiti, dell'ordine di grandezza di 3.000 miliardi di lire con potere di acquisto 1964, presentando un aumento rispetto all'anno precedente di circa 1.000 miliardi, attribuibile per una metà alle obbligazioni e per l'altra metà ai depositi a risparmio. Il forte aumento delle obbligazioni sottoscritte dalle famiglie, mentre comprova il ricostituirsi della fiducia nei titoli a reddito fisso, documenta l'impegno posto dalle aziende di credito nel collocare i titoli presso il pubblico. Nonostante ciò, è stato necessario assorbirne quantitativi imponenti nei por-

tafogli bancari, perché nel 1965 l'aumento delle emissioni obbligazionarie è proseguito a ritmo incalzante.

Le tendenze descritte si riflettono nella distribuzione del possesso di titoli a reddito fisso. La consistenza dei titoli a reddito fisso collocati all'interno a fine 1958 era di 4.217 miliardi: i 2.470 già indicati come in possesso dell'economia e 1.747, ossia il 41 per cento del totale, nei portafogli delle istituzioni creditizie. Su una consistenza aumentata, sempre nei dati di fine anno, a 10.687 miliardi nel 1964 e 12.800 miliardi nel 1965, la quota in possesso delle istituzioni creditizie è salita rispettivamente a 5.605 e 6.884 miliardi, ossia al 52 e al 54 per cento.

Nel commentare l'inserimento del sistema bancario nel mercato dei capitali, ebbi a osservare che, quando l'offerta di fondi si rivela inadeguata ai fabbisogni derivanti da vasti programmi di investimento in corso di esecuzione, le autorità vengono poste nell'alternativa di accettare la distruzione di ricchezza che deriverebbe dalla loro interruzione, o di provvedere a finanziarli con la creazione di mezzi monetari. Per questa ragione l'aumento in atto nell'entità di quegli investimenti, sia del settore pubblico sia del privato, che entrano in produzione a notevole distanza di tempo dal momento nel quale sono stati iniziati, insieme con la tendenza espansiva nel disavanzo di parte corrente della pubblica amministrazione, condiziona fortemente la libertà di intervento delle autorità monetarie nel regolare il volume complessivo del credito, e assegna alla programmazione degli investimenti e alla loro coordinazione con la spesa pubblica, una funzione essenziale tra gli strumenti di una politica la quale intenda proporzionare l'offerta di mezzi monetari all'incremento del reddito in termini reali nel rispetto dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Nel 1965 le emissioni di valori mobiliari sono state di 3.185 miliardi, mentre nel 1964 erano state di 2.767 miliardi; al netto sono state di 2.347 miliardi e hanno superato le emissioni del 1964 di 342 miliardi. Le emissioni nette di titoli a reddito fisso sono state di 1.971 miliardi e la quota di esse costituita da obbligazioni

del Tesoro e per conto del Tesoro, dell'ENEL, dell'ENI, dell'IRI inclusa la società Autostrade ha rappresentato il 66,9 per cento del totale, mentre quelle degli istituti speciali di credito hanno rappresentato il 32,8 per cento. Se si considera che anche una parte cospicua del ricavo delle emissioni degli istituti speciali di credito è stata avviata al finanziamento di investimenti promossi dai pubblici poteri, risulta che la quasi totalità della provvista di capitali sotto forma obbligazionaria è stata orientata secondo le decisioni del settore pubblico. L'assorbimento da parte dei sottoscrittori privati, che era stato pari a circa due terzi delle emissioni nel 1961, è disceso negli anni successivi fino al 1964 intorno a un terzo, per risalire nel 1965 a due quinti. La restante parte è stata collocata presso il sistema creditizio e presso gli istituti previdenziali; in particolare la quota sottoscritta dalle aziende di credito e dai loro istituti centrali di categoria, che nei trenta mesi dal gennaio 1962 al giugno 1964 si era commisurata al 32 per cento delle emissioni, si è innalzata al 55 per cento nei diciotto mesi dal luglio 1964 al dicembre 1965.

La crescente partecipazione dei pubblici poteri all'orientamento del risparmio verso gli investimenti si associa largamente con la concessione di contributi e garanzie per scopi giudicati di interesse generale. Ma l'abbassamento del costo del capitale e gli apporti gratuiti da parte dello Stato attenuano la sollecitudine degli imprenditori nel cercare le soluzioni che contengano l'impiego del capitale entro i limiti strettamente necessari. Le economie socialiste hanno avvertito questa esigenza e vanno gradualmente sopprimendo il sistema di dotare le imprese di capitali a titolo gratuito per sostituirvi crediti sui quali le imprese sono tenute a pagare rate di ammortamento e interessi. Aggiungasi che l'altezza dell'indebitamento rispetto agli investimenti, ove sia spinta al punto di escludere in linea di fatto gli apporti di capitale proprio da parte dell'imprenditore, distrugge l'elemento di rischio che contraddistingue e qualifica l'impresa privata.

Anche l'esercizio della funzione creditizia, mediante la quale gli istituti che amministrano capitali tratti dal mercato con il collocamento di obbligazioni li destinano al finanziamento di imprese reputate idonee a restituirli secondo il piano di ammortamento convenuto, risente dell'intervento di organi centrali ai quali compete di decidere la concessione di contributi. L'intervento di tali organi non comporta necessariamente un giudizio sulla solvibilità delle imprese; ma costituisce certamente un elemento che sul piano morale attenua le responsabilità dei concedenti il credito.

I sistemi di incentivazione sono intesi principalmente a sollecitare i processi economici nel senso dello sviluppo, sia favorendo i nuovi insediamenti industriali, sia promovendo nelle strutture esistenti quelle altre modificazioni che siano giudicate conformi alla realizzazione di una maggiore produttività e di un migliore assetto sociale. Esiste però l'insidia che, di fronte ai costi umani che queste trasformazioni comportano nel primo momento e alle pressioni degli interessi costituiti, i crediti agevolati e gli altri interventi statali di analogo intento vengano volti piuttosto a sostenere imprese ed assetti minacciati dai mutamenti nelle tecnologie, nei gusti e negli altri dati di mercato, o da cattiva gestione; ossia vengano orientati in concreto verso limitati fini di protezione e conservazione con sacrificio degli obiettivi maggiori. Queste considerazioni dovrebbero indurre a riesaminare il sistema delle agevolazioni, e probabilmente a sfrondarlo in qualche parte e a indirizzarlo con maggior rigore verso fini validi nel lungo periodo.

Ogni attenzione dovrebbe dedicarsi al problema della riforma dell'ordinamento tributario riguardante l'esercizio della funzione creditizia globalmente considerata; converrebbe a tal fine mitigare quei tributi che mancano degli elementi di flessibilità necessari all'efficace funzionamento del mercato dei fondi a breve e a lungo termine, e non possono essere razionalmente distribuiti, gravando sopra gli intermediari finanziari e risolgen-

dosi in ultima istanza in un aumento del costo del credito per la generalità dei produttori.

Se si desidera ricondurre il finanziamento delle imprese produttive verso una struttura equilibrata, nella quale abbia più larga parte il capitale di rischio, occorre che si proceda sollecitamente all'annunciata riforma delle società per azioni, integrandola con l'istituzione dei fondi di investimento, secondo il progetto governativo recentemente esaminato dal CNEL. La riforma investe problemi tecnici assai complessi e presenta numerosi aspetti, alcuni dei quali vanno sottolineati in questa sede.

Opportune sono le innovazioni intese a creare nuovi strumenti di finanziamento delle imprese costituite nella forma della società per azioni e a rendere più efficaci quelli esistenti: il riconoscimento legislativo delle obbligazioni convertibili in azioni, la più completa disciplina delle attuali azioni con voto limitato (che verranno ad assumere il nome di azioni di risparmio), la disciplina delle società di investimento mobiliare e quella dei fondi comuni di investimento. Parimenti opportune, nella volontà di salvaguardare il risparmio, sono le diverse disposizioni che assicureranno una più completa tutela patrimoniale dell'azionista, le quali vanno dalla disciplina più rigorosa del diritto di opzione e del sovrapprezzo alla determinazione dei rapporti di cambio fra le azioni in sede di fusione, al diritto individuale al risarcimento del danno derivante da deliberazioni contrarie alla legge o allo statuto.

Encomiabile è l'intendimento, al quale il progetto si ispira, di eliminare le situazioni anomale e sostanzialmente irregolari, sia sotto il profilo della consistenza patrimoniale, sia sotto quello dell'esercizio del voto, che si verificano attualmente per le azioni della società controllante possedute dalle società controllate, negli incroci azionari e nella prassi delle deleghe all'esercizio del voto.

La stabilità delle amministrazioni delle grandi imprese societarie troverà strumenti più corretti nella minore necessità di ricorrere alla emissione di azioni ordinarie, in seguito alla

possibilità di rivolgersi sia alle azioni di risparmio, sia, anche se transitoriamente, alle obbligazioni convertibili, nonché nel riconoscimento dei fondi di investimento. Questi fondi si presentano quindi non soltanto come strumento idoneo a raccogliere e convogliare il risparmio verso le imprese produttive e come fattore di equilibrio per le borse, ma anche come elemento di stabilità nei confronti degli organi amministrativi delle grandi imprese societarie: onde non pare giustificata una eccessiva limitazione del possesso di azioni ordinarie da parte di essi.

Importante sia come mezzo di controllo della pubblica opinione sull'operato degli amministratori, sia come elemento di informazione del mercato e di tutela dei risparmiatori, è la completa pubblicità sulla situazione patrimoniale e sulla gestione dell'impresa, periodicamente e in occasione delle operazioni con le quali essa fa appello al risparmio.

Dalle modificazioni legislative accennate deriverà, sul piano civilistico, una disciplina assai rigorosa delle società per azioni, tale da offrire ai risparmiatori e più in generale alla collettività le maggiori garanzie sul loro corretto funzionamento. Analoghe garanzie non potrebbero derivare da interventi di carattere pubblico e burocratico, sia per l'entità dei controlli che si dovrebbero istituire, sia per la varietà delle forme imprenditoriali e delle decisioni connesse. Per altro verso, siffatti controlli rischierebbero di trasformarsi in interventi nella gestione e nelle scelte imprenditoriali, facendo venir meno la responsabilità di coloro ai quali le scelte sono affidate e lo spirito di iniziativa indispensabile per lo sviluppo economico.

III. - L'intervento delle aziende di credito nel mercato finanziario

L'allargamento dei mercati finanziari determina una riduzione nell'importanza relativa della moneta e della quasi moneta nella composizione della ricchezza mobiliare. Esso infatti migliora il grado di negoziabilità per i titoli che sono concorrenti

della moneta e per i titoli pubblici lo avvicina a quello della moneta stessa, anche se nessun progresso riuscirebbe a eliminare il più alto costo di negoziazione dei titoli rispetto alla immediata spendibilità propria del denaro.

Si è visto tuttavia che, nel caso particolare dell'Italia, dal 1958 al 1965 l'importanza relativa della moneta e quasi moneta rispetto ai titoli è aumentata: il fenomeno ha proceduto in parallelo con l'indicato aumento degli investimenti in titoli da parte del sistema bancario, mostrando una accentuazione negli anni più recenti, durante i quali, nonostante l'accrescersi della liquidità, le aziende di credito hanno sollecitato l'acquisizione di una maggiore quantità di depositi con l'offerta di saggi di interesse più alti, proprio mentre la concorrenza nella ricerca degli impieghi abbassava il prezzo del denaro da esse prestato. Mantendosi la liquidità abbondante, le banche hanno destinato maggior quantità di mezzi all'acquisto di titoli; inoltre quote importanti di essa sono state impiegate per estinguere l'esposizione debitoria nei confronti dell'estero e in alcuni casi per costituire una posizione creditoria.

In pari tempo, nelle aziende di credito i costi di lavoro per unità occupata sono aumentati, il numero delle unità occupate non è diminuito e le spese generali hanno subito aumenti non lievi.

Qualcuno si è chiesto se il comportamento dei dirigenti delle aziende di credito risponda alla esigenza di combinare le operazioni attive e quelle passive e le loro condizioni in maniera da pervenire a un livello soddisfacente di profitti, o non sia dettato dal proposito di conquistare quote di mercato più ampie per motivi di prestigio. Riuscirebbe impossibile esprimere un giudizio al riguardo, se non ci si soffermasse a esaminare la struttura dei costi bancari e il suo grado di adattabilità al mutare delle condizioni del mercato.

I costi relativi alla provvista si possono determinare con ragionevole approssimazione deducendo dai costi complessivi dell'esercizio bancario quelli dovuti ai servizi di intermediazione,

quali la compravendita e la custodia dei titoli, che si suppongono uguali ai ricavi tratti dai servizi medesimi. Così procedendo, si ha che nel 1964 il costo della provvista, per il sistema bancario preso nel suo insieme, si è aggirato intorno al 6 per cento. Le spese di amministrazione, fra cui preponderano quelle relative al personale, vi hanno concorso per circa la metà; gli interessi passivi, al lordo della imposta di ricchezza mobile di categoria A, per l'altra metà. Le spese di amministrazione relative alla provvista rappresentavano un massimo presso le aziende di credito comprese nella zona delle minori e un minimo presso quelle comprese nella zona delle maggiori.

Per l'azienda di credito, l'insieme di queste spese varia meno che proporzionalmente alla massa amministrata; pertanto, l'acquisizione di depositi e di impieghi addizionali può migliorare i risultati economici dell'esercizio, anche quando il margine tra i tassi attivi e quelli passivi sia decrescente.

La conclusione ora enunciata è riferita al risultato economico immediato di una concorrenza vivace e alla singola azienda; si modifica ove queste due limitazioni siano rimosse. Il risultato economico di secondo tempo può essere infatti negativo per l'azienda che cerca di aumentare la sua quota della raccolta complessiva del sistema, se i maggiori tassi corrisposti per i depositi di nuova acquisizione si estendono a quelli precedentemente in essere. Per il sistema, esso può diventare negativo anche prima, se l'effetto complessivo di acquisizione di nuovi depositi è modesto, ossia se l'aumento dei tassi sui depositi non sollecita un aumento adeguato nella preferenza dei risparmiatori per la liquidità.

Riteniamo che esista un certo consenso di opinioni circa la rispondenza all'interesse generale dell'azione della concorrenza, la quale restringe i margini unitari degli intermediari e promuove lo sviluppo del volume degli affari. Ma osserviamo che, nel caso delle aziende bancarie, la richiamata rigidità delle spese amministrative, e in particolare la tendenza espansiva di quelle di personale, costituisce un vincolo alla gestione aziendale che non appar-

tiene interamente agli schemi della concorrenza e che può far inclinare le decisioni dei dirigenti bancari verso un inasprimento di questa, nocivo allo stesso interesse generale. Di simili asprezze si hanno vari esempi, fuori di casa nostra, nel momento presente. Vi sono casi nei quali le banche sottraggono l'una all'altra non soltanto i depositi esistenti, ma quelli che non esistono ancora, impegnando i grandi clienti a versare su chiamata, alle date convenute, determinate somme contro corresponsione di saggi di interesse di altezza sconosciuta nel nostro mercato.

La valutazione che deve darsi di queste politiche delle aziende bancarie va anche riferita alla struttura del loro attivo, ossia alla natura degli impieghi e degli investimenti che stanno a fronte dei vecchi e dei nuovi depositi. Da essa dipende infatti, in buona parte, la libertà di atteggiarsi della politica monetaria nelle varie congiunture.

In un ambiente economico, nel quale si suppongono dati il livello e la distribuzione dei redditi, e una certa struttura produttiva, anche i fabbisogni di credito di esercizio sono dati; l'estensione dell'intermediazione bancaria può dunque avvenire sia operando più largamente all'estero, sia, ed è questa la direzione principale, verso la zona del lungo termine.

La posizione attiva e passiva delle nostre banche verso l'estero è venuta rapidamente aumentando. E' probabile che l'amministrazione di questa posizione acquisisca redditi di ammontare limitato; ma trattasi comunque di redditi addizionali. Attualmente la posizione sull'estero, tanto che la si misuri sulla consistenza dell'attivo, come su quella del passivo in valute estere, colloca le banche italiane in prossimità di quelle dei paesi finanziariamente più avanzati; la quota del mercato dell'euro-dollaro amministrata dalle banche italiane rappresenta circa il 13 per cento del totale. In periodo recente le nostre banche hanno anche partecipato con maggior frequenza a sindacati di collocamento di titoli emessi da società estere.

L'estensione dell'intermediazione bancaria verso la zona del lungo termine comporta il finanziamento della formazione di

capitali fissi che per l'impresa affidata è integrativo o sostitutivo dell'autofinanziamento e della provvista sul mercato dei capitali. Questa estensione può avvenire nella forma del finanziamento diretto delle aziende utilizzatrici da parte delle banche, o nell'altra dell'acquisto, da parte di queste, di titoli emessi dagli istituti speciali per il credito mobiliare e fondiario, o dai grandi enti e società che hanno accesso diretto al mercato finanziario.

Se l'aumento degli attivi e dei passivi deve avvenire estendendo l'intermediazione bancaria in un campo che sarebbe proprio del mercato dei capitali, si comprende che esso abbia luogo avvicinando i tassi di interesse corrisposti sui depositi ai rendimenti delle obbligazioni che ne sono la contropartita.

A questa condotta non sono estranee le già rilevate preferenze del pubblico per impieghi dotati di maggiore liquidità. Nello stesso mercato di New York, notoriamente più organizzato dei mercati europei, le banche hanno creato titoli intermedi (i cosiddetti « certificati di deposito ») che offrono un grado di liquidità più alto degli investimenti del mercato finanziario nel quale le banche emittenti impiegano le contropartite.

Nell'esperienza più recente nostra ed altrui l'estensione verso il lungo termine è in atto sia nella forma costituita dal finanziamento diretto degli immobilizzi, sia nell'altra dell'espansione del portafoglio titoli. Il fenomeno ha proporzioni assai vaste e interessa un gran numero di paesi. Provvedimenti recentemente attuati in Francia dimostrano che quelle autorità monetarie credono difficile imporre l'osservanza della linea di demarcazione fra l'azione propria del sistema bancario e quella propria del mercato dei capitali e hanno ammesso le banche a effettuare operazioni di impiego caratteristiche di tale mercato, non escludendo che, anche dal lato della raccolta, la distinzione divenga meno nettamente definita.

Ma le due forme configurano processi interamente distinti sia nella selezione dei rischi sia nella loro distribuzione ultima.

Circa la prima forma, l'esperienza italiana compiutasi nel corso di questo secolo ha dimostrato la gravità dei pericoli insiti

nella confusione in uno stesso ente delle facoltà di raccogliere depositi e di impiegarli in modi che lo rendono direttamente partecipe delle vicende delle singole imprese finanziate. L'ammaestramento che se ne è tratto ha condotto alla soluzione di affidare il compito di accordare crediti finanziari agli istituti mobiliari, che effettuano la provvista di mezzi con il collocamento di obbligazioni nel mercato, e nei limiti di volta in volta autorizzati dalle competenti autorità monetarie; che acquisiscono come presidio dei crediti accordati adeguate garanzie e la cui capacità di assistenza nell'eventualità di crisi delle imprese finanziate trova un limite nel volume delle emissioni obbligazionarie effettuabili.

Nella seconda forma, quando le banche acquistano titoli dei grandi emittenti diretti, affrontano un rischio limitato sia per la presenza dello Stato, sia per la possibilità di smobilizzo sul mercato finanziario.

Quando esse acquistano titoli degli istituti speciali, i due passaggi intermedi che in tal modo il risparmio compie, nel suo trasferimento dalle famiglie che lo producono alle imprese che lo investono, realizzano una aggregazione di rischi selezionati che ha un aspetto assicurativo. Infatti, allorché il sistema bancario acquista titoli e conserva di conseguenza i depositi che il pubblico avrebbe potuto destinare a tali acquisti, esonera i depositanti dal rischio di variazione dei corsi al quale altrimenti sarebbero stati esposti. Quando esso sottoscrive le obbligazioni emesse dagli istituti di credito mobiliare, acquisisce titoli i quali, pur attraverso oscillazioni dei corsi, garantiscono un più alto livello di liquidità e nei quali si realizza una compensazione fra i rischi di imprese e di settori diversi.

In definitiva, il comportamento delle aziende di credito tendente a espandere l'intermediazione con l'offerta di tassi più alti a risparmiatori che non hanno una decisa preferenza fra depositi e titoli, quando si manifesti in contropartita dell'investimento in titoli, e non costituisca una forzatura intesa a rimediare alla carenza di un'azione di contenimento dei costi

della gestione bancaria, non altera fundamentalmente la divisione del lavoro tra banche e istituti speciali consacrata nei nostri ordinamenti, né precostituisce condizioni di immobilizzo in cui l'unico ricorso sia quello all'istituto di emissione.

Ma il collocamento di titoli presso il sistema bancario incontra limiti che sembrano difficilmente sormontabili, quando si voglia conservare un mercato nel quale le quotazioni e quindi i rendimenti dei titoli siano suscettibili di oscillazioni. La eliminazione dei margini di oscillazione assimilerebbe i titoli alla moneta, escludendo le variazioni del saggio di interesse dal novero dei meccanismi equilibratori tra l'offerta e la domanda di fondi. Anche se l'intervento delle autorità monetarie mantenga le oscillazioni entro margini ristretti, il timore di subire perdite può indurre le aziende di credito a contenere gli acquisti.

Se, fin qui, esse hanno assecondato la preferenza del pubblico per la liquidità elevando i tassi passivi, occorre dire che per altro verso l'hanno corretta affinando l'azione intesa a collocare i titoli obbligazionari presso categorie sempre più numerose di sottoscrittori.

Conviene anche sottolineare che l'estensione dell'intermediazione bancaria al mercato dei capitali non avviene interamente a iniziativa delle banche stesse. Le crescenti occorrenze di finanziamento del settore pubblico che devono essere soddisfatte con emissioni di obbligazioni di ammontare determinato in virtù di leggi e non adattabile alle condizioni del mercato, nonché quelle nascenti da programmi di investimento che non possono essere interrotti, mentre le imprese incontrano ben noti ostacoli nella provvista di capitali con emissioni di azioni, esigono che si proceda a collocamenti importanti presso le banche, i quali, se contengono l'ascesa dei tassi sul mercato dei capitali, possono sollecitare l'innalzamento di quelli di fatto corrisposti sui depositi.

Il processo di adattamento delle strutture organizzative determinato dall'ampliarsi delle dimensioni del mercato ha manifestato e seguita a manifestare i propri effetti anche nel settore delle aziende di credito. L'obiettivo di abbassare il livello dei

costi di gestione di queste aziende rispetto ai mezzi amministrati è costantemente presente ai loro dirigenti; in alcuni casi per raggiungerlo potrà richiedersi l'adeguamento delle dimensioni delle minori aziende di credito, che senza menomazione delle loro caratteristiche saranno poste in grado di operare in condizioni di accresciuta efficienza. Crediamo nostro dovere contribuire, seguendo il metodo della gradualità, ad accogliere le innovazioni organizzative, convinti che ciò costituisce una delle condizioni affinché il nostro sistema economico possa seguitare a espandere la produzione adeguando elasticamente l'offerta alla domanda in un mercato senza frontiere. L'integrazione della nostra economia in quella internazionale nel settore finanziario potrebbe procedere più celermente di quanto non ci si attenda; le restanti restrizioni che si oppongono al libero movimento dei capitali a lungo e a breve termine potrebbero cadere; così il nostro Paese assumerebbe nel mercato internazionale una posizione di rilievo, non priva di un legame ideale con la funzione che esso svolse nell'epoca rinascimentale, di grande centro della intermediazione finanziaria.

IV. - Il finanziamento del settore pubblico e il governo della liquidità esterna e interna

I problemi che il volume e la composizione della spesa pubblica pongono per l'equilibrio economico e per quello monetario hanno costituito oggetto di ampi dibattiti e di essi si dà conto nel corso della Relazione. Nel 1965 l'aumento della domanda globale attribuibile alla spesa sostenuta dalla pubblica amministrazione è provenuto in parte da provvedimenti decisi, nel corso dell'anno precedente o nello stesso anno, con l'obiettivo specifico di compensare gli effetti deflazionistici derivanti da una eccedenza di risparmi non impiegati; ma la parte di gran lunga maggiore dell'aumento della spesa si colloca su una linea costantemente orientata verso l'ascesa e ha esercitato scarso effetto sul livello degli investimenti. Un'analisi dei pagamenti per spese

di investimenti non è disponibile per tutti i settori compresi nella definizione di pubblica amministrazione, ma soltanto per lo Stato. Questa analisi dimostra che nel 1965 l'elevato importo delle spese di investimento, pari a 1.439 miliardi a fronte di 933 nel 1964, è dovuto per circa 600 miliardi alla liquidazione di residui, cioè a erogazioni relative a opere in parte già eseguite.

Se dalla spesa per investimenti si eliminano la quota impiegata in investimenti diretti (191 miliardi) nonché quella costituita da movimenti di fondi all'interno della pubblica amministrazione (trasferimenti per 501 miliardi alla Cassa per il Mezzogiorno e ad altri enti pubblici), la spesa rimanente risulta destinata ad aziende autonome (principalmente all'ANAS) che hanno parzialmente riversato le somme in tesoreria, all'aumento dei fondi di dotazione dell'ENI, dell'IRI e di fondi di rotazione per 262 miliardi, infine a trasferimenti alle imprese e alle famiglie per 264 miliardi. Cioè, una parte cospicua delle somme contabilmente iscritte nella categoria dei pagamenti per investimenti ha esaurito il proprio effetto nell'ambito dell'amministrazione, mentre una parte di quelle erogate per l'aumento dei fondi di dotazione ha contribuito ad accrescere la liquidità degli enti. La misurazione degli impulsi finali che gli investimenti diretti del settore pubblico hanno impresso al sistema economico si trova nella Relazione generale sulla situazione economica, dove si dimostra che sia la pubblica amministrazione, sia le imprese pubbliche, e fra esse quelle a partecipazione statale, hanno investito nel 1965 meno che nel 1964.

Al fine di determinare i probabili effetti della spesa pubblica sul mercato monetario e finanziario nell'anno in corso, abbiamo proceduto a una valutazione delle occorrenze finanziarie dello Stato e delle aziende autonome, valendoci della legge di approvazione del bilancio per l'esercizio 1966 e delle leggi speciali che autorizzano lo Stato o le aziende autonome a sostenere spese con i mezzi raccolti mediante il collocamento di obbligazioni, comprendendo anche le spese derivanti da leggi presentate al Parlamento e non ancora approvate o in corso di approvazione.

Abbiamo ipotizzato che le erogazioni della Cassa depositi e prestiti, per mutui precedentemente concessi o che concederà nel corso dell'esercizio 1966, siano maggiori di quelle del 1965, e che l'afflusso di risparmio alla Cassa risulti insufficiente per circa 200 miliardi al finanziamento delle erogazioni stesse. Abbiamo così ottenuto un totale di occorrenze finanziarie di circa 2.300 miliardi, che per 1.400 miliardi almeno dovrebbero essere soddisfatte con emissioni di obbligazioni e di titoli di Stato.

Le emissioni nette di obbligazioni preventivate dall'ENEL, dall'ENI e dall'IRI ammontano a oltre 600 miliardi; quelle necessarie per sopperire alle occorrenze degli istituti di credito mobiliare e immobiliare a 900 miliardi; quelle di altri enti a 100 miliardi.

In totale, le emissioni nette da effettuare nel 1966 ammonterebbero a 3.000 miliardi, mentre nel 1965 sono state di 1.971 miliardi; i corrispondenti importi lordi risultano rispettivamente di 4.100 e di 2.745 miliardi. I dati di esperienza, siano essi inseriti in modelli econometrici, o utilizzati secondo procedimenti meno raffinati, indicano che emissioni di questa ampiezza potrebbero avvenire soltanto sulla base di una creazione di liquidità maggiore di quella sufficiente ad assicurare nell'anno in corso il previsto sviluppo del reddito in condizioni di soddisfacente stabilità dei prezzi.

Per altro, le valutazioni indicate potrebbero subire riduzioni per effetto della mancata approvazione nei termini previsti della legge relativa alla proroga della fiscalizzazione di alcuni oneri sociali, nonché delle leggi concernenti il secondo Piano Verde e l'edilizia scolastica.

La legge relativa alla fiscalizzazione degli oneri sociali prevede di acquisire il finanziamento mediante emissioni di titoli di Stato; anche nel periodo precedente l'approvazione della legge, il pagamento dei contributi da parte degli imprenditori è stato sospeso, cosicché il finanziamento della fiscalizzazione è avvenuto mediante mezzi monetari. Essendosi ritenuto che l'approvazione della legge sarebbe potuta avvenire in epoca meno

propizia al collocamento dei titoli nel pubblico, si è creduto opportuno effettuare una operazione di debito pubblico nel corso del mese di aprile, per finanziare una parte del disavanzo di bilancio. Ne è derivata una contrazione temporanea della liquidità delle aziende di credito, alla quale alcune hanno fatto fronte disinvestendo lire impiegate nel mercato dell'eurodollaro. I titoli che dovranno essere emessi per finanziare i pagamenti all'INPS e all'INAM potranno per contro essere in parte collocati presso organi creatori di moneta.

La legge istitutiva del secondo Piano Verde non è stata ancora approvata; ammesso che ciò avvenga nel corso del 1966 e che in questo esercizio occorra iscrivere in bilancio lo stanziamento di 150 miliardi, sarebbe necessario procedere a una emissione di obbligazioni da parte del Consorzio di credito per le opere pubbliche di uguale importo, essendo una tale iscrizione subordinata al reperimento del finanziamento mediante mutui da contrarre con il Consorzio medesimo. Sembra da escludere che nel corso del 1966 si effettuino pagamenti sul nuovo stanziamento; pertanto, qualora i titoli del Consorzio fossero collocati presso il pubblico, ne seguirebbe un effetto deflazionistico.

Analoghe considerazioni sono estensibili alla legge per il finanziamento della edilizia scolastica: si tratta di un altro caso in cui lo stanziamento in bilancio è subordinato al reperimento dei mezzi finanziari con emissione di titoli, e in cui sembra da escludere che si procederà a effettuare pagamenti nell'anno in corso. Le occorrenze da finanziare mediante emissioni di certificati per estinguere debiti nei confronti dell'INPS provocheranno movimenti compensativi di entrata e di uscita, se i certificati emessi dal Tesoro saranno sottoscritti dalla Cassa depositi e prestiti; ma ne deriverebbe un'ulteriore menomazione della capacità operativa della Cassa. Dovrà inoltre procedersi al finanziamento del fabbisogno di parte corrente delle Ferrovie dello Stato, nonché di quello derivante dalla esecuzione del piano decennale; con ogni probabilità l'uno e l'altro dovranno essere soddisfatti con emissioni di obbligazioni per un importo non inferiore a 400

miliardi, perché il finanziamento previsto dalla legge di bilancio con prelievi dai conti correnti postali non sembra di agevole esecuzione.

Nel complesso, i tempi di approvazione delle leggi che provocano iscrizioni in bilancio subordinate alla esecuzione di operazioni finanziarie non hanno coinciso e non coincidono con quelli che sarebbero coerenti con una programmazione razionale dei flussi monetari, intesa ad assegnare alla domanda pubblica le dimensioni appropriate al sostegno di uno sviluppo equilibrato.

L'espansione della spesa statale si è associata con l'aumento della quota di essa collocata fuori del bilancio di previsione, da finanziare con l'assunzione di mutui o con l'emissione di titoli. L'unità del bilancio viene così compromessa e la spesa pubblica si ingrossa, percorrendo una serie di condotti secondari i quali fanno apparire più modesta la portata del condotto principale. Il ricorso sempre più diffuso a queste procedure ostacola l'azione di controllo del Parlamento e dell'opinione pubblica, perché riesce più arduo prendere cognizione immediata del disavanzo complessivo dello Stato e delle aziende autonome e dei modi della sua copertura. All'incertezza derivante dall'assenza di un unico documento nel quale siano riepilogate le occorrenze anzidette e indicate le fonti alle quali si attingono i mezzi del loro finanziamento, si aggiunge il paradosso che lo Stato potrebbe non assolvere l'obbligo assunto nei confronti dei cittadini, in quanto l'iscrizione in bilancio di una spesa autorizzata con apposita legge è subordinata al reperimento dei fondi mediante stipulazione di mutui con un istituto di credito, la cui possibilità di emettere i titoli è condizionata a sua volta dall'esito della verifica della situazione del mercato da parte degli organi ai quali compete; ovvero, al reperimento dei mezzi presso un istituto quale la Cassa depositi e prestiti, che può non disporre dei mezzi stessi e non essere in grado di procurarseli. Può accadere che impegni di spesa non vengano soddisfatti per difetto di finanziamenti specifici: in questo caso il disavanzo della pubblica amministrazione

affiora nei bilanci di enti pubblici o privati che per conto di essa o ad essa rendono servizi.

Ma la eventualità del mancato reperimento dei mezzi è astratta; in linea di fatto è del tutto improbabile che lo Stato accetti di autolimitarsi così da diventare il richiedente marginale di fondi: l'aumento dei saggi di interesse, l'espansione della base monetaria o i due fenomeni associati sarebbero l'inevitabile condizione per fare in modo che il mercato assorba la quantità di titoli che lo Stato deve emettere, sia che offra titoli propri, sia che faccia ciò dietro lo schermo di un istituto speciale di credito.

In talune zone del settore pubblico, si hanno disavanzi che risultano da eccesso della spesa corrente sull'entrata corrente; cosicché il flusso di risparmio addizionale, che sia indotto dall'espansione monetaria, in parte almeno, anziché finanziare investimenti, ripiana il vuoto di risparmio espresso dal disavanzo. Quando questo nasce dall'esercizio di funzioni che per loro natura devono essere finanziate con la tassazione, indica che la collettività rifiuta di addossarsi il costo del servizio che essa richiede all'ente pubblico. Quando nasce nella gestione di imprese del settore pubblico, che producono beni e servizi per il mercato, indica un difetto di adattamento dell'impresa — nella struttura, nell'indirizzo produttivo, nei livelli di occupazione e retributivi — alla domanda di mercato, o l'esistenza di un sussidio al consumo di particolari gruppi sociali.

Urge che attraverso l'azione di governo queste situazioni sempre più diffuse siano rivedute, ripensate e corrette. A ciò spinge l'esigenza, affermata nel programma di sviluppo economico, di assicurare una adeguata partecipazione del settore pubblico alla accumulazione del capitale; spinge l'esigenza morale di far concorrere tutti i centri di produzione allo sforzo continuo di adattamento che è il dato permanente dei sistemi economici fondati sulla rapida innovazione tecnologica e sulla libertà di scelta dei consumatori; spinge infine la stessa evoluzione in

corso nelle economie pianificate centralmente, le quali si vanno arricchendo di questi elementi di flessibilità, quasi riproponendoli all'attenzione delle stesse economie occidentali.

Vi ho fin qui intrattenuto prevalentemente sui fabbisogni di finanziamento dei settori pubblico e privato, come quelli che condizionano largamente la politica del credito. A questa si volgerà ora la mia esposizione.

Il governo delle disponibilità liquide del sistema bancario è stato attuato mediante interventi che hanno esplicito i loro effetti volta a volta sulla liquidità interna e su quella esterna. L'entità della tesoreria in lire e della tesoreria in valute delle aziende di credito è stata mantenuta in proporzioni appropriate alla consistenza del complesso delle operazioni attive e passive all'interno e all'estero. La possibilità di comunicazione tra le due tesorerie è stata variata ai fini del governo della formazione complessiva di liquidità; compatibilmente con tali scopi abbiamo consentito, fra le combinazioni possibili nell'impiego dei mezzi liquidi, quelle atte a massimizzare i rendimenti per le aziende e per il sistema.

Il saldo attivo della bilancia dei pagamenti nel 1965 ha prodotto una creazione di liquidità di 994 miliardi di lire, che è stata assorbita nella misura di 441 miliardi da impieghi netti del sistema bancario all'estero. Nel novembre del 1965 la Banca d'Italia ha avvertito le banche che avrebbero potuto cedere contro lire soltanto la quota di valute eccedente la posizione di pareggio sull'estero. Ciò è stato fatto nell'intento di compensare l'aumento di liquidità verificatosi in dipendenza dell'accoglimento nelle riserve obbligatorie di titoli del mercato dei capitali. Nel dicembre la Banca d'Italia, nel quadro del finanziamento delle consuete occorrenze di fine d'anno, ha consentito la costituzione di una posizione debitoria netta sull'estero riassorbita nel corso del mese successivo. L'effetto congiunto delle operazioni in valuta è stato un aumento della liquidità del sistema bancario di 627 miliardi di lire.

Nel corso del 1965 le maggiori aziende di credito hanno pareggiato la posizione sull'estero con l'intervento dell'Ufficio italiano dei cambi, attuato nella forma di cessioni di dollari a pronti e di riacquisti di dollari a termine, nota sotto il nome di cessione con patto di riscatto. Nel gennaio di quest'anno abbiamo avvertito le aziende di credito che avremmo sospeso le cessioni a quelle che avessero raggiunto la posizione di pareggio sull'estero. Le aziende di credito con tesoreria eccedentaria in lire avrebbero potuto seguitare a investirle in valute proteggendosi contro il rischio di cambio mediante cessioni a termine delle valute stesse nel mercato internazionale, nei limiti loro assegnati per questi tipi di operazioni, ma ne sarebbe derivata, come infatti è accaduto, la formazione di un premio della lira a termine sul dollaro. Il rendimento effettivo degli impieghi all'estero sarebbe stato uguale al saggio di interesse praticato nel mercato dell'eurodollaro, dedotto il premio.

Con le misure sopradescritte ci si è proposto di evitare l'immissione di un eccesso di liquidità nel sistema bancario. Nel medesimo tempo si è mantenuta aperta la comunicazione fra il mercato interno e quello internazionale, procurando tuttavia che la diffusione in Italia del rialzo dei saggi di interesse che si prospettava sui mercati internazionali non fosse sollecitata da interventi ufficiali, e trovasse invece il suo limite nelle forze di mercato, ossia nel giuoco dei cambi a termine. In effetti, nel primo trimestre di quest'anno, i saggi di rendimento delle obbligazioni sono saliti nei paesi europei, esclusa la Svizzera, a un livello superiore a quello del nostro mercato; conseguentemente si è manifestata la tendenza ad accelerare i rimborsi di prestiti dell'estero da parte di residenti, mentre si è delineata quella a ricercare prestiti anche in forma obbligazionaria sul mercato italiano da parte di non residenti. L'effetto è stato un saldo negativo nel movimento dei capitali, superiore a quello dello stesso periodo dell'anno precedente.

Il controllo della liquidità si è giovato di una efficace coordinazione fra le operazioni del Tesoro e quelle della Banca d'Italia. Il disavanzo derivato dalla gestione del bilancio, da quella della tesoreria e dalle operazioni della Cassa depositi e prestiti è stato di 1.551 miliardi ed è stato finanziato con operazioni di debito pubblico nella misura di 612 miliardi, mentre le operazioni autonome della Banca d'Italia hanno diminuito la liquidità di 33 miliardi. L'assorbimento di liquidità da parte del pubblico sotto forma di aumento della circolazione e di aumento dei crediti verso il Tesoro, diretti o indiretti, e verso la Cassa depositi e prestiti è stato di 775 miliardi; i versamenti nei conti delle riserve obbligatorie conseguenti all'aumento dei depositi sono stati di 629 miliardi. Comprese le operazioni con gli altri settori, che hanno esercitato un effetto riduttivo di 66 miliardi, la liquidità del sistema bancario è aumentata di 68 miliardi.

Riepilogando, crediamo di poter affermare che nel 1965 la coordinazione dei fattori di variazione della liquidità bancaria ha conciliato l'esigenza di mantenere il sistema altamente liquido, così da metterlo in condizione di procedere ad acquisti abbondanti di titoli senza far difettare il credito ai richiedenti pubblici e privati, con quella di consentire un impiego redditizio della tesoreria in lire e in valute.

Nel 1965 i titoli di proprietà del sistema bancario sono aumentati di 1.149 miliardi, ossia in misura pari al 38 per cento, e la parte maggiore dell'aumento si è verificata in quelli liberamente disponibili. Gli impieghi sull'interno sono aumentati di 933 miliardi, pari al 7,2 per cento. Il complesso della provvista è aumentato di 3.390 miliardi e la quota rappresentata da depositi di clienti di 3.092, ossia, rispettivamente, del 15,8 e del 17,7 per cento.

Alle variazioni degli impieghi, dei depositi e della provvista complessiva le aziende che compongono il sistema hanno partecipato in misura assai diversa; anche il rapporto impieghi-

depositi appare profondamente differenziato fra le singole aziende e spiega la maggiore ampiezza assunta dai trasferimenti di fondi attraverso i conti interbancari.

Inserendo nel sistema dei conti consolidati delle aziende di credito la stima dei crediti e dei debiti attribuibili alle famiglie, appare in chiara evidenza che nel 1965 l'aumento della liquidità netta delle famiglie ha concorso a finanziare quello dell'indebitamento a lungo termine del settore pubblico e del settore privato. L'incremento dei depositi delle famiglie presso le aziende di credito, depurato da quello dei debiti delle stesse, è stato di 1.386 miliardi. Le grandi imprese pubbliche e private hanno accresciuto la loro liquidità netta di 257 miliardi e quelle medie e piccole di 561. Una quota modesta dell'aumento della liquidità di questi settori è stata trasferita al settore pubblico. Ma la parte maggiore della liquidità netta delle famiglie e delle imprese ha finanziato l'aumento del portafoglio di titoli obbligazionari delle aziende di credito e l'aumento della loro tesoreria in valute e in lire.

Allo scopo di facilitare il collocamento delle cartelle fondiari e agrarie, è stato consentito alle aziende di credito di investire in questi titoli parte delle riserve obbligatorie; questo provvedimento equivale a una liberazione parziale delle riserve e incrementa corrispondentemente la liquidità bancaria. Al 31 marzo di quest'anno le aziende di credito avevano facoltà di versare nelle riserve obbligatorie cartelle fondiari per un importo in valore nominale di 275 miliardi; alla stessa data avevano chiesto di versarne per un importo di 135 miliardi e ne avevano disponibili in portafoglio per 414. Queste cifre stanno ad attestare che il meccanismo posto in essere per agevolare il collocamento delle cartelle fondiari ha creato una disponibilità di mezzi superiore a quella effettivamente assorbita dal mercato. In altri termini, nessun limite di carattere finanziario si è opposto alla incentivazione dell'attività edilizia in periodo recente: ad oggi non si ha notizia di emissioni di cartelle in contropartita di mutui stipulati ai sensi della legge del novembre 1965.

V. - **La struttura finanziaria delle imprese e le condizioni della ripresa**

Nella Relazione dello scorso anno abbiamo presentato uno schema di conti economici delle imprese dal quale abbiamo dedotto che nel corso del 1964 i ricavi non avevano coperto integralmente i costi; ne abbiamo anche dedotto che si sarebbe progredito lentamente verso l'equilibrio e che in parallelo avrebbe avuto luogo la ripresa dell'attività produttiva; ma che essa non si sarebbe associata con l'aumento dell'occupazione, se i costi unitari di lavoro avessero seguito a salire, perché le imprese sarebbero state sollecitate ad accelerare gli adattamenti della organizzazione produttiva che accrescono la quantità di prodotto ottenuto per ora lavorata.

I risultati esposti nella Relazione generale sulla situazione economica del paese nel 1965 sembrano confermare la validità dello schema interpretativo allora proposto. Il prodotto lordo interno al costo dei fattori è aumentato del 3,3 per cento in termini reali, l'occupazione è diminuita del 2 per cento, il prodotto per occupato è aumentato del 5,4 per cento in termini reali e del 9,2 a prezzi correnti. I redditi da lavoro dipendente sono aumentati del 6,7 per cento in totale e del 9,5 per occupato; quest'ultima variazione corrisponde a un miglioramento del 5 per cento in termini reali. Gli aumenti maggiori si sono verificati nel gruppo delle altre attività, ove prepondera la pubblica amministrazione; in esso i redditi per occupato sono aumentati del 12,3 e in termini reali del 7,7 per cento. Gli aumenti minori hanno avuto luogo nell'industria, nella quale i redditi per dipendente occupato si sono accresciuti del 6,7 per cento; in questo settore il prodotto lordo per occupato è aumentato nella stessa misura, e nella media dell'anno il costo unitario del lavoro ha subito una riduzione per effetto della fiscalizzazione

degli oneri sociali; fra un dicembre e l'altro la tendenza è stata verso la diminuzione e il processo di deterioramento dei conti economici delle imprese si è arrestato, mentre secondo i dati più recenti si delinea la ripresa dell'occupazione.

Nel corso di questa esposizione abbiamo esaminato la composizione della ricchezza mobiliare e le trasformazioni che essa ha subito negli anni successivi alla costituzione della Comunità economica europea. Ne abbiamo tratto la conclusione che il finanziamento delle imprese del settore pubblico e del settore privato è avvenuto in misura crescente mediante l'accensione di debiti; mentre la partecipazione dei titoli azionari alla ricchezza mobiliare è andata progressivamente calando. Abbiamo anche presentato i conti patrimoniali riferiti a un campione rappresentativo di imprese nell'intento di verificare, dal lato di queste, i fenomeni esaminati dal lato dei loro finanziatori, e vi abbiamo trovato la conferma dei crescenti carichi fissi che gravano su di esse: nel triennio 1959-1961 gli investimenti lordi erano stati finanziati per il 60 per cento con mezzi propri, nel triennio 1962-1964 lo sono stati per il 39 per cento. Gli investimenti netti sono stati finanziati con mezzi propri per il 36 per cento nel primo periodo e per il 14 nel secondo; in quest'ultimo, dunque, i nuovi investimenti sono stati finanziati per la quasi totalità con capitali presi a mutuo. In particolare, le imprese metallurgiche hanno finanziato con mezzi propri il 30 per cento dei nuovi investimenti nel primo triennio e il 3 per cento appena nel secondo; le imprese chimiche ne hanno finanziato rispettivamente il 26 e il 18 per cento. Nel 1965 la contrazione degli investimenti ha provocato un aumento della partecipazione dell'autofinanziamento alla loro copertura.

L'entità degli oneri finanziari di cui le imprese sono gravate limita la loro disposizione a realizzare nuovi investimenti che richiedano un largo ulteriore ricorso all'indebitamento. Imprese nelle quali è basso il rapporto dei capitali propri ai

capitali investiti sono più soggette al pericolo di impossessamento da parte di stranieri, ai quali i contributi statali di cui le imprese siano beneficiarie offrono ulteriore stimolo. In altra circostanza abbiamo dichiarato di credere nella opportunità che si stabiliscano rapporti di collaborazione fra le imprese italiane e quelle di altri paesi, alla condizione che ne derivino ampliamenti dei mercati e introduzione di nuove tecnologie; ma quando si tratti di assoggettamenti derivanti dalla facilità con la quale si acquisisce il controllo di imprese oberate di debiti, condividiamo le apprensioni di quanti considerano questo fenomeno non conforme all'interesse generale.

Se desideriamo mantenere il sistema produttivo esposto agli impulsi della concorrenza internazionale e al tempo stesso in condizione di non subire menomazioni, dobbiamo proporci l'obiettivo di aumentare la forza di resistenza finanziaria delle unità produttive nelle quali si articola mediante provvedimenti che ne rendano più elastica la gestione agevolando il finanziamento con capitali di rischio e limitando quindi la estensione ulteriore dell'indebitamento. A tal fine occorre istituire un ordinamento tributario che non alteri fundamentalmente i costi relativi delle varie forme di finanziamento; invero, nell'attuale struttura dei rendimenti netti dei diversi investimenti mobiliari per l'investitore (struttura non modificabile nel breve periodo perché esprime determinate preferenze), le imprese sono indotte a scegliere l'indebitamento, specialmente quando sia associato ad agevolazioni. Abbiamo menzionato i fondi di investimento come uno degli istituti che avrebbero potuto conseguire il medesimo obiettivo; la mancata approvazione della legge ad essi relativa lascia sussistere una situazione in cui ai controlli che potrebbero essere esercitati nell'ambito di istituzioni nazionali, in alcuni casi potrebbero sostituirsi quelli di interessi stranieri. Anche la legge sulla tutela della concorrenza attende di essere approvata.

Occorre inoltre rafforzare le imprese nazionali sia inseren-

dole nel processo di allargamento dei mercati, anche attraverso intese della natura di quella concernente la partecipazione dell'industria italiana allo sviluppo della produzione automobilistica nell'Unione Sovietica, sia promovendo concentrazioni come quelle attuate in passato nel settore siderurgico o deliberate di recente nel settore chimico. In quest'ultimo caso si è provveduto a tutelare adeguatamente l'interesse generale mediante l'acquisizione al settore pubblico di un notevole numero di azioni e la stipulazione di un patto di sindacato saggiamente articolato. Nell'insieme, i grandi gruppi promuovono la ricerca più delle imprese di medie dimensioni; essi, più di queste, creano nuovi prodotti originali, perché distribuiscono i rischi della ricerca su un maggior volume di produzione e, come appare dalle relazioni di bilancio dei grandi gruppi siderurgici e chimici, vi destinano quote assai elevate del fatturato.

Il progresso tecnologico non si manifesta uniformemente in tutti i settori dell'economia, soprattutto quando procede celermente. Questa diversa dinamica di settore genera una rincorsa salariale in cui i settori più produttivi propagano al resto dell'economia i miglioramenti retributivi in essi acquisiti e ne ricercano poi di nuovi per ristabilire l'iniziale distacco; cosicché in assenza di una politica coordinata il saggio medio di incremento dei salari tende a superare quello della produttività, generando tensioni dal lato dei costi e, quando queste non possano essere assorbite nell'aumento dei prezzi, la contrazione dei profitti e da ultimo la diminuzione degli investimenti, secondo una successione sperimentata recentemente nel nostro Paese come in altri. La correzione di questi squilibri intersettoriali esige una negoziazione collettiva, nella quale i gruppi organizzati siano chiamati ad assumere una corresponsabilità che non verta soltanto su aspetti specifici della politica dei salari, ma sull'intera politica economica di cui la prima è parte integrante. Se, nella contesa per ottenere una partecipazione più alta al reddito, i

gruppi organizzati si comportano senza acquisire la consapevolezza delle conseguenze macroeconomiche delle loro azioni, il sistema attua un suo processo di aggiustamento che ristabilisce gli equilibri aziendali incidendo sul livello dell'occupazione, ossia una sorta di politica dei redditi alla rovescia.

Il nostro sistema produttivo non sarebbe in condizioni di sopportare modificazioni, nella distribuzione del reddito ai fattori, che accrescessero ulteriormente la quota attribuita al lavoro; abbiamo affermato che, nel corso del 1965, il processo di deterioramento dei conti economici delle imprese si è arrestato, ma non si sono ricostituiti equilibri che consentano ad esse di resistere efficacemente alla concorrenza internazionale procedendo con la necessaria sollecitudine alla rinnovazione degli impianti senza ricorso eccessivo all'indebitamento. Occorre aggiungere che impropriamente l'avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti viene considerato come espressione di una eccedenza di risparmio; in misura non quantificabile esso deriva da vendite effettuate a prezzi stabiliti senza provvedere adeguatamente agli ammortamenti. Queste constatazioni non escludono la possibilità di aumenti salariali, ma indicano i limiti entro i quali dovrebbero essere contenuti, quando ci si proponga l'obiettivo di sostenere il livello dell'occupazione.

In queste condizioni incombono responsabilità eccezionalmente gravi sulla pubblica amministrazione a tutti i livelli, sugli organi centrali e periferici, sugli enti e sulle imprese. Occorre che essa segua una politica delle retribuzioni del personale dipendente che si collochi nel sistema economico come fattore di equilibrio; se presso gli enti del settore pubblico le retribuzioni seguitassero ad aumentare in misura superiore non solo all'accrescimento del reddito reale per testa ma allo stesso incremento nominale per persona occupata nel resto dell'economia, ne deriverebbero effetti di propagazione sull'intero sistema; non soltanto sotto il profilo delle controversie sindacali, ma sotto quello

più ampio del manifestarsi di forze tendenti ad alterare la struttura del sistema economico. Nelle categorie poste ai confini fra il settore pubblico e il settore privato si manifesterebbe più vivace la pressione intesa a entrare nel primo, che apparirebbe sempre più quello che garantisce la immunità dalle esigenze di economicità della gestione. Anziché progredire nella direzione che accresce l'efficienza del sistema nel suo insieme, si esporrebbero i settori produttivi non protetti a una pressione che alla lunga non potrebbero sostenere, con l'effetto finale che anch'essi verrebbero attratti nell'orbita pubblicistica.

Non sono da tacere i dubbi sulla possibilità di continuare nell'attuale pratica di trasferire oneri sociali dalle imprese allo Stato qualora il finanziamento dovesse avvenire secondo i metodi finora seguiti, i quali equivalgono ad abbassare il livello delle imposte che gravano sulla produzione, coprendo il disavanzo che ne deriva con il ricorso ai prestiti. Quando vi sia una esuberanza di risparmio non investito, tali provvedimenti possono essere coerenti con gli obiettivi di una politica economica che accetti il vincolo dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti, della stabilità dei prezzi e dei saggi di cambio, ma non possono divenire parte integrante di un sistema nel quale la spesa pubblica obbedisce a sollecitazioni che ne provocano la continua espansione. Potrebbero verificarsi situazioni nelle quali il finanziamento del disavanzo della pubblica amministrazione non fosse compatibile con il mantenimento della stabilità dei saggi di interesse; se ciò avvenisse, si ritrasferirebbero gli stessi oneri sul processo produttivo che si finanzierebbe a costi più alti.

Né il sostegno durevole del livello di occupazione potrebbe essere offerto dalla dilatazione della spesa pubblica quando essa derivasse, come in fatto è accaduto, da oneri diretti e indiretti di personale e da trasferimenti alle famiglie. Alimentata discontinuamente dalla liquefazione di residui, la spesa pubblica ir-

rompe con carattere torrentizio ed è lungi dall'esprimere quel tipo di politica che intenderebbe assegnare a una spesa in espansione la virtù di suscitare nuove combinazioni di fattori produttivi inerti, diffondendo impulsi rianimatori sull'intero sistema economico. Nel 1965 la pubblica amministrazione ha aumentato i trasferimenti netti correnti alle famiglie di 929 miliardi e si è indebitata di un importo netto non molto superiore (1.164 miliardi); nello stesso periodo la propensione al risparmio delle famiglie è aumentata. L'effetto di compensazione che la spesa pubblica avrebbe dovuto esercitare nei confronti di una spesa privata inadeguata rispetto alle capacità produttive, è almeno in parte mancato. Quando si verifichi un abbassamento del livello della domanda può essere indifferente, nel periodo breve, che l'intervento pubblico agisca attraverso i consumi o gli investimenti. Ma considerazioni di lungo periodo, nel quale prevalgono problemi di sviluppo, impongono che al prelievo di risorse inattive corrisponda quanto più è possibile un loro impiego produttivo; per altro è dubbio che ciò possa avvenire, nella misura desiderata, attraverso lo strumento pubblico del quale dispone attualmente il Paese.

L'attitudine della pubblica amministrazione a adattare la spesa all'esigenza di correggere l'andamento del ciclo costituisce oggetto di dubbi ampiamente diffusi e l'osservazione dell'esperienza degli anni 1958-1965 ne offre conferma. Lungo questo periodo la spesa della pubblica amministrazione è aumentata al saggio annuo del 12 e quella dello Stato al saggio annuo del 13 per cento, e l'incremento è apparso divenire più rapido in concomitanza con la fase alta del ciclo economico. Le cause di queste discordanze sono conosciute; fra esse, ha una parte non piccola la difficoltà di coordinare i centri di decisione responsabili della spesa delle amministrazioni locali, che incide per circa un quarto sui consumi dell'intero settore pubblico. Poiché gli investimenti diretti della pubblica amministrazione aumentano in misura mo-

desta, essa supplisce accrescendo i trasferimenti ad altri settori, cosicché il compito di investire resta affidato alla iniziativa di questi ultimi. Mentre la spesa pubblica alla quale spetterebbe l'ufficio di accelerare il moto della macchina economica si muove con lentezza, si accumulano impegni di spesa da finanziare con il ricorso all'indebitamento, che impongono una grave ipoteca sul mercato dei capitali negli anni avvenire. Se vi si aggiungono le emissioni necessarie per finanziare la fiscalizzazione degli oneri sociali secondo il metodo attuale, il totale delle obbligazioni e dei titoli di Stato che dovrebbero essere emessi in ciascuno dei prossimi anni, sulla base delle leggi esistenti e in corso di approvazione, supera largamente i 1.000 miliardi; senza considerare quelli necessari per il finanziamento dei disavanzi dello Stato, delle aziende autonome, degli enti locali.

L'incertezza circa i tempi secondo i quali sono approvate leggi che autorizzano spese da finanziare con il provento di emissioni di titoli sul mercato, insieme con l'intrecciarsi di residui attivi e passivi e la imprevedibilità dei loro effetti sulla tesoreria, sono elementi che inducono a dubitare della possibilità di coordinare i movimenti di cassa della pubblica amministrazione secondo un programma al quale gli organi responsabili della manovra monetaria possano fare riferimento. Sulla base delle informazioni disponibili riesce arduo procedere a simulazioni per mezzo di modelli econometrici, e la coerenza dei dati che se ne ottengono, fra loro e con quelli del reddito, appare dubbia. Occorre aggiungere che i modelli econometrici dei quali abbiamo conoscenza collegano le diverse grandezze sulla base di coefficienti tratti dall'osservazione di comportamenti verificatisi nel corso di anni nei quali sono avvenute modificazioni di struttura anche profonde.

La sagacia con la quale oggidì si maneggiano le grandezze aggregate ha contribuito in qualche misura a relegare in disparte i problemi più minuti dell'ordinaria amministrazione;

mentre alcuni fra essi attendono da tempo una soluzione e l'incertezza che ne deriva non concorre a elevare il grado di efficienza degli organi ai quali compete la responsabilità dell'azione. Di ciò si ha un riflesso nei dibattiti sulla necessità di intensificare gli investimenti: essi si sono arricchiti di argomentazioni tratte dalla teoria economica più moderna, ma difettano di indicazioni concrete intorno alla natura degli investimenti stessi, agli ostacoli che vi si oppongono, ai rimedi amministrativi.

Sebbene manchino gli elementi necessari per stabilire previsioni attendibili, non sembra probabile che nel 1966 gli investimenti pubblici lordi aumentino apprezzabilmente rispetto a quelli del 1965 e che gli investimenti delle imprese pubbliche superino quelli dello stesso anno; quindi l'aumento degli investimenti globali dipenderà da quello delle imprese del settore privato, con partecipazione preponderante delle meccaniche e chimiche e con qualche presenza delle tessili. Queste ultime hanno proceduto e procedono a un riassetto organizzativo senza il sussidio delle provvidenze governative annunciate da gran tempo. La parte esplicita dalle imprese medie sarà notevole se ad esse non mancherà, come certamente non mancherà, una adeguata assistenza creditizia.

Il livello raggiunto dagli investimenti nelle industrie di base sembra escludere che nel prossimo futuro esso possa essere mantenuto in questi settori all'altezza degli anni recenti. Appare quindi assai opportuna l'intensificazione dell'iniziativa pubblica nei settori dei servizi di carattere infrastrutturale, e in special modo dei trasporti e delle comunicazioni, e in quelli di razionalizzazione delle strutture complementari all'attività di produzione agricola. Sarebbe invece incongruo il ricercare l'innalzamento del livello degli investimenti mediante l'ampliamento del ricorso a iniziative in altri settori e particolarmente in quelli delle industrie di trasformazione. Le partecipazioni statali si metterebbero in concorrenza con gli imprenditori privati,

scompigliandone le basi di calcolo economico, con conseguenze non facilmente prevedibili.

Dagli elementi dei quali si dispone intorno alle prospettive di ripresa dell'attività edilizia non si possono dedurre conclusioni confortanti per il prossimo futuro, sebbene una vasta indagine ancora incompiuta, disposta dalla Banca d'Italia in collaborazione con l'Istituto centrale di statistica, indichi che l'invenduto nei principali capoluoghi e in alcuni comuni vicini è assai meno elevato di quanto solitamente non si affermi.

La domanda estera continua a esplicare effetti propulsivi sul sistema economico del nostro Paese. L'aumento delle importazioni nell'anno in corso conferma il consolidarsi della ripresa produttiva, le esportazioni mantengono un andamento sostenuto, mentre i prezzi hanno conseguito una sostanziale stabilità. Il miglioramento in atto nella redditività delle imprese, insieme con l'aumento delle esportazioni, esercita un effetto di stimolo degli investimenti direttamente produttivi tale da accelerare il riassorbimento delle forze di lavoro disoccupate. Quando la stabilità dei costi si consolidasse, l'effetto si propagherebbe a tutto il sistema economico e varrebbe a mantenere lo sviluppo produttivo del nostro Paese fra i più elevati del mondo occidentale.

Signori Partecipanti,

Se, nel corso di questa esposizione, sono state rilevate difficoltà funzionali che hanno impedito nel recente passato, e impediscono tuttora, un più armonico coordinamento dell'azione del settore pubblico e di quello privato dell'economia, per il conseguimento degli obiettivi indicati dalla programmazione economica, queste stesse difficoltà rafforzano, a nostro parere, l'esigenza che il fondamentale intento stimolatore e rinnovatore della programmazione stessa non venga a disperdersi nello sterile antagonismo tra posizioni preconcepite e forzature irrealistiche.

Vi sono necessità di pubblico intervento che, lungi dal contrastare o dal mortificare le iniziative dei singoli, rappresentano una condizione indispensabile al loro più efficiente affermarsi. Nell'assumere come una delle sue direttive qualificanti l'eliminazione delle deficienze e degli squilibri connessi con l'inadeguato soddisfacimento di alcuni bisogni collettivi essenziali — dal sistema sanitario alla istruzione nei suoi vari livelli, dalla formazione professionale alla ricerca scientifica e tecnologica — il nostro progetto di programma esprimeva un'idea realmente rinnovatrice e proponeva compiti di non contestabile carattere prioritario, come quelli che mirano alla creazione dei presupposti necessari per tendere a nuove mète di innalzamento civile. Riproporre quelle indicazioni alla nostra considerazione non vuol dire assegnare limiti angusti all'azione economica pubblica, ma anzi sottolineare lo stretto legame esistente tra il progresso che il nostro Paese sarà in grado di conseguire nel futuro e la nostra capacità odierna di accettare limitazioni inevitabili, di operare scelte conseguenti, di tradurle in tempestive realizzazioni.

Nella prima Relazione che ebbi l'onore di pronunziare di fronte a questa assemblea, concludevo constatando che « la nostra economia è corsa in avanti più celermente delle istituzioni nelle quali essa si inquadra ». Un quinquennio è trascorso da allora; mutamenti profondi sono avvenuti nella struttura della società italiana; l'onda ciclica è salita, è caduta, si è nuovamente innalzata, ma attraverso di essa si scorge la realtà di un progresso ininterrotto al livello delle imprese, dei sindacati, delle comunità locali, mentre i riflessi di questa realtà negli ordinamenti sembrano più pallidi e incerti, quasi il segno di una non superata diffidenza verso le idee moderne, di una distaccata incredulità innanzi a ciò che si va edificando.

Nel settore pubblico e in quello privato dell'economia le imprese hanno completato impianti che accolgono le tecnologie più moderne e attendono senza soste a introdurre nuovi perfeziona-

menti organizzativi; collegamenti vengono istituiti fra le imprese dell'uno e dell'altro settore e con imprese straniere; le dimensioni vengono adeguate alle esigenze di mercati in continua espansione, mentre imprenditori indipendenti, audaci fino alla temerarietà, si impegnano in un cimento nel quale il merito o il demerito dell'azione si giudica dai frutti che essa reca.

Non sono sopite nel Paese forze rigogliose che accettano, senza esservi obbligate, le condizioni nelle quali il genio dell'invenzione si sviluppa in finezza sotto la costrizione dell'aumento del rischio, in un confronto svolgentesi in un mercato che si estende fino ai confini del mondo. Si dilatano le scelte offerte ai produttori, ai lavoratori, ai consumatori, agli uomini di cultura, e in questo modo essi divengono meno dipendenti dalle condizioni dell'ambiente in cui vivono e possono esprimere in maggiore libertà le proprie inclinazioni. L'intatta volontà di unificazione dell'Europa, che si manifesta con continuità nelle azioni del governo italiano, riflette la concezione secondo la quale nel nuovo assetto della società europea un popolo che non è mediocre raggiunge un'esistenza più elevata.

Nella prospettiva di un'Europa unita, aperta agli impulsi della concorrenza provenienti da ogni direzione, si colloca il nostro sistema creditizio come strumento efficiente di una politica monetaria moderna, sempre arricchita di nuove forme di intervento. Esso assolve il compito di fornire all'economia italiana un mercato dei capitali di dimensione europea e crediti a breve e a lungo termine a condizioni che si confrontano onorevolmente con quelle dei paesi industrialmente più progrediti. In stretta collaborazione con voi sottoponiamo il sistema a una continua revisione critica, nel proposito, che ci è comune, di introdurre i perfezionamenti dei quali esso è suscettibile; è questa certezza della lealtà verso il sistema, con la quale voi e noi adempiamo i nostri doveri, che ci consente di affrontare con consapevole fiducia i compiti del futuro.