

BANCA D'ITALIA

A S S E M B L E A
G E N E R A L E
O R D I N A R I A
D E I P A R T E C I P A N T I

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1969

ANNO 1968 (LXXV)

E

A S S E M B L E A G E N E R A L E
S T R A O R D I N A R I A D E I P A R T E C I P A N T I

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 25 LUGLIO 1969

CONSIDERAZIONI FINALI

CONSIDERAZIONI FINALI

Signori Partecipanti,

il bilancio che vi viene sottoposto segna il compimento del terzo venticinquennio di vita della nostra Banca. Nel primo venticinquennio, le condizioni difficili in cui la Banca era nata assegnarono ai suoi amministratori il compito dominante di risanarne e consolidarne la situazione patrimoniale e con essa quella della moneta; il loro successo preparò una condizione favorevole allo sforzo che il Paese fu chiamato a sostenere nella guerra contro gli Imperi centrali.

Il secondo venticinquennio cominciò mentre alle nostre armi arrideva la vittoria; ma con un carico di ambizioni e di rancori che, unito alla difettosa conoscenza dei meccanismi economici, volse la sorte delle monete verso la deflazione e il bilateralismo. A tale involuzione non si sottrasse l'Italia; tuttavia, un appropriato quadro legislativo consentì alla Banca di mantenere serietà e responsabilità di indirizzi nella gestione del credito, mentre la sua conduzione aziendale continuava ad ispirarsi alla buona tradizione ormai costituita.

Quando il Paese risorse come società politica di uomini liberi, esso trovò nella Banca, giunta a mezzo secolo di vita, uno dei rari punti di forza nel grave dissesto delle strutture amministrative, e poté giovare del suo vario ed efficace contributo: nella formulazione della politica monetaria, nella sottostante analisi della congiuntura, nell'avvio dei rapporti di collaborazione finanziaria con gli Alleati e con le istituzioni internazionali di nuova formazione.

Nel venticinquennio che ora si chiude, l'evoluzione monetaria si è compiuta nel nostro Paese entro un assetto ad un tempo più stabile e più libero, di questi caratteri divenendo essa stessa una componente essenziale.

La vita di un istituto può contarsi dal suo anno di nascita nel senso nobilitante dell'accumulazione di valori della tradizione. Ma esso ha sempre l'età del suo tempo se adegua il proprio modo di operare all'avanzamento delle conoscenze e della tecnologia. La rapidità con cui questo si è prodotto nelle meno turbate condizioni dell'ultimo quarto di secolo ha impresso alla trasformazione dei metodi di lavoro il carattere di un processo continuo, che nel nostro ambito ha avuto lo scorso anno, tra le più significative manifestazioni, l'entrata in esercizio delle nuove Officine carte-valori al Tuscolano e l'istituzione della Scuola di automazione per dirigenti bancari a Perugia, aperta ai funzionari delle aziende di credito e della pubblica amministrazione.

In questo processo di adeguamento delle nostre strutture si colloca anche lo sforzo della Banca per ammodernare il patrimonio immobiliare. Nell'amministrarlo, il nostro Istituto ha cercato sempre di portare un contributo positivo alla soluzione dei problemi urbanistici, ricorrendo alla collaborazione di architetti tra i più illuminati, chiedendo ad essi di assicurare le sue esigenze funzionali e mantenere alto il suo decoro, nel pieno rispetto dei valori ambientali.

Negli anni più recenti, la mole programmata delle nuove costruzioni e dei lavori di riordinamento è stata veramente notevole. Ma incertezze e divergenze di vedute tra gli organi preposti a invigilare sugli aspetti artistici e sulle esigenze urbanistiche hanno compromesso, nonostante la nostra disponibilità alle soluzioni meglio orientate verso il pubblico interesse, lo svolgersi di un'azione ordinata e tempestiva. Purtroppo questo stato di cose non mancherà di riflettersi a lungo andare su tutto il processo di aggiornamento tecnico-amministrativo.

Tra i beni materiali e immateriali adunati dalla Banca negli anni ha posto non piccolo la somma di esperienze e di dedizione racchiusa nel capitale umano al suo servizio, nel suo personale di ogni ordine e grado. La compagine impiegatizia ha mantenuto intatte, nel rinnovarsi delle generazioni, le qualità morali; il costante aggiornamento delle procedure operative fa appello alle sue capacità di apprendimento e adattamento, in definitiva apportando sempre migliori condizioni di lavoro e di vita.

Per solennizzare i 75 anni dell'Istituto, e quale grato segno di apprezzamento verso il personale in attività e a riposo, l'Amministrazione ha deciso di assegnare a ciascun dipendente medaglie in oro riproducenti le effigie dei biglietti di banca oggi circolanti.

In tutti i paesi industriali dell'Occidente l'economia ha conseguito, nel corso del 1968, un soddisfacente ritmo di sviluppo. Ormai da vari anni, questo ha tratto impulso dall'integrazione internazionale dei mercati che ha offerto a un numero sempre crescente di cittadini maggiori possibilità di scelta, all'interno e all'estero, per gli investimenti, i consumi, o le decisioni riguardanti i luoghi ove lavorare, studiare, trascorrere il tempo libero. All'ampliamento notevole dell'area delle libere opzioni degli operatori e all'alto grado di interdipendenza delle economie non si è tuttavia accompagnato un accostamento apprezzabile delle politiche economiche seguite nei vari paesi; la diversità di esse essendo legata ad assetti istituzionali più lenti ad adeguarsi al dinamismo imposto dalla raggiunta interconnessione dei mercati, o a visioni e atteggiamenti particolaristici.

Ne discendono contrasti che si sono riflessi con particolare intensità sul sistema monetario internazionale. Quest'ultimo, posto al riparo nell'anno in esame da pressioni speculative sull'oro mediante la separazione dei due mercati, è stato in grado di far fronte alle contingenze grazie a rapide decisioni degli istituti di emissione. La sua adattabilità, concretatasi specialmente nel convogliare crediti addizionali nei luoghi ove più urgente se ne è manifestata la necessità, ha consentito di mantenere senza gravi menomazioni il collegamento tra le varie economie.

Ma, al di là delle soluzioni che hanno permesso di superare subitane crisi, è aperto da tempo, come è ben noto, il dibattito su più radicali innovazioni da apportare al sistema monetario internazionale, per renderlo più rispondente all'evoluzione dell'economia mondiale.

L'operare dell'attuale meccanismo dipende direttamente dal livello e dalla distribuzione delle riserve valutarie, dal grado di cooperazione internazionale e dalla natura degli squilibri; risente negativamente delle divergenze nelle politiche nazionali di regolazione della domanda, nonché della diversa evoluzione dei costi unitari, che spesso si rivela meno favorevole nei paesi con basso incremento di produttività.

Negli anni, l'azione delle variabili menzionate ha generato tensioni nel sistema che si è pensato di risolvere in due modi distinti e non necessariamente alternativi: con la riduzione del grado di rigidità dei cambi e con aumenti della liquidità internazionale svincolati dal disavanzo americano.

Converrà perciò soffermarsi alquanto sul dibattito in corso circa il sistema dei cambi e volgere poi l'attenzione ai riflessi della situazione del dollaro sulle relazioni monetarie e finanziarie internazionali.

CAMBI FISSI, CAMBI FLESSIBILI, SOLUZIONI DI COMPROMESSO

Ogni discussione sull'alternativa tra cambi fissi e cambi flessibili non può prescindere dal riconoscimento della valida funzione che i primi hanno svolto nel favorire il riassetto valutario mondiale, secondo i principi meditatamente accolti negli accordi di Bretton Woods. Mentre è abituale, a proposito di questa alternativa, contrapporre il pensiero degli economisti a quello dei banchieri, non va dimenticato che esponenti particolarmente autorevoli dei primi contribuirono in larga misura alle decisioni che portarono a incardinare sui cambi fissi il sistema monetario internazionale del secondo dopoguerra. Il tempo trascorso ha tuttavia fornito nuove esperienze, tra le quali specialmente rilevanti per il problema in esame sono stati gli intensi spostamenti di fondi tra le varie economie, connessi con l'estendersi della convertibilità delle monete, e il grado di inflazione accettato da paesi in condizioni di determinare, per la loro preponderante importanza economica, vaste ripercussioni su gran parte della comunità internazionale e specialmente sui maggiori paesi industrializzati.

Gli avversari dei cambi fissi concedono facilmente che, in presenza di un'elevata mobilità dei fattori della produzione, un tale meccanismo presenta gli stessi vantaggi sul piano internazionale che una moneta unica ha su quello interno; ma si appellano alla odierna rigidità dei prezzi e dei costi per lamentare che, in caso di squilibrio esterno, l'aggiustamento viene effettuato o attraverso la deflazione o mediante la restrizione quantitativa discriminatoria delle importazioni. A loro avviso, la fluttuazione del tasso di cambio è da preferire alla prima alternativa perché comporta minori costi sociali, alla seconda perché non ostacola lo sviluppo dei commerci; mentre l'introduzione di restrizioni nelle correnti di traffico concentra in linea di fatto l'intero aggiustamento su alcuni prodotti e in alcune direzioni geografiche soltanto, il cambio flessibile distribuisce gli effetti al margine sull'intera gamma delle importazioni e delle esportazioni, nonché su tutti i paesi con i quali si hanno rapporti.

Ma è innegabile che l'introduzione dei cambi flessibili crea incertezza e che l'eliminazione di quest'ultima attraverso le contrattazioni a termine aumenta il costo delle transazioni con l'estero. Il problema dell'incertezza a sua volta è direttamente connesso con la capacità della speculazione di agire in senso stabilizzatore: e ciò soprattutto in presenza di inaspettate modificazioni nel livello generale dei prezzi e

dei costi e di ogni altra variabile che influisca sulla bilancia dei pagamenti. Non sembra azzardato presumere che, dovendo la speculazione prospettarsi quelle che nelle nuove condizioni sarebbero le politiche delle autorità fiscali e monetarie, il suo comportamento possa risultare destabilizzatore. Né è da escludere un processo che si autoalimenti, nel senso che la condotta perversa della speculazione retroagisca sulle decisioni dei responsabili degli indirizzi di politica economica. I suoi effetti iniziali possono infatti sollecitare o piegare le autorità a quelle soluzioni, altrimenti evitabili, dalle quali la speculazione aveva inteso coprirsi o trarre profitto.

Altre argomentazioni pro e contro la fissità del cambio hanno un carattere ancor meno generale, facendo dipendere la preferenza per l'uno o per l'altro regime dalle condizioni in cui si trova l'economia in un determinato momento. Si afferma, ad esempio, che nel curare uno squilibrio verso l'estero dovuto a fattori ciclici, un meccanismo di cambi flessibili impone maggiori costi sociali, in quanto richiede a un paese di equilibrare le risorse con gli impieghi nel breve termine; poiché il processo di riallocazione è necessariamente lento e penoso, un sistema a cambi fissi che consenta di coprire i disavanzi sull'estero attingendo alle riserve e ricostituisca queste ultime nella fase favorevole del ciclo evita inutili riconversioni dell'apparato produttivo.

Se un saldo passivo della bilancia dei pagamenti ha origine da un rialzo dei costi interni, l'atteggiamento assunto dalla generalità delle banche centrali, ma che soltanto pochi economisti sono disposti ad avallare, è che la rigidità del cambio può essere di ausilio nel mantenere la stabilità dei prezzi e nel combattere le tendenze inflazionistiche; invece che una remora all'inflazione di origine salariale, il cambio fisso appare agli assertori dell'opposta tesi come fonte di politiche deflazionistiche. Quando l'inflazione dai costi fosse divenuta irreversibile e lo squilibrio avesse assunto un carattere strutturale, le conclusioni sarebbero diverse; ma anche in questo caso, a fluttuazioni del cambio che adattino il livello interno di competitività a quelli stranieri, sembrerebbe preferibile un uso più tempestivo delle variazioni di parità.

Quando all'origine di un avanzo della bilancia dei pagamenti vi è un eccesso di domanda estera per il prevalere di tensioni inflazionistiche fuori del paese dove la stabilità interna viene viceversa mantenuta, l'opinione prevalente è che un cambio fluttuante sia più appropriato di uno fisso. Sotto quest'ultimo regime, l'aggiustamento dovrebbe avvenire attraverso un'espansione dei consumi e degli investimenti e quindi,

data la continua pressione della domanda estera, mediante modificazioni del reddito nazionale e del livello dei salari e dei prezzi che comporterebbero necessariamente l'abbandono della stabilità interna. Con il cambio flessibile, invece, l'impatto della domanda estera sarebbe attutito dall'apprezzamento della moneta nazionale. Gli stessi obiettivi potrebbero essere raggiunti con frequenti variazioni della parità, eventualmente di carattere automatico.

Dal confronto delle opposte tesi sembra emergere che la stabilità del tasso di cambio, ossia l'assenza di oscillazioni violente, insieme ad un più tempestivo riconoscimento delle esigenze eventuali di variazione della parità, costituiscono requisiti essenziali al buon funzionamento del sistema economico internazionale. Mentre non risultano affatto preponderanti le ragioni teoriche a favore dei cambi flessibili, non è difficile portare argomenti, sia pure di carattere non analitico, per il mantenimento dell'attuale regime. Se da un lato è indiscusso che il cambio rigido assicura i vantaggi di un sistema monetario unico, dall'altro è innegabile che le condizioni per il suo buon funzionamento sono presenti soltanto in parte; ma è probabile che l'esistenza dei cambi fissi e la volontà politica di mantenere il sistema che su di essi si basa siano circostanze sufficienti a determinare condizioni appropriate alla continuità del sistema medesimo.

Attraverso l'ordinamento dei cambi fissi ogni paese, mediante la sua politica economica, è in grado di comunicare agli altri impulsi inflazionistici o deflazionistici proporzionati agli sbilanci del suo commercio estero e alla sua capacità di accumulare o perdere riserve; similmente, ogni paese è esposto agli impulsi che derivano dagli altri. Questo giuoco reciproco conduce nelle condizioni odierne, mediamente, all'accettazione di un moderato grado di inflazione. Si tratta, dunque, di un regime di cambio il più atto a creare una coordinazione passiva di politiche economiche, avviamento a quella attiva che potrà succederle in una fase ulteriore dell'integrazione. Se così è, i cambi fissi sono irrinunciabili per qualsiasi comunità di Stati con economie integrate o desiderose di integrarsi. Ciò spiega perché coloro che credono nella possibilità di realizzare compiutamente il Mercato comune europeo sono favorevoli alla abolizione dei margini di fluttuazione tra le monete dell'area, anche se non sono ancora soddisfatte tutte le condizioni che la giustificano, tra cui, ad esempio, quella di un efficace coordinamento delle politiche economiche.

L'aggiustamento della parità in caso di squilibrio fondamentale, come pure l'ampliamento della fascia di oscillazione dei cambi, sono

stati oggetto di proposte di modifica. Nel caso di squilibrio fondamentale si propone che l'adeguamento repentino, spesso di notevoli dimensioni, sia sostituito da una serie di piccole svalutazioni o rivalutazioni a intervalli settimanali, mensili o trimestrali; un vantaggio del sistema di parità mobili rispetto all'attuale è che esso non implica alcuna decisione sull'entità della variazione complessiva, lasciando al tempo e al mercato il compito di determinarla o di indicarla alle autorità.

Una caratteristica di questo meccanismo è quella di poter compensare l'incentivo che gli speculatori hanno a trasferire i propri fondi dalla moneta che si deprezza a quella che si apprezza mediante appropriati differenziali nei tassi di interesse a breve termine. Affinchè questi ultimi si mantengano entro i limiti consentiti dalle possibilità operative, la variazione massima della parità nel corso di un anno non dovrebbe discostarsi dal 2 per cento. Ne consegue che il processo di aggiustamento diviene necessariamente lento; la credibilità da parte degli operatori che il cambio non potrà subire variazioni più ampie di quelle previste dal meccanismo resta affidata all'esistenza di cospicue riserve valutarie. Il sistema non è interamente scevro del pericolo di svalutazioni concorrenziali e di ritorsioni. Le autorità possono intervenire all'interno dei margini di fluttuazione in maniera difensiva o aggressiva, modificando il comportamento del mercato in funzione del quale le variazioni della parità vengono determinate. Queste ultime, però, non sarebbero più condannabili se si affermasse il principio che variazioni della parità modeste e quindi tollerabili non sono meritevoli di ritorsione, anche se ripetute.

Ciò significa che senza un'adeguata cooperazione non solo il problema dell'aumento della liquidità internazionale, ma anche quello del miglioramento dei meccanismi di aggiustamento risultano di impossibile soluzione. Ad esempio, i processi di riequilibrio sarebbero grandemente facilitati da intese sul piano internazionale circa gli obiettivi di politica economica che si perseguono nel medio periodo; per ciascuno dei paesi industriali più importanti occorrerebbe decidere se le partite correnti debbano essere in equilibrio o in avanzo; di quali proporzioni possano essere le eventuali eccedenze in relazione all'entità del reddito nazionale; quale sia la direzione preferibile per i flussi di capitale. Un maggior grado di armonizzazione è necessario entro la stessa Comunità economica europea se si considera che il livellamento del grado di inflazione al suo interno non è avvenuto; negli ultimi tre anni i prezzi al consumo sono aumentati in misura diversa, moderata in Germania e in Italia, piuttosto sostenuta in Francia, in Belgio e in Olanda, da un minimo, in ragione d'anno, del 2 per cento nel primo paese a un massimo di

oltre il 4 per cento nell'ultimo. Anche il saggio di aumento dei prezzi accettabile dall'opinione pubblica si differenzia notevolmente nei cinque paesi.

L'esperienza del 1968 e quella dell'anno in corso confermano che l'onda ciclica in arrivo dagli Stati Uniti determina in Europa ripercussioni complicate dalla diversità delle congiunture nazionali e dalla difformità delle politiche stabilite per fronteggiarle. L'impronta predominante finisce per essere quella del grande paese unitario di oltre Oceano e ciò concorre a creare in Europa un senso di inforestieramento e di lesione dell'identità nazionale, riferita, questa, sia agli Stati sia ai loro raggruppamenti; ne deriva altresì una certa predisposizione all'allentamento dei legami tra le due sponde atlantiche.

D'altro canto, nell'interno dei paesi dell'Europa orientale diviene più manifesto il riconoscimento dell'interazione tra sviluppo economico e commercio internazionale; specialmente i paesi minori hanno raggiunto uno stadio di sviluppo che difficilmente potrebbero superare quando non fosse ampliata la dimensione del mercato. Inoltre, si fa sempre più strada in quelle economie il convincimento che il commercio internazionale e il suo espandersi sono legati a sistemi di pagamento multilaterali. Tutto ciò sembra suggerire che si approssima il momento nel quale converrà procedere ad una riconsiderazione dell'intera struttura degli scambi e della cornice entro la quale essi si svolgono, per estendere le istituzioni esistenti ad una più ampia cerchia di paesi.

LA BILANCIA DEI PAGAMENTI AMERICANA, IL MERCATO DELL'EURO-DOLLARO E I TASSI DI INTERESSE

La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, nonostante l'annullamento quasi completo dell'avanzo mercantile, ha registrato dopo dodici anni il primo, lieve avanzo in termini di liquidità. E' certamente questo l'aspetto saliente della recente congiuntura americana, soprattutto se si considera che, nello scorso anno, gli Stati Uniti hanno esportato capitali per 7 miliardi di dollari ed effettuato trasferimenti unilaterali per 3 miliardi, immettendo nel circuito dei pagamenti internazionali fondi per un totale di 10 miliardi. Poiché il saldo attivo delle merci, dei servizi e dei redditi dall'estero si è commisurato a 2 miliardi soltanto, l'equilibrio è stato ricostituito grazie all'imponente afflusso di capitali a lungo termine, soprattutto di provenienza europea, sollecitato sia dai più elevati rendimenti, sia da preoccupazioni di carattere politico o fiscale; esso ha

assunto prevalentemente la forma di sottoscrizioni di azioni, di obbligazioni ordinarie e convertibili, di parti di fondi comuni che impiegano le proprie disponibilità in titoli americani. In definitiva, le risorse reali a favore dei paesi cui gli Stati Uniti hanno concesso finanziamenti o elargito aiuti sono state fornite dal resto del mondo e principalmente da tre paesi: la Germania, l'Italia e il Giappone, che hanno contribuito con circa 7 miliardi di dollari.

Nella precedente Relazione affermammo che gli Stati Uniti avrebbero dovuto acquisire eccedenze attive negli scambi di merci e servizi di ammontare sufficiente per compensare i trasferimenti finanziari nella forma di spese governative, aiuti e investimenti all'estero. Soggiungemmo che l'ampiezza del miglioramento nei conti con l'estero avrebbe richiesto che il relativo processo di aggiustamento si compisse sopra un periodo di tempo piuttosto lungo; altrimenti ne sarebbero derivate ripercussioni nocive al mantenimento della continuità dello sviluppo negli altri paesi. Infatti, i modi e i tempi in cui il pareggio della bilancia dei pagamenti si è realizzato non soltanto hanno avuto un'incidenza di grandi proporzioni sui mercati monetari e finanziari europei, ma hanno anche provocato effetti indiretti, avendo spinto la maggior parte delle autorità monetarie europee a prendere provvedimenti difensivi.

A mano a mano che, col volgere del secondo semestre 1968, la politica del Sistema della Riserva federale si faceva più restrittiva, i tassi di interesse hanno subito negli Stati Uniti aumenti di eccezionale ampiezza. Ciò nonostante la domanda di fondi è rimasta elevata; alla crescente scarsità di credito le imprese americane hanno cercato rimedio o ricorrendo ai mercati esteri direttamente o utilizzando quelle linee di credito che, ammaestrate dall'esperienza del 1966, si erano procurate in precedenza presso le banche.

Parte dei mezzi necessari per il finanziamento degli investimenti all'interno degli Stati Uniti sono stati reperiti emettendo obbligazioni convertibili sui mercati europei, ove sono stati anche attinti i mezzi occorrenti alle affiliate estere, secondo le direttive impartite all'inizio del 1968 dalle autorità americane. Poiché i tassi interni di rendimento delle obbligazioni primarie avevano superato il 7 per cento, è stato possibile a quelle imprese soddisfare le occorrenze marginali sui mercati europei, offrendo di pagare il danaro a un prezzo superiore. Attraverso il mercato delle euro-obbligazioni, la tensione sui tassi a medio e a lungo termine si è comunicata all'Europa e da questa è rimbalzata nuovamente al di là dell'Atlantico.

Con l'attivazione delle linee di credito e con la richiesta di nuove facilitazioni, la pressione delle imprese americane nella ricerca di fondi si è diretta verso le grandi banche che operano sul mercato monetario. Queste ultime avrebbero potuto realizzare parte dei titoli in portafoglio per procurarsi le disponibilità necessarie a soddisfare la crescente domanda di credito del settore produttivo, ma ove ciò avessero fatto su vasta scala non solo avrebbero sofferto perdite in conto capitale a causa della flessione nei corsi, ma non avrebbero comunque evitato una riduzione nella propria quota di intermediazione. Quando la tendenza dei tassi è all'aumento, l'esistenza di un limite massimo alla remunerazione dei depositi non permette alle banche di trattenere quella parte di essi che è più sensibile al tasso di interesse.

E' accaduto in questa come in precedenti fasi di restrizione monetaria che il mercato dei certificati di deposito si è contratto, sottraendo fondi alle grandi banche proprio mentre la domanda di prestiti era più forte. Nell'intento di arginare il deflusso dei depositi di maggiori dimensioni si è sperimentata l'emissione di certificati di partecipazione, comprovanti che i clienti hanno finanziato direttamente le imprese; mentre tali certificati sotto l'aspetto formale non hanno natura di depositi, e quindi non sono sottoposti ai vincoli ad essi applicabili, sostanzialmente garantiscono ai loro portatori lo stesso grado di sicurezza e di liquidità offerto dalle disponibilità affidate alle banche.

Peraltro, dinanzi al persistere di perdite di depositi causate dall'aumento dei tassi le grandi banche americane hanno reagito spostando la concorrenza nell'acquisizione dei fondi fuori degli Stati Uniti, in quanto, al riparo dalle disposizioni della Riserva federale, ciascuna azienda poteva non solo difendere ma anche accrescere la propria quota di intermediazione mediante l'offerta di interessi più alti. Ciò spiega perché le maggiori spinte all'aumento dei saggi di interesse sull'euromercato siano attribuibili al comportamento delle grandi banche americane aventi filiali a Londra; queste ultime hanno trasferito alle rispettive case madri negli Stati Uniti disponibilità per 2,7 miliardi di dollari nel 1968 e per lo stesso importo nei primi tre mesi del 1969. I tassi da esse pagati hanno anche superato l'8 per cento, con un maggior costo rispetto alla provvista in patria compreso tra 1 e 1,5 punti soltanto.

La dimensione delle passività a breve termine degli Stati Uniti in dollari verso non residenti, ivi comprese quelle che costituiscono il mercato dell'eurodollaro, varia in funzione del saldo della loro bilancia dei pagamenti in termini di liquidità e delle operazioni delle banche cen-

trali con la Tesoreria degli Stati Uniti e con la Riserva federale. L'azione delle banche commerciali è invece senza conseguenze per il volume totale di dollari disponibili, ma non è indifferente per la distribuzione degli stessi fra le singole banche e fra le varie forme di impiego. Il risucchio di eurodollari da utilizzare negli Stati Uniti ha come prima conseguenza il trasferimento di depositi di non residenti dalle banche americane senza filiali estere a quelle con diramazioni a Londra. La disposizione delle banche americane a pagare più alti tassi di interesse induce le banche commerciali dei paesi nei quali la liquidità in moneta nazionale è elevata a trasformarne quote sempre maggiori in valuta da depositare presso le prime; l'effetto è un trasferimento di dollari dai conti delle banche centrali a quelli delle banche commerciali, dagli investimenti in titoli del governo americano ai depositi bancari. In ultima istanza può accadere che le banche centrali siano costrette a integrare le proprie disponibilità liquide accendendo operazioni di riporto con il Sistema della Riserva federale.

In seguito all'attrazione di eurodollari negli Stati Uniti, la dimensione lorda dell'euromercato si riduce perché viene accorciata la catena dei passaggi intermedi di fondi tra banche non americane. La sua stessa dimensione netta si contrae quando residenti negli Stati Uniti ritirino le disponibilità che avevano depositato presso banche europee, per impiegarle nel proprio paese. Nella misura in cui ciò avvenga, la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti migliora e la competizione sul mercato dell'eurodollaro si inasprisce.

L'aumento dei tassi su questo mercato ha propagato i suoi effetti all'interno dei singoli mercati europei. Le banche che hanno subito prelievi da parte dei clienti desiderosi di incanalare le proprie disponibilità liquide verso il mercato dell'eurodollaro o verso gli Stati Uniti hanno innalzato i tassi di interesse sui depositi. Ciò è avvenuto in particolar modo in Olanda e in Belgio, ossia in paesi nei quali più intenso è l'incrocio dei flussi internazionali di fondi. Poiché le banche con posizione verso l'estero pareggiata o deficitaria hanno dovuto fronteggiare l'eccesso dei rimborsi sui versamenti attingendo alle disponibilità dei rispettivi istituti di emissione, la conseguenza è stata che alcuni tra questi hanno creduto necessario alzare il saggio dello sconto. Altri, come il nostro, hanno ordinato il pareggio della posizione eccedentaria sull'estero delle banche.

Nell'intento di attenuare l'asprezza della concorrenza tra banche americane sul mercato dell'eurodollaro e quindi le ripercussioni sui singoli mercati monetari dell'Europa, è stato suggerito alla Riserva fede-

rare di estendere ai fondi pervenuti da filiali straniere le disposizioni applicabili ai depositi, quali il limite massimo al tasso di interesse e l'obbligo della riserva.

Ma l'introduzione di una modesta aliquota di riserva produrrebbe, con ogni probabilità, l'effetto contrario a quello desiderato: poiché le grandi banche subiscono in maggior misura l'attrito della politica di restrizione creditizia, la necessità di procurarsi fondi addizionali manterrebbe pressoché intatto in esse lo stimolo a ricercarli sul mercato dell'eurodollaro. La conseguenza sarebbe analoga a quella di una riduzione nella dimensione di quest'ultimo: i tassi di interesse tenderebbero ad aumentare ulteriormente. Pertanto, restrizioni creditizie nei confronti delle banche americane finirebbero con l'investire sia gli operatori che risiedono negli Stati Uniti, sia quelli che ne sono al di fuori.

Se poi si facesse ricorso all'imposizione del tasso di interesse massimo oppure all'applicazione di un'aliquota di riserva molto elevata o, addirittura, del cento per cento, i provvedimenti potrebbero essere elusi dalle banche americane ad esempio attraverso l'estensione dei certificati di partecipazione dall'interno all'estero. Il mercato dell'eurodollaro, quindi, si dimostrerebbe ancora una volta veicolo di tensioni monetarie.

Conviene dunque chiedersi in quale direzione i tassi americani moveranno nel futuro prossimo. Le condizioni di inflazione in cui si trova l'economia e il persistere di una forte domanda di credito hanno indotto il Sistema della Riserva federale ad aumentare i coefficienti di riserva e ad innalzare il saggio di sconto, portandolo al livello record del 6 per cento. L'opinione prevalente è che i saggi di interesse si manterranno molto elevati, anche se non si esclude la eventualità di una attenuazione nel secondo semestre dell'anno. A questo risultato dovrebbe contribuire l'avanzo del Tesoro previsto in base all'ipotesi che vengano approvati i provvedimenti fiscali proposti dal governo americano.

In queste condizioni si è posto e si pone il problema se sia possibile a paesi come la Germania e l'Italia, le cui autorità hanno condotto una politica di stabilità del costo del danaro a prezzo di esportazioni di capitali, continuare a difendere l'attuale struttura dei tassi. Noi crediamo che non sia accettabile per lungo tempo un tipo di equilibrio nei nostri conti con l'estero che fa dell'Italia uno dei principali fornitori di risorse al resto del mondo. D'altro canto, in regime di cambi fissi e di relativamente ampia libertà nel movimento dei capitali, è difficile opporsi alla tendenza verso l'avvicinamento internazionale dei

tassi di interesse. La risposta, quindi, sembra doversi ricercare in un rafforzamento della collaborazione internazionale e in un coordinamento degli obiettivi. In assenza di una armonizzazione, la rincorsa dei tassi di interesse verso livelli sempre più alti diventa una dura necessità i cui effetti non sono, forse, meno rovinosi di quelli derivanti da una guerra dei cambi.

IL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE E L'INTEGRAZIONE ECONOMICA

Alle tensioni esercitate dall'attrazione di fondi da parte americana, se ne sono aggiunte nel 1968 altre endogene all'Europa. I trasferimenti di capitali a breve termine sono stati esaltati da timori di variazioni di parità monetarie e di inconvertibilità di questa o quella moneta. Poiché la fiducia è tanto maggiore quanto più ampie sono le riserve valutarie di un paese, vi sono stati momenti nei quali i capitali si sono diretti verso i paesi che possedevano maggiori riserve. Essendo il deficit della bilancia dei pagamenti divenuto una funzione inversa delle disponibilità ufficiali, le banche centrali con scarsa liquidità sull'estero hanno cercato di proteggersi trasportando in alto i tassi di interesse, ma spesso la loro azione di difesa è stata frustrata dalla violenza delle ondate speculative.

La constatazione dell'ampiezza assunta dai trasferimenti di fondi da una piazza all'altra per effetto di timori di carattere politico e quella che le riserve di qualsiasi paese sono insufficienti quando simili trasferimenti avvengano, costituiscono il motivo fondamentale del nostro suggerimento di rimettere in circolo capitali a breve termine vaganti sotto l'impulso di fattori speculativi, contribuendo così alla ricostituzione delle riserve depauperate da quei movimenti. Quest'idea da noi avanzata nel corso della conferenza del Gruppo dei Dieci a Bonn, nel novembre 1968, fu suscitata dalla preoccupazione che avrebbero pur potuto ripetersi crisi subitane come quella che aveva causato l'improvvisa convocazione della riunione; in questo caso sarebbe stato preferibile apprestare tempestivamente meccanismi per il ritrasferimento dei fondi. Desideriamo reiterare che eventuali accordi sulla rimessa in circolo dei fondi contribuiscono solo ad attenuare le conseguenze derivanti da trasferimenti di capitali indotti dalle aspettative di variazioni di parità monetarie; essi non riducono l'urgenza di decisioni che rimuovano le cause stesse delle attese. Autorevoli interventi hanno dato luogo ad una migliore formulazione della proposta, suscettibile anche essa di

ulteriori affinamenti, ma dispute definitorie hanno impedito sino ad oggi che una soluzione fosse concordata.

Si è giunti così alla crisi della seconda settimana di maggio; il mercato dell'eurodollaro è stato sottoposto ad urti violenti e le banche centrali del Regno Unito, della Francia, del Belgio e dell'Olanda sono intervenute sul mercato con imponenti cessioni di dollari, trasferiti a miliardi nei conti della Bundesbank. Il sistema di aiuti reciproci ha alleviato le perdite di riserve sofferte dai paesi in maggiori difficoltà; noi ci siamo associati a questa azione in conformità delle intese raggiunte a Bonn, pur avendo subito perdite di riserve.

La corsa affannosa all'accensione di debiti nelle valute più esposte ad assalti speculativi ha provocato rialzi spettacolari nei tassi di interesse: in alcune giornate fino al 39 per cento in ragione d'anno. Il premio della lira a termine per operazioni ad un mese sul dollaro ha toccato il 6,72 per cento in chiusura di settimana, e ciò sia perché le banche italiane, per acquistare marchi, compravano copiosamente dollari a pronti rivendendoli a termine contro lire, sia perché taluni credevano che anche la nostra moneta sarebbe stata rivalutata.

A questo proposito, se si volesse procedere a un generale riallineamento delle parità, l'atteggiamento dell'Italia non potrebbe essere diverso da quello esposto in più di una occasione dal Ministro del Tesoro. Condizione del mantenimento di un alto saggio di sviluppo all'interno del nostro Paese è un aumento degli scambi internazionali, in entrambe le sue componenti, più che proporzionale rispetto a quello del reddito. Poiché il livello pro capite di quest'ultimo è più basso in Italia che nella maggior parte dei paesi industriali dell'Occidente, la riduzione del divario presuppone che il nostro interscambio aumenti più del loro. Ne segue che da parte italiana non potrebbe essere accolta alcuna soluzione che provocasse la conseguenza di menomare la nostra capacità competitiva nei mercati internazionali.

Qualora le esportazioni di capitali e i trasferimenti unilaterali dagli Stati Uniti seguitassero a superare largamente il saldo attivo degli scambi di merci e servizi, compresi i redditi dall'estero, converrebbe concordare attraverso intese multilaterali i modi più opportuni del finanziamento del deficit. Ove il regolamento avvenisse mediante aumento delle passività a breve termine verso il resto del mondo, poiché queste ultime concorrono a costituire la liquidità internazionale, esso provocherebbe un aumento della liquidità medesima di ammontare eccessivo; se avvenisse mediante importazioni di capitali a lungo termine, produrrebbe

effetti pregiudizievoli per i mercati finanziari. In entrambi i casi l'equilibrio del sistema esigerebbe che altri paesi esportassero risorse reali di importo assai consistente. Comunque, qualora il disavanzo americano dovesse persistere, sarebbe preferibile che il finanziamento di una parte di esso avvenisse mediante l'intervento del Fondo monetario internazionale, mediante crediti a breve termine, o, in ambedue le forme.

In definitiva, il corretto funzionamento del sistema monetario internazionale richiede l'assestamento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e del Regno Unito. Questo processo presuppone, affinché si compia senza pericolose involuzioni deflazionistiche, l'attivazione immediata dei diritti speciali di prelievo. Sarebbe auspicabile che i principali paesi industriali, in collaborazione gli uni con gli altri, concorressero in una decisione al riguardo entro quest'anno per un importo che tenga conto non soltanto dell'impoverimento delle scorte di oro monetario del mondo libero, ma anche della necessità di compensare la distruzione di liquidità conseguente al processo di aggiustamento dei maggiori paesi industriali, oltretutto di quella di sostituire gradualmente il dollaro nelle sue funzioni di componente delle riserve ufficiali dei paesi industriali.

Un ulteriore perfezionamento del sistema potrebbe consistere nella introduzione delle parità mobili, di cui abbiamo innanzi detto. Non si dovrebbe nemmeno escludere una maggiore flessibilità dei cambi fra le due grandi aree monetarie Stati Uniti ed Europa, la quale troverebbe la propria giustificazione nel fatto che l'incidenza della componente estera sul reddito della zona al di qua dell'Atlantico diventerebbe, se non così esigua come quella degli Stati Uniti, sufficientemente piccola perché fossero ridotti al minimo gli inconvenienti del sistema. In assenza di una soluzione concordata, un sistema di cambi flessibili fra il dollaro degli Stati Uniti e le monete del resto del mondo potrebbe discendere da una decisione unilaterale: ciò rappresenterebbe un arresto del processo di cooperazione dal quale lo sviluppo economico nel mondo occidentale ha tratto grande beneficio e il ritorno a politiche isolazionistiche gravide di non prevedibili conseguenze.

In Europa, un sistema siffatto, se non fosse preceduto da intese in virtù delle quali fosse effettivamente accresciuto il grado di coordinamento fra le economie dei paesi della Comunità economica europea, potrebbe produrre la disintegrazione di quest'ultima. Diverrebbe inoltre inderogabile la ricerca di soluzioni atte a rendere possibile l'inclusione del Regno Unito nella Comunità; se questa non avvenisse, l'effetto

sarebbe di sospingere quel paese verso un'area americana, anche nel caso in cui questa non fosse considerata l'alternativa preferibile.

L'esposizione sin qui svolta sui problemi odierni del sistema monetario internazionale non può omettere, a nostro avviso, di prendere atto di un atteggiamento mentale che va oltre le discussioni di carattere tecnico e investe la validità dell'economia aperta che il sistema stesso ha contribuito a realizzare e ad affermare.

Poiché l'alto grado di integrazione delle economie può provocare, e di fatto ha provocato negli ultimi anni, tensioni e squilibri, accade di constatare che al dinamismo vitale, anche se talvolta incomodo, che questa integrazione comporta venga contrapposta la stabilità apparente di economie tuttora largamente costrette nell'ambito del mercato nazionale e legate con l'esterno mediante accordi di un tipo abbandonato dall'Occidente oltre venti anni or sono. E' ben vero che economie legate le une alle altre dal baratto non conoscono crisi monetarie. Ma, poiché esse necessariamente comprimono l'area delle libere opzioni dei cittadini, ne conoscono di più laceranti, essendo esposte alle pressioni e ai sommovimenti attraverso i quali gli individui cercano di conquistare più ampi margini di autonomia per le loro scelte.

Esiste una relazione evidente tra struttura produttiva interna, regime degli scambi internazionali e modi del loro regolamento. In sistemi ordinati secondo un modello burocratico, dove l'iniziativa è spenta dalla insufficienza degli incentivi e dall'intralcio dei controlli, diviene inevitabile sacrificare la libertà dei traffici e dei pagamenti per gli accordi bilaterali e i clearings.

Del resto, appare anacronistico che i valori di una più aperta interdipendenza dei mercati siano talvolta rimessi in discussione proprio in una fase storica nella quale le economie dirette dal centro si rendono conto delle forme di arretratezza e di inefficienza connesse, tra l'altro, con il fatto che esse sono poste al riparo dalla pressione competitiva esterna. Per superare le constatate carenze vanno compendosi importanti sforzi di adattamento dell'ordinamento interno, i quali incontrano grave ostacolo nella mancanza di dirigenti capaci di interpretare i comportamenti del mercato e di prendere con tempestività le decisioni conseguenti.

Si tratta di esperienze significative anche per un Paese come il nostro, ad economia mista, ove l'iniziativa pubblica si associa ad un alacre spirito imprenditoriale privato. Esse confermano infatti la necessità di pre-

servare un mercato di concorrenza operante, idoneo cioè ad effettuare il collaudo delle capacità individuali, l'accertamento dell'economicità dei risultati produttivi, l'eliminazione delle inefficienze. Ma è altrettanto essenziale la salvaguardia del cammino compiuto ai fini della integrazione internazionale dei mercati. Poiché l'ambiente economico è spesso condizionato da grandi concentrazioni produttive, private e pubbliche, dall'estensione a volte eccessiva delle attività terziarie, dalla tendenza della disoccupazione nascosta ad annidarsi nelle attività amministrative, gli effetti stimolatori del mercato dipendono in larga parte dal suo deciso inserimento nell'economia mondiale. Questo legame non va quindi considerato esclusivamente in relazione ai vantaggi assicurati dalla specializzazione o al sostegno che la domanda estera dà all'andamento produttivo interno, ma anche in funzione dell'erosione che un attivo interscambio col resto del mondo esercita direttamente e indirettamente sulle posizioni di privilegio, come su quelle di inefficienza.

L'impegno di eliminare gli sperperi derivanti non soltanto da un impiego distorto delle risorse, ma anche dal mancato raggiungimento di realizzabili traguardi produttivi trascende le distinzioni abituali tra settore pubblico e settore privato; investe al tempo stesso sia il funzionamento dell'apparato statale, di tipo amministrativo o imprenditoriale, sia l'operare del sistema economico globalmente considerato. D'altra parte, questo intento, al pari di quello di cogliere esigenze fondamentali per l'avanzamento sociale di un paese che il meccanismo di mercato non è idoneo a rilevare, esprime il significato essenziale di una programmazione che, alla coerente scelta degli obiettivi, accompagni una realistica valutazione delle condizioni del Paese e degli strumenti operativi di cui esso può avvalersi.

La coesistenza che imprese pubbliche e private hanno raggiunto nel nostro Paese si è associata a un progresso della nostra economia che le ha consentito di collocarsi tra quelle industrialmente più avanzate e di affrontare con successo il confronto severo della concorrenza internazionale. La trasformazione stessa del Paese ha posto, tuttavia, nuovi problemi che interessano ad un tempo il suo progresso civile e il pieno sviluppo delle sue capacità produttive. Poiché la realtà economica è mutevole, non dovrebbe sorprendere se varia la forma di convivenza tra l'iniziativa pubblica e quella privata: da antagonistica a cooperante e viceversa. Ma rimane comunque essenziale che entrambe accettino la sfida della pressione competitiva esterna, tenendo conto delle indicazioni e delle scelte prioritarie del Piano, e nello stesso tempo traendo dal mec-

canismo di mercato le indicazioni che questo è specificamente idoneo a fornire come centro di convergenza e di confronto di molteplici decisioni autonome e decentrate. In questo quadro istituzionale, alla scelta nella direzione di una economia aperta, che il nostro Paese ha consapevolmente compiuto, si riconnettono problemi non lievi nella sfera dei mercati finanziari e del sistema bancario: ai loro aspetti recenti volgeremo ora il nostro esame.

L'ESPORTAZIONE DI CAPITALI ITALIANI, LA FUNZIONALITA' DEL MERCATO FINANZIARIO E DELLE AZIENDE DI CREDITO

In un anno in cui i tassi di interesse, sia a breve sia a lungo termine, hanno raggiunto all'estero altezze certamente ignote alla storia recente, era inevitabile che gli effetti di attrazione si facessero sentire con maggior forza su un sistema, come il nostro, che a un più basso livello dei saggi accoppia una scarsa varietà negli strumenti di credito e una sostanziale inferiorità di alcuni di essi nei confronti dei corrispondenti titoli esteri. L'ampiezza assunta dall'esportazione di capitali e le dispute sorte intorno ad essa ci inducono a dedicarle parte di questa esposizione, prendendo le mosse dall'andamento dei nostri conti col resto del mondo nel medio periodo.

Nel quinquennio 1964-1968 la bilancia dei pagamenti dell'Italia è stata caratterizzata dalla presenza di saldi attivi nelle partite correnti derivanti, in larga misura, dall'incremento delle esportazioni ad un saggio più elevato di quello delle importazioni; nell'intervallo considerato le prime sono aumentate del 16,5 per cento in ragione d'anno, le seconde dell' 8,6. L'avanzo di 9.200 milioni di dollari nelle partite correnti è stato assorbito dai movimenti di capitali per 4.400 milioni. Il finanziamento delle esportazioni a pagamento differito e i crediti concessi ai paesi in corso di sviluppo hanno contribuito al deflusso di fondi nella misura di 2.300 milioni. Gli investimenti diretti dell'Italia all'estero e dell'estero in Italia hanno presentato un saldo attivo di 1.200 milioni: circa il 60 per cento dei capitali stranieri investiti in Italia corrisponde all'assunzione di partecipazioni in imprese italiane, mentre appena il 12 per cento dei capitali italiani emigrati all'estero rappresenta partecipazioni in imprese. Il rimanente deflusso di capitali è stato di 3.300 milioni, di cui circa i due terzi sotto forma di utilizzo di banconote per impieghi all'estero. Al netto di partite minori, la bilancia dei pagamenti globale ha presentato un saldo attivo di 4.000 milioni di dollari, di cui una metà circa è affluita alle aziende di credito,

la posizione delle quali verso l'estero da passiva per 1.254 milioni è divenuta attiva per 723 milioni; l'altra metà è stata acquisita dall'Ufficio italiano dei cambi e dalla Banca d'Italia.

Nella precedente Relazione, avendo individuato nel comportamento del settore pubblico nel 1967 una causa di contenimento della domanda interna, concludemmo che una politica espansiva nel 1968 si giustificava anche in ragione dell'adeguato livello di riserve che era stato raggiunto e dell'esistenza di un cospicuo saldo attivo nelle partite correnti. Nello stesso tempo non potemmo esimerci dal far richiamo ancora una volta agli svantaggi, da un lato, di una eccessiva dilatazione degli stanziamenti di spesa e, dall'altro, del fatto che essi non fossero seguiti da un andamento delle erogazioni di cassa appropriato alla fase ciclica. Nel mese di luglio il governo annunciò un complesso di provvedimenti che si proponevano non solo di suscitare un accrescimento del reddito ad un saggio più elevato, ma anche di promuoverne una diversa destinazione tra impieghi interni ed esterni. Poiché all'aumento della produzione avrebbe dovuto accompagnarsi uno sviluppo ancor più rapido della domanda interna e quindi una dilatazione delle importazioni maggiore di quella delle esportazioni, l'effetto ultimo sarebbe stata la contrazione del saldo attivo nelle partite correnti. Le previsioni per il 1969, formulate poco dopo che erano stati presi quei provvedimenti, indicavano che le vendite all'estero di merci e servizi sarebbero aumentate del 7,2 per cento, mentre gli acquisti sarebbero saliti del 15,3; una favorevole bilancia dei pagamenti si sarebbe potuta conservare sempreché l'esportazione di capitali si fosse mantenuta al di sotto dei 1.600 milioni di dollari, essendo questo l'ordine di grandezza del presumibile avanzo nelle partite correnti.

In occasione della Giornata del Risparmio sottolineammo che il conseguimento degli obiettivi suddetti non avrebbe provocato tensioni nei conti con l'estero, purché si fossero eliminate le cause che stimolano la fuoriuscita dei capitali, quali i disincentivi fiscali e la carenza di strumenti finanziari. L'introduzione nella legislazione italiana delle azioni di risparmio e dei fondi comuni di investimento, nonché l'applicazione alle une e agli altri di un regime tributario analogo a quelli vigenti nei mercati con i quali il nostro ha più diretti contatti, ci parvero, e ancor ci sembrano, costituire condizione necessaria affinché si riduca il deflusso verso l'estero del risparmio interno.

E' ben noto che questa condizione non è stata sinora soddisfatta. I disincentivi fiscali esistenti nei confronti dei capitali di rischio hanno

peggiorato la funzionalità del mercato dei capitali, accresciuto il ricorso all'indebitamento da parte delle imprese e provocato distorsioni nella loro struttura patrimoniale, probabilmente agendo in senso limitativo sul volume e sulla qualità degli investimenti produttivi. In pari tempo, col crescere del numero delle famiglie munite di redditi monetari destinate in parte all'acquisto di titoli si è accentuata la dissociazione tra la formazione del risparmio e il suo investimento.

Le nostre indagini hanno consentito di individuare l'ampiezza delle trasformazioni arrecate dal progresso economico nella dimensione dei patrimoni familiari e nella diversificazione delle forme del loro impiego. L'acquisizione da parte del pubblico di attività finanziarie (biglietti, depositi e titoli) dipende fondamentalmente, oltre che dal volume e dalla composizione della ricchezza finanziaria, dall'andamento del reddito, dei prezzi e dei tassi d'interesse. Essa è anche fortemente influenzata dalle possibilità di scelta fra tipi di attività con differenti caratteristiche e dalle possibilità di guadagni e perdite in conto capitale ad esse connesse; quando il mercato nazionale non sia in grado di offrire titoli a reddito variabile atti a soddisfare le preferenze dei risparmiatori, è inevitabile che in regime di economie aperte essi siano acquistati all'estero.

I tempi per l'attuazione della riforma tributaria, di quella delle società per azioni e per la istituzione di fondi comuni italiani si sono manifestati di una lunghezza inattesa e pregiudizievole. Frattanto, organizzazioni sempre più agguerrite offrivano a risparmiatori medi e piccoli, anche nelle nostre regioni economicamente meno evolute, forme di investimento della ricchezza mobiliare più gradite o, comunque, rese più attraenti da una propaganda al tempo stesso massiccia e capillare. Il passaggio a queste forme di impiego della ricchezza da quelle tradizionali è avvenuto in assenza di quelle misure disciplinatrici che erano state proposte dal Governo al Parlamento sin dal settembre 1964.

Gli interessi del Paese richiedono, invero, la sollecita approvazione non solo della disciplina civilistica e fiscale dei fondi comuni italiani, ma anche delle norme riformatrici dell'ordinamento societario. Il successo dei fondi comuni dipenderà in larga misura dal regime fiscale che ad essi e ai portatori di parti verrà riservato; a questo proposito, vorremmo reiterare il nostro convincimento che i redditi tassabili del fondo non dovrebbero comprendere le plusvalenze di borsa né i proventi derivanti dalla vendita dei diritti di opzione e che al singolo portatore dovrebbe essere lasciata la scelta tra il pagare un'imposta

cedolare secca e il farsi riconoscere dagli uffici fiscali, fruendo in questo caso di un credito di imposta in sede di accertamento del tributo personale.

Affinché i fondi comuni possano svolgere durevolmente la loro utile funzione a favore del mercato interno, è necessario non solo che sia assicurata una più ampia possibilità di scelta dei titoli nazionali da acquistare, ma anche che le imprese societarie siano disposte a finanziarsi emettendo azioni. Ad entrambi i fini può essere di aiuto un'accorta politica fiscale che conceda facilitazioni a quelle aziende le quali chiedono la quotazione in borsa e alleggerisca i pesanti oneri che colpiscono i capitali di rischio. Inoltre, la disposizione dei fondi comuni a immettere nei propri portafogli titoli italiani sarà stimolata da una riforma delle società per azioni che ne accresca gli obblighi di informazione e disciplini meglio i poteri degli organi di controllo.

Nelle grandi società la serie continua di assemblee disertate dagli azionisti e affidate al giuoco delle concentrazioni di deleghe è interrotta soltanto da episodi sporadici dovuti a sollecitazioni essenzialmente emotive e alla mancanza di una sufficiente informazione. Le operazioni mediante le quali si modifica la composizione dei gruppi di comando avvengono nell'assenza di discipline idonee a garantirne la pubblicità; il che rende insicure le politiche di gestione e in ultima istanza le prospettive degli investitori. L'imperfetta disciplina delle scritture sociali consente, nell'insufficiente ambito della regolamentazione in vigore, l'abuso delle partecipazioni incrociate, che altera in modo innaturale l'equilibrio dei gruppi.

Il mantenere immobili gli ordinamenti concernenti il mercato finanziario, nonostante i profondi mutamenti avvenuti nella nostra economia, ha accresciuto l'impegno delle istituzioni creditizie nel ricercare adattamenti idonei a supplire alle carenze della legislazione. Così, ad esempio, l'ampiezza assunta dalle contrattazioni in cambi esteri richiede l'organizzazione di un efficiente mercato della lira a termine; ma, in presenza di una elevata imposizione tributaria sui contratti di riporto, quel mercato è stato creato domiciliando all'estero le contrattazioni, senza introito per il fisco italiano e con guadagno per le banche straniere.

Nell'attesa di una disciplina che autorizzi anche in Italia la costituzione di fondi comuni e in presenza di un crescente sforzo di penetrazione da parte dei collocatori di titoli esteri, abbiamo ritenuto opportuno consentire alle banche italiane di inserirsi nel mercato, partecipando

non solo ai consorzi di emissione, ma anche all'amministrazione di fondi comuni esteri e al collocamento di loro parti presso risparmiatori italiani e stranieri. In questo modo la destinazione dei capitali nazionali, sia pure entro determinati limiti, viene decisa con l'intervento di banche italiane. Aggiungasi che la presenza di queste ultime nell'amministrazione dei fondi comuni può agevolare, come in linea di fatto è avvenuto, l'investimento in azioni di società italiane. Infine, il collocamento attraverso le nostre aziende di credito avviene nell'osservanza delle norme vigenti nel nostro Paese; i titoli esteri, infatti, vengono immessi nei depositi in conformità di esse. Occorre, però, avvertire che si tratta più spesso di parti di fondi ad accumulazione, che cioè non distribuiscono dividendi.

Il volume delle euroemissioni intermediato dalle banche italiane nel 1968 ha raggiunto i 271 milioni di dollari, contro 221 nell'anno precedente; per 176 milioni il collocamento è avvenuto presso residenti e per 79 presso non residenti, mentre il modesto residuo è andato ad aumentare i portafogli bancari. Tuttavia, a causa della notevolissima espansione delle euroemissioni nell'anno in esame, la quota delle aziende di credito italiane è scesa dal 9,5 al 6,6 per cento. Nel 1968 le nostre banche hanno venduto in Italia parti di fondi comuni per alcune decine di milioni di dollari.

Le risultanze della bilancia valutaria nei primi quattro mesi dell'anno in corso hanno dimostrato che i motivi della nostra apprensione non erano immaginari. Sebbene l'apporto delle partite correnti si sia rivelato superiore alle attese, in quanto, pur perdurando la ripresa delle importazioni, il tasso di sviluppo delle esportazioni si mantiene molto elevato, la fuoriuscita di capitali è stata di tali dimensioni da indurci ad una sostanziale revisione delle previsioni circa l'andamento dei nostri conti con l'estero per l'intero 1969. Infatti, nel periodo gennaio-aprile il deflusso netto di capitali è stato, secondo dati ancora provvisori, dell'ordine di un miliardo di dollari, all'incirca doppio di quello degli stessi mesi del 1968; non è inverosimile che, in assenza degli auspicati provvedimenti, nell'intero anno 1969 i movimenti di capitali possano presentare un saldo passivo di circa 2 miliardi di dollari.

Date le nuove prospettive, è parso opportuno prendere alcuni provvedimenti allo scopo, da un lato, di ridurre, per quanto è a noi possibile, l'incentivo ad esportare capitali e, dall'altro, di difendere le nostre riserve ufficiali. Rientra nel primo tipo di interventi l'aver fatto salire il cambio della lira col dollaro verso il limite superiore; il maggior

costo della valuta da impiegare all'estero, aumentando il rischio di perdita nel momento della riconversione in lire, tende a scoraggiare il deflusso di fondi a breve a iniziativa di operatori sensibili al tasso di interesse. Sebbene le cifre citate dimostrino ad evidenza che l'azione delle banche nella esportazione di capitali è stata piuttosto modesta rispetto alle dimensioni del fenomeno, abbiamo ritenuto congruente, nella nuova situazione, sostituire l'autorizzazione caso per caso a quella automatica, ma limitata nel suo ammontare massimo, di cui godevano le banche per la partecipazione a consorzi internazionali per il collocamento e la garanzia dei titoli esteri. Infine, è stato disposto dalle competenti autorità valutarie che la vendita delle parti di fondi comuni di qualsiasi tipo e da chiunque effettuata sia subordinata ad un permesso e che questo venga concesso e conservato soltanto ai fondi, o loro sezioni, il cui portafoglio sia costituito almeno per la metà da titoli italiani; ciò è valso a dar vita, con provvedimenti amministrativi, a fondi che sono italiani nella realtà economica, anche se non nella forma giuridica. Ma rimane immutata l'urgenza per una sollecita approvazione legislativa ed un equo trattamento fiscale che permettano la costituzione di questi intermediari anche nel nostro Paese.

Nella supposizione che nell'annata in corso i nostri conti con l'estero possano chiudersi in disavanzo, abbiamo impartito alle banche nel marzo scorso la direttiva di cedere all'Ufficio italiano dei cambi entro la fine del prossimo giugno la posizione netta che esse vantano sull'estero: già nel corso dell'aprile e della prima metà di maggio il credito netto delle banche si è ridotto da 748 a 515 milioni di dollari. Il ricorso ad uno strumento che ci è stato di grande aiuto nel controllo della congiuntura monetaria negli anni sessanta non è esente da costi per il sistema bancario, il quale, fra l'altro, viene privato dei maggiori redditi conseguenti ai più elevati tassi di interesse correnti all'estero. Il pregiudizio maggiore, però, deriva dalla separazione del nostro sistema bancario da quelli esteri; se questo effetto è relativamente modesto sul mercato dell'eurodollaro, dove le banche sono autorizzate a mantenere una posizione lorda purché bilanciata, esso è molto forte su quello delle nuove emissioni internazionali, tanto da mettere in pericolo le posizioni faticosamente costruite col paziente lavoro di anni. Consapevoli di ciò, non escludiamo che quando i nostri timori sull'andamento della bilancia dei pagamenti non dovessero avverarsi e quando le condizioni istituzionali del nostro mercato dei capitali fossero adeguatamente migliorate, si possa ritornare per le banche ad un regime di maggiore libertà operativa sui mercati stranieri.

Il ricorso ai provvedimenti di regolazione della posizione sull'estero conferma, se mai ve ne fosse bisogno, che l'efficacia degli interventi decisi dalle autorità monetarie e valutarie dipende dalla reattività del sistema bancario. Resta nostra preoccupazione, pertanto, conservare alle aziende di credito quelle caratteristiche di elasticità che permettono ad esse di adeguarsi con tempestività, con il minor costo possibile, agli impulsi trasmessi dalla banca centrale. Non sembrano compatibili con questo intendimento rinnovate proposte per la reintroduzione in Italia della banca mista: la presenza di rilevanti pacchetti azionari negli attivi delle banche accrescerebbe in essi gli elementi di rigidità, cosicché la politica monetaria, per continuare ad essere efficace, imporrebbe l'impiego o di nuovi strumenti o di quelli attuali con intensità grandemente accresciuta. Oltre che meno efficace, la politica monetaria diverrebbe anche più esitante nel decidere gli interventi; la maggiore variabilità del valore degli attivi, derivante a sua volta dagli andamenti di borsa, porrebbe ulteriori vincoli al governo della liquidità del sistema e delle singole aziende. La dipendenza delle istituzioni bancarie dal credito diretto della banca centrale è in Italia tra le condizioni che agevolano, specie nei casi di urgenza, una politica monetaria di natura quantitativa, il cui indebolimento non è auspicabile.

All'intervento bancario diretto nell'industria ostano non soltanto ragioni di politica monetaria, bensì anche motivi di politica finanziaria in generale e creditizia in particolare. A favore dell'istituzione della banca mista si adducono la constatazione del graduale declino dell'investimento privato in azioni e l'intendimento di compensare la conseguente contrazione dell'offerta di risparmio alle imprese con una componente nuova di carattere istituzionale. Sembra, invero, contraddittorio il voler porre riparo alla scarsità di intermediari finanziari dalla quale sono afflitti i nostri mercati, non già creando le basi perché questi possano sorgere e prosperare, bensì affidando nuove funzioni a istituzioni già esistenti, impegnate in molteplici e non facili compiti, e condizionate nel loro agire dalla struttura della raccolta; non ne seguirebbe affatto un arricchimento del mercato finanziario.

Ma indipendentemente dalle conseguenze che ciò tenderebbe a produrre nel nostro come in altri sistemi economici, va osservato che il ritorno alla banca mista non potrebbe non ripercuotersi da noi a danno delle medie e piccole imprese industriali, che si alimentano fortemente al credito bancario non avendo, a differenza delle grandi unità produttive, accesso al mercato dei valori mobiliari. Sarebbe una marcia

all'indietro rispetto a quanto si è fatto da trent'anni a questa parte; liberate dagli immobilizzi che ne avevano paralizzato l'azione, le grandi banche hanno infatti man mano esteso la loro cerchia di affari alle imprese di minori dimensioni. Ed è innegabile che i progressi di queste ultime sono stati direttamente stimolati dalla cospicua assistenza creditizia loro concessa.

Come abbiamo osservato altre volte, la capacità dell'impresa pubblica di attingere fondi al credito bancario supera quella dell'impresa privata, perché impropriamente si considera la prima immune dal pericolo dell'insolvenza: ma la diversa valutazione dei prenditori di credito non è legata al carattere pubblico o privato dell'ente erogatore; può senz'altro affermarsi che l'un tipo di azienda non meno dell'altro concorre al soddisfacimento delle esigenze finanziarie delle imprese private. Diverso potrebbe risultare il comportamento delle istituzioni creditizie quando si consentisse loro di acquistare la proprietà di azioni; ciò potrebbe indurre il settore pubblico a finanziarsi con emissioni azionarie da collocare presso aziende di credito controllate direttamente o indirettamente dallo Stato. La situazione sarebbe ancora peggiore se queste ultime divenissero strumento di scalate in proprio o per conto di terzi. Sebbene mobile, la linea di demarcazione fra settore pubblico e privato non può divenire evanescente; ad essa è affidata la sopravvivenza dell'economia mista.

Infine, la nostra avversione al possesso azionario da parte delle aziende di credito trova radici anche in altre considerazioni. Nell'attuale fase della nostra finanza pubblica e privata, in cui già per altri motivi l'attività delle banche è sottoposta a distorsioni, la difesa dei depositanti esige che ci si tenga ancor più verso la stabilità dei valori sia nell'attivo sia nel passivo del bilancio. Infatti, il rapporto fra capitale azionario o fondo di dotazione e massa fiduciaria amministrata è da noi basso a causa dell'inflazione post-bellica; il processo di riadeguamento, nonostante le sollecitazioni delle autorità monetarie, è lento e incontra in taluni settori ostacoli istituzionali. Perciò non sarebbe giustificabile un indirizzo che consentisse alle banche di assumere per intero o per quote significative il capitale azionario di imprese industriali, soggetto ad oscillazioni di valore spesso cospicue e derivanti non solo dalla più o meno avveduta gestione delle imprese, ma anche da alternanze congiunturali, fattori speculativi e influssi esterni; esso aggraverebbe i rischi di perdite patrimoniali cui le aziende

sono esposte per effetto della larga assistenza alle imprese più bisognose di credito.

E' degna di menzione la circostanza che negli Stati Uniti un recente progetto di legge ammette l'estensione dell'attività delle banche in campi attualmente appena esplorati, ma continua ad escludere tassativamente che essa possa comprendere l'assunzione non solo dei rischi diretti dell'investimento in titoli azionari, ma anche di quelli indiretti attraverso partecipazioni in società finanziarie.

L'attuale fase evolutiva del sistema bancario americano può essere foriera di analoghe tendenze nelle economie occidentali ed è perciò meritevole di esame. In questo dopoguerra e soprattutto negli anni sessanta si è sviluppata negli Stati Uniti la concorrenza tra le banche e gli intermediari non bancari; il successo delle prime nel sottrarre fondi ai secondi ha comportato un aumento del costo medio della provvista bancaria, avendo la raccolta mediante depositi liberi ceduto il passo a quella attraverso conti vincolati sui quali è consentita la corresponsione di un interesse. Insieme con la mutata attitudine alla concorrenza acquista sempre più spicco la trasformazione delle banche americane in « supermercati finanziari » che forniscono ai clienti i servizi più disparati: dall'amministrazione fiduciaria al « leasing », dalla contabilità aziendale ai calcoli elettronici, dai biglietti di viaggio alle polizze di assicurazione. Le autorità non sembrano opporsi all'ampliamento della gamma dei prodotti offerti dal sistema bancario, ma escludono che essa possa allargarsi sino alle operazioni proprie del mercato finanziario e delle istituzioni in questo operanti.

Le trasformazioni anzidette non hanno mancato di riflettersi sulla struttura giuridica delle imprese bancarie; anche a causa della peculiare legislazione in vigore negli Stati Uniti, alcune delle maggiori aziende creditizie hanno manifestato tendenza ad assumere la forma di società finanziarie per il coordinamento di imprese a ciascuna delle quali viene assegnata la gestione di uno dei servizi in cui l'attività bancaria si va diversificando. Se da parte delle autorità si vede con favore la formazione di gruppi omogenei di questo tipo, esplicita è la loro opposizione alla costituzione di conglomerati nei quali confluiscono, insieme a banche, imprese industriali, commerciali, assicurative; e questo atteggiamento affonda le radici nel timore che la contemporanea presenza, nel gruppo, di attività bancarie, produttive e distributive possa distorcere i flussi

creditizi, orientando la concessione dei finanziamenti prevalentemente verso le unità che compongono il conglomerato.

Anche da noi si può affermare che si è sicuramente avuta una maggiore concorrenza sul mercato dei fondi; mentre negli Stati Uniti essa ha assunto l'aspetto di una lotta tra banche da una parte e intermediari non bancari dall'altra, in Italia per la scarsità di questi ultimi si è tradotta in una vivace competizione all'interno del settore bancario e conseguentemente nell'allentamento delle intese sui tassi; gli effetti della concorrenza si sono fatti sentire anche sulla struttura bancaria, imponendo in alcuni casi degli assorbimenti per evitare perdite ai depositanti, sollecitando in altri, ma molto debolmente, una autonoma tendenza alla concentrazione o al collegamento.

Inoltre, desideriamo sottolineare che la preoccupazione delle autorità monetarie concerne non soltanto la formazione dei legami che vanno dalle banche verso le imprese industriali ma anche di quelli che muovono dalle seconde verso le prime. La diffusa presenza di istituzioni con carattere pubblico nel nostro sistema può far sentir meno l'urgenza del problema, ma non può annullarlo. Le disposizioni vigenti obbligano le aziende di credito a segnalare all'organo di vigilanza l'assunzione di una partecipazione bancaria o non bancaria e ad ottenerne l'autorizzazione per la propria fusione, ma non sottopongono ad alcuna forma di controllo l'acquisizione di una o più banche da parte di una persona, di una società o di un gruppo. I mutamenti nella composizione della proprietà di aziende di credito nel nostro Paese sono da noi seguiti con attenzione ed eventuali alterazioni degli equilibri esistenti non mancherebbero di dare luogo alla proposta di idonei provvedimenti.

Nonostante la maggiore concorrenza cui è stata esposta l'attività delle aziende di credito, di raccolta e di impiego, i risultati economici conseguiti dal sistema nel suo insieme non sono stati nel 1968 deludenti. Secondo le informazioni fornite dalle aziende di credito, il costo unitario della provvista ordinaria è salito dal 3,50 al 3,64 per cento, mentre il rendimento medio degli impieghi in lire sull'interno è rimasto sostanzialmente stabile intorno al 7,50 per cento. Il restringimento del margine tra i ricavi e i costi unitari delle operazioni indicate si è associato a un maggior volume di queste ultime. Nonostante l'aumento dei costi generali, gli utili netti di esercizio hanno segnato un sensibile incremento; vi hanno concorso in misura preponderante i ricavi derivanti dai servizi e dalle negoziazioni in cambi e in titoli esteri.

IL RAFFORZAMENTO DEGLI STRUMENTI MONETARI, LA CONDOTTA DELLA BANCA CENTRALE E L'ANDAMENTO DELL'ECONOMIA

Il mantenimento di un adeguato controllo da parte delle autorità richiede che al miglioramento delle strutture del mercato finanziario e di quello bancario corrisponda non solo l'affinamento degli strumenti di politica economica, ma anche un uso delle tecniche di regolazione più confacente alla natura e alle possibilità di ciascuna di esse nell'indirizzare e nel correggere l'andamento economico. La lezione che si trae dall'esperienza di paesi dove i provvedimenti antinflazionistici si sono imperniati prevalentemente sulla politica fiscale è che, col susseguirsi della loro applicazione, gli effetti di aggiustamento hanno avuto tendenza ad affievolirsi, mentre si attenuavano gli stimoli a operare e crescevano i costi dovuti alla distorsione provocata nell'apparato produttivo. La pressione inflatoria, sopravvivendo ad una politica stabilizzatrice non adeguatamente articolata sulla strumentazione monetaria, causava ulteriori interventi frenanti con l'effetto ultimo di abbassare il reddito effettivo rispetto a quello potenziale.

Come reazione all'inadeguatezza dei rimedi fiscali, si è avuta una rivalutazione nella pubblica opinione, e talora anche negli ambienti ufficiali, della politica monetaria intesa in una delle sue forme più crude: si è riudita infatti l'affermazione che il controllo della quantità di moneta è il più efficace strumento che consenta di tenere a freno l'andamento dei prezzi, mantenendolo nei limiti compatibili con l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e con l'efficiente funzionamento di un'economia basata sul decentramento delle decisioni.

L'analisi teorica e le ricerche empiriche sembrano aver escluso sino ad oggi soltanto la validità delle impostazioni estreme: sia quella che fa della moneta l'unica variabile veramente importante nello strumentario della politica economica, sino a dedurre che la costanza del suo tasso di crescita equivalga a stabilità nello sviluppo dell'economia; sia quella che ne fa una variabile di scarso rilievo in quanto si presume che il corso dell'economia sia determinato dalle decisioni di spesa degli operatori, rese passivamente possibili dalla variazione della velocità di circolazione. Ma tra le due tesi estreme vi è posto per situazioni intermedie nelle quali l'azione della politica monetaria è condizionata dalla complessità delle relazioni economiche e dalla varietà degli assetti istituzionali.

Pertanto, se la scelta della variabile da controllare può essere oggetto di dibattito di tempo in tempo e da luogo a luogo, l'efficacia della politica monetaria non sembra possa essere revocata in dubbio, come è del pari evidente che essa debba coordinarsi con un sistema selettivo e flessibile di interventi a carattere fiscale. Nell'impiego dei vari strumenti non si possono disconoscere i costi economici e sociali derivanti dall'uso generalizzato della politica monetaria; ma, anche alla luce di recenti esperienze straniere, occorre d'altra parte essere consapevoli delle limitazioni e dei ritardi di una politica di aggiustamenti fiscali manovrata in vista di conciliare l'obiettivo dello sviluppo con la stabilità dei prezzi nel rispetto del vincolo dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Conviene inoltre ricordare che nel nostro Paese le condizioni per adattare sollecitamente la politica fiscale al divenire della congiuntura, non solo nella deliberazione ma soprattutto nell'esecuzione delle spese, non sono ancora realizzate. Lo stesso processo decisionale sembra essere più rapido allorchè si tratti di imprimere all'economia una spinta espansiva, come dimostrano i provvedimenti deliberati nello scorso luglio, che nel caso in cui si debba operare una restrizione.

Anche nel 1968, infatti, è continuata la tendenza verso l'espansione dei bilanci di competenza e verso la formazione di maggiori disavanzi nel settore pubblico. Si sono così accumulate decisioni di spesa le quali, se realizzate integralmente, porterebbero tale settore ad acquisire una quota delle risorse finanziarie e reali difficilmente compatibile con la stabilità dei corsi sul mercato finanziario e dei prezzi su quello delle merci. L'insieme delle gestioni ha presentato un fabbisogno stimato in circa 3.400 miliardi, escludendo le spese per concessione di crediti; incluse queste ultime, l'importo sale a circa 4.350 miliardi. Il disavanzo derivante dalle operazioni di cassa è ammontato per l'intero settore a circa 1.450 miliardi nel 1968, contro 850 nel 1967; tenendo conto delle concessioni di credito, il deficit ascende rispettivamente a 2.400 e 1.300 miliardi circa.

Le differenze tra i fabbisogni registrati nelle due fasi contabili della competenza e della cassa si rispecchiano nel movimento dei residui, che è risultato di particolare rilievo per lo Stato e per gli enti locali. Escludendo le spese per estinzione di debiti, l'aumento del saldo passivo dei residui statali nel 1968 è valutabile in circa 1.000 miliardi, cifra che supera quella, già notevole, che si era avuta nel 1967. La maggior parte degli arretrati riguarda le spese in conto capitale, attraverso le quali si manifesta l'apporto diretto dello Stato all'accrescimento del

potenziale produttivo del Paese; una ampia quota di esse non ha nemmeno raggiunto la fase dell'impegno.

La riforma delle procedure contribuirà nel corso del tempo a munire la pubblica amministrazione di più efficaci leve per la manovra della spesa, ma la situazione odierna e quella prevedibile per il prossimo futuro non corrispondono alle esigenze poste da una politica che intenda mantenere la domanda globale in prossimità del pieno impiego dei fattori produttivi; ne deriva la necessità di un rafforzamento degli strumenti monetari per consentire a questi ultimi di controllare meglio le spinte destabilizzatrici. E' noto, dalle analisi contenute in questa Relazione come nelle precedenti, che la variabile strategica attraverso la quale la Banca d'Italia influisce sulla disponibilità del credito e sui tassi di interesse è la base monetaria. Quest'ultima è costituita dalla moneta legale e dalle attività finanziarie depositabili senza limitazioni nelle riserve obbligatorie o liberamente convertibili in contante presso la banca centrale. I principali tra gli averi prontamente monetizzabili sono i depositi presso la Banca d'Italia, quelli presso l'amministrazione postale, il margine disponibile sulle anticipazioni in conto corrente, l'eccedenza liquida dei crediti sui debiti in valute convertibili; sino alla fine del decorso mese di aprile vi erano inclusi anche tutti i buoni ordinari del Tesoro.

L'esperienza italiana dimostra che la domanda di base monetaria da parte del pubblico nel periodo breve dipende poco o non dipende affatto dalla condotta della politica dell'istituto di emissione, restando in un rapporto abbastanza costante nei confronti del reddito nazionale; ne segue che la politica monetaria trasferisce immediatamente sulla liquidità delle banche i propri effetti e in questo modo agisce sul credito e sui depositi bancari. Questo influsso si manifesta abbastanza rapidamente: nel giro di due trimestri, infatti, a un dato aumento della base monetaria corrisponde mediamente un aumento dell'offerta di credito di circa tre volte. Appare evidente quindi la necessità che la banca centrale disponga di un controllo sulle variazioni della base monetaria il più completo possibile.

In passato il meccanismo presentava una falla che in particolari condizioni avrebbe potuto compromettere le possibilità di controllo; essa era costituita dall'affidamento che il mercato aveva di poter convertire in qualsiasi momento presso la banca centrale i buoni ordinari del Tesoro o di poterli direttamente depositare nelle riserve. Sino a quando la quantità di siffatti titoli fosse rimasta modesta, i pericoli sarebbero stati limitati e comunque facilmente neutralizzabili attra-

verso operazioni di segno opposto; non più, se la loro circolazione avesse avuto a dilatarsi. Qualora, ad esempio, provvedimenti diretti ad accelerare la liquidazione dei residui passivi avessero improvvisamente gonfiato il disavanzo di cassa del settore pubblico, avrebbe potuto essere difficile reperire con immediatezza i mezzi di provvista nel mercato dei capitali, essendo il mantenimento di un livello sufficientemente stabile dei tassi di interesse legato al proporzionamento della offerta alla domanda di titoli. In tal caso una parte importante delle occorrenze della pubblica amministrazione avrebbe potuto essere soddisfatta con il ricorso alla emissione di buoni ordinari del Tesoro, dando luogo a creazione di base monetaria.

Queste considerazioni hanno indotto ad attuare la separazione dei buoni nei quali si investono le riserve obbligatorie da quelli nei quali le banche impiegano le proprie disponibilità liquide. Mentre, in base al sistema prima vigente, la Banca d'Italia si impegnavano ad acquistare i titoli dalle aziende di credito applicando il tasso nominale dello sconto e a venderli secondo tassi differenziati in relazione alla scadenza, con la nuova disciplina la Banca si riserva la facoltà discrezionale di acquistare o di vendere come per qualsiasi altro titolo dello Stato o garantito dallo Stato, il che rende possibile la nascita di un mercato secondario anche per i buoni ordinari del Tesoro; né d'altra parte è possibile utilizzarli per la costituzione di riserve obbligatorie.

In tal modo il soddisfacimento delle esigenze di cassa del pubblico erario può ora avvenire con titoli a breve non aventi caratteristiche di base monetaria. Inoltre, se l'emissione di buoni sarà commisurata al deficit di cassa che si prevede emergerà dopo che siano state utilizzate o scartate le altre forme di debito e, in particolare, contenute in una fascia ristretta le variazioni del conto corrente di tesoreria, si potranno avere squilibri fra domanda e offerta di fondi e conseguentemente oscillazioni di tasso. Queste ultime saranno attenuate nella misura in cui la banca centrale interverrà su tale mercato, assorbendo le divergenze tra domanda e offerta nel proprio portafoglio titoli.

In conclusione, volendo mantenere la domanda sul mercato a lungo termine per quanto possibile nei limiti dell'offerta così da conservare la stabilità dei corsi, la domanda eccedentaria sarà trasferita nel mercato dei titoli a breve termine e in quanto risulti superiore all'offerta determinerà l'aumento dei tassi di interesse. Ovviamente i corsi dei titoli a breve non possono scendere per un lungo periodo, senza che ciò si rifletta sui corsi del mercato finanziario. L'avverarsi di una simile even-

tualità dimostrerebbe la necessità di riconsiderare il volume complessivo delle emissioni o il saggio di interesse o entrambe queste grandezze.

Il nuovo meccanismo presuppone che al variare del rendimento dei buoni si associ un adeguamento dei saggi ai quali viene concesso il credito della banca centrale; il basso livello di questi e la loro immobilità potrebbero stimolare il mercato a ricercare operazioni di arbitraggio, consistenti in un indebitamento a basso costo con la banca centrale e in prestiti al Tesoro a interesse più elevato. Anche in considerazione di ciò, è stato introdotto un sistema di tassi di interesse progressivamente crescenti sulle anticipazioni a scadenza fissa che una stessa azienda di credito ottiene nel corso di un semestre. Scopo principale del provvedimento è stato quello di contenere l'accesso all'istituto di emissione attraverso questo canale in limiti corrispondenti alle temporanee occorrenze che si manifestassero nella tesoreria delle aziende di credito, in quanto l'adeguamento della liquidità del sistema bancario nel suo complesso avviene prevalentemente mediante i nostri interventi sul mercato dei titoli. Il completamento del meccanismo richiede che anche il tasso dello sconto possa variare con maggiore frequenza, il che a sua volta esige che si addivenga alla separazione del saggio applicabile al portafoglio ordinario da quello riservato agli effetti d'ammasso; infatti, un eventuale aumento di quest'ultimo si rifletterebbe soltanto in un maggior onere per tali gestioni senza contribuire a regolare la quantità o la direzione del credito.

Abbiamo dato attuazione ad una parte importante del programma enunciato nella precedente Relazione, anche se non si è ancora proceduto alla revisione dell'istituto della riserva bancaria obbligatoria; qualora ciò fosse stato fatto, ne sarebbe, forse, derivata instabilità sul mercato dei titoli, poiché l'alterazione dei flussi di fondi avrebbe coinciso con una situazione divenuta più delicata a causa dei trasferimenti internazionali di capitali.

Nella Relazione dello scorso anno affermammo che nel 1968 avremmo messo a disposizione dell'economia la base monetaria occorrente affinché l'assorbimento delle previste emissioni di titoli a reddito fisso avvenisse mantenendo stabili i tassi di interesse, e che ciò sarebbe stato compatibile con uno sviluppo degli impieghi bancari sufficiente a finanziare un processo produttivo che permettesse al reddito di accrescersi al tasso medio di lungo periodo in condizioni di soddisfacente stabilità dei prezzi.

Grazie ad una espansione del reddito a prezzi correnti non molto dissimile da quella ipotizzata, le nostre previsioni si sono avverate con buona approssimazione per quanto concerne la relazione tra base monetaria, livello dei tassi d'interesse ed emissione di titoli. Sono stati infatti collocati sul mercato, a prezzi invariati, 3.092 miliardi di titoli a reddito fisso, con una creazione di base monetaria di 1.199 miliardi; la quantità di tali titoli sottoscritta dal pubblico, pari a 1.358 miliardi, è risultata pure identica alle previsioni, e molto prossima al valore previsto è risultata l'espansione complessiva del credito bancario.

Per la mancata realizzazione di altre ipotesi sulle quali erano fondate le previsioni, e in particolare per un minore aumento degli investimenti, unito ad un più elevato disavanzo del Tesoro e ad un maggiore avanzo sull'estero, è stato inferiore al previsto l'incremento degli impieghi e più elevato l'acquisto di titoli da parte delle banche. E' risultata anche superiore la creazione di base monetaria da parte del Tesoro e dell'estero, con conseguente riduzione del ricorso delle aziende di credito alla banca centrale.

Il grado di approssimazione raggiunto dalle stime intorno alle dimensioni globali di alcune variabili ci induce ad indicare anche per l'anno in corso i nostri intendimenti. Prevediamo che nel 1969 saranno emessi titoli a reddito fisso, compresi i buoni ordinari del Tesoro liberi, per un importo lordo di circa 5.500 e netto di 4.200 miliardi; a questa domanda il Tesoro contribuirà con 2.200 miliardi. Nell'ipotesi che si abbia un aumento del reddito dell'ordine del 9,5 per cento in termini monetari, che l'aumento dei prezzi impliciti risulti contenuto nei limiti del 3 per cento, e che il disavanzo della bilancia dei pagamenti per movimenti di capitali risulti assai prossimo all'avanzo per partite correnti, prevediamo che il pubblico assorbirà titoli per circa 1.600 miliardi di lire; nel valutare l'attendibilità di questa previsione occorre tener conto delle incertezze che influiscono sul comportamento dei sottoscrittori. Dalle aziende di credito ne sarebbero acquistati altri 1.700 miliardi circa, sia per gli investimenti di portafoglio sia per quelli delle riserve obbligatorie; dalla Banca d'Italia dovrebbe essere acquisita la differenza, che include anche certificati del Tesoro emessi per la sistemazione di sue esposizioni.

Nell'ipotesi di un aumento degli investimenti dell'ordine del 15 per cento, gli impieghi delle aziende di credito dovrebbero accrescersi di 2.600 miliardi, cosicché tenendo conto degli acquisti di titoli, della variazione delle riserve libere ed obbligatorie e di quella delle attività

sull'estero l'espansione degli attivi bancari si aggirerebbe intorno ai 4.600 miliardi, cui corrisponderebbe al passivo una dilatazione di 4.300 miliardi nei depositi e di 300 miliardi nel ricorso alla banca centrale e nelle altre partite.

Dopo i recenti aumenti delle pubbliche spese sembra plausibile ipotizzare un disavanzo di cassa del Tesoro, unitamente a quello della Cassa DD.PP. e delle aziende autonome, dell'ordine di grandezza di 2.500 miliardi. Alla copertura si provvederà in parte con il collocamento di titoli sul mercato. Il collocamento di titoli presso la Banca d'Italia, compresi quelli destinati alla sistemazione delle accennate esposizioni del Tesoro, e la raccolta postale forniranno al sistema base monetaria per 1.200 miliardi; il rientro delle attività non liquide sull'estero delle aziende di credito, il finanziamento di queste ultime da parte della banca centrale e le variazioni negli altri conti della stessa forniranno nel complesso altri 300 miliardi di base monetaria. I 1.500 miliardi così ottenuti serviranno ad alimentare la liquidità del pubblico per 900 miliardi e per il resto saranno utilizzati dalle aziende di credito per le loro necessità di riserve libere e obbligatorie.

Esportazioni di capitali in misura superiore a quella più sopra ipotizzata e tali da condurre ad un disavanzo della bilancia dei pagamenti globale, oltre a ridurre per un uguale ammontare la creazione complessiva di base monetaria, inciderebbero in senso riduttivo sulla formazione di depositi e sulla domanda di titoli da parte del pubblico, e probabilmente sugli impieghi, in senso espansivo; verrebbero di conseguenza ridotte le possibilità di collocamento di titoli sul mercato. Sin quando il disavanzo della bilancia dei pagamenti risultasse di un ordine di grandezza prossimo all'entità della posizione creditoria netta sull'estero delle aziende di credito esistente all'inizio dell'anno, la Banca d'Italia effettuerebbe interventi compensativi mediante acquisti di titoli sul mercato, che permetterebbero di assicurare la formazione di liquidità richiesta dalle suindicate esigenze. Tali interventi produrrebbero la conseguenza di accrescere il portafoglio titoli dell'istituto di emissione per più di 1.000 miliardi, anche escludendo dal computo i menzionati certificati del Tesoro.

Voci si sono levate per avvertire che il tasso di incremento del reddito previsto per il 1969 si porrebbe al di sotto di quello corrispondente alla completa utilizzazione delle nostre potenzialità produttive e che quindi anche la prevista emissione di titoli non terrebbe conto della maggiore disponibilità di risparmio che si avrebbe quando l'aumento

del reddito corrispondesse a quello di piena occupazione. Ci si consenta di ricordare che l'offerta della mano d'opera è più limitata nel breve periodo: la massa dei senza lavoro è distribuita inegualmente sul territorio nazionale, mentre l'afflusso delle forze di lavoro nelle zone di immigrazione è sempre più condizionato dagli apprestamenti sociali che procedono lentamente. Inoltre, un'ulteriore accelerazione dell'esodo rurale, rispetto a quello già molto intenso dello scorso anno, finirebbe col creare gravi problemi nello stesso settore agricolo. D'altra parte, quanto più il tasso di sviluppo da raggiungere nel breve periodo viene accostato a quello valutato come potenziale, tanto più precisa deve essere la determinazione dei vincoli posti dalla bilancia dei pagamenti e dai prezzi, nella quale, peraltro, sono insiti margini di approssimazione piuttosto ampi per l'incidenza di eventi interni ed esterni fuori delle possibilità di controllo delle autorità economiche.

Più dei risultati che possono essere conseguiti in un singolo anno ha importanza, sotto il profilo economico e ancor più quello sociale, la continuità del ritmo di sviluppo. A questo proposito i risultati dell'annata 1968 non sono stati lontani dalle attese per quanto riguarda la stabilità dei prezzi e l'aumento del reddito, accresciutosi in misura di poco inferiore a quella dell'anno precedente solo per effetto degli scarsi raccolti agricoli. Essi se ne sono allontanati sostanzialmente, invece, nell'evoluzione delle componenti della domanda globale, che ha registrato un rallentamento degli investimenti e dei consumi, dando luogo a un nuovo ampliamento dell'avanzo con l'estero.

Nel corso dell'anno la situazione economica è andata migliorando. Nell'industria lo sviluppo della produttività, in seguito all'apporto degli investimenti specie in macchine e attrezzature effettuati nel 1967 e di una cauta condotta degli imprenditori nelle assunzioni di personale per l'incertezza dell'evoluzione congiunturale, ha permesso una lieve diminuzione del costo del lavoro per unità di prodotto e, in presenza della stabilità dei prezzi delle materie prime e dei prodotti finiti, un conseguente aumento dei profitti unitari; in misura maggiore sono migliorati i profitti globali per l'aumento della produzione. Inoltre, nel secondo semestre, il grado di utilizzazione della capacità produttiva si è accresciuto.

Si sono modificate così in senso positivo, e con un andamento opposto a quanto era avvenuto durante il 1967, le variabili che, insieme al costo del danaro, mantenuto stabile, più direttamente incidono sugli investimenti, specialmente quelli delle imprese private, per i quali quindi sembra fondato attendersi una ripresa nell'anno in corso.

Anche le imprese pubbliche, secondo i programmi di spesa, dovrebbero ulteriormente allargare nel 1969 la loro attività di investimento, per la quale sono previsti incrementi assai più elevati di quelli dell'anno passato. Nel settore edile il gran numero di fabbricati progettati e iniziati nel 1968 per effetto delle note disposizioni di legge, anche se saranno adottate misure che consentano un loro compimento più graduale al fine di evitare squilibri fra offerta e domanda e tensioni nei prezzi e nei salari, induce a ritenere che l'attività continuerà a svilupparsi a un ritmo superiore a quello dell'anno passato.

Se si aggiungerà l'auspicabile accelerazione nella costruzione delle infrastrutture, il cui adeguamento alle esigenze economiche e sociali del Paese ha continuato a difettare nel 1968 con pregiudizio delle possibilità di creazione di nuovi insediamenti industriali e di una più completa efficienza di quelli esistenti, è presumibile che gli investimenti fissi, nel loro complesso, segneranno un incremento piuttosto elevato.

Già all'inizio del 1969 l'occupazione dipendente ha mostrato di risentire della più favorevole evoluzione congiunturale; il processo di moltiplicazione e di accelerazione fra investimenti e consumi sembra nuovamente in moto. D'altra parte effetti direttamente espansivi sulla domanda per consumi sono già esercitati dai miglioramenti retributivi connessi con la prima fase dell'abolizione delle zone salariali e stanno per derivare dall'aumento delle pensioni; di queste è da raccomandare il pagamento sollecito non solo per motivi sociali ma anche al fine di evitare la formazione di un elevato volume di arretrati la cui corresponsione in un ristretto periodo di tempo turberebbe l'equilibrata espansione della domanda.

In questa prevedibile tendenza progressivamente ascendente della domanda interna si collocano le trattative sindacali in corso nel settore pubblico e le prossime scadenze di importanti contratti di lavoro in quello privato. Gli aumenti delle retribuzioni possono svolgere una azione positiva per lo sviluppo dell'economia sotto il duplice aspetto di stimolo al miglioramento dell'efficienza e di sostegno della domanda per consumi, a condizione però che essi vengano contenuti entro limiti compatibili con le capacità del sistema; troppo bruschi rialzi possono da un lato generare un'ondata di domanda aggiuntiva superiore alle possibilità di adeguamento dell'offerta, la cui limitata elasticità in alcuni settori può provocare aumenti dei prezzi che erodono in valore reale i miglioramenti ottenuti e, dall'altro, dato il vincolo della concorrenza

internazionale, pregiudicare gli equilibri di gestione delle imprese, con danno ultimo sul livello dell'occupazione.

Se nelle libere trattative ambedue le parti interessate, avendo presenti vicende non lontane attraversate dalla nostra economia ed esperienze recenti di paesi a noi vicini, informeranno la propria condotta a queste considerazioni, dal confronto delle posizioni opposte scaturiranno accordi che, oltre a conciliare gli interessi dei contraenti, saranno di vantaggio per l'intera economia. Nella loro formulazione, peraltro, occorrerà non solo tenere conto dell'entità complessiva dei miglioramenti, ma curare altresì la loro distribuzione nell'arco di validità dei nuovi contratti.

Il quadro sopra tracciato sembra indicare che quanto è avvenuto nella nostra economia a partire dalla metà del 1967 ha costituito un'interruzione, ormai in via di superamento, nel processo di rilancio della domanda interna, faticosamente avviato dopo la recessione del 1964. L'interruzione, peraltro, dimostra come nella presente situazione il nostro sistema economico sia sensibile a influenze destabilizzanti: la responsabilità che quindi incombe su tutti è di evitare che alle influenze che possono provenire dal resto del mondo se ne aggiungano altre dall'interno.

Il livello dei prezzi, ad esempio, dopo un prolungato periodo di quasi assoluta stabilità, ha assunto di nuovo dall'autunno scorso una tendenza all'aumento, causata prevalentemente dalle derrate agricole, dalle materie prime e dai materiali da costruzione nonché, per i prezzi al consumo, dai servizi. I dati più recenti indicano un'accentuazione della tendenza specie per i materiali da costruzione; per alcuni di essi si stanno incontrando limiti nelle capacità dell'offerta per la subitanea ed elevata accelerazione dell'attività edile a causa dei sopra ricordati provvedimenti di legge, nonostante che siano state contenute, pur in presenza di opposte sollecitazioni, le possibilità di collocamento di cartelle fondiarie. Nel complesso, nel corso del primo quadrimestre sia i prezzi ingrosso sia quelli al consumo sono aumentati a un tasso di oltre il 4 per cento in ragione d'anno; con il 1° maggio la scala mobile è scattata di due punti, salendo così in questa prima parte del 1969 già di tre punti a fronte dei due registrati nell'intero 1968.

La politica monetaria risentirà nel 1969 delle incertezze che preponderano nel contesto internazionale e degli aspetti contrastanti della nostra economia. L'esigenza di adattare la base monetaria alle occorrenze derivanti dal saggio di sviluppo preventivato sarà soddisfatta con

il criterio di impedire che la liquidità del sistema bancario assuma proporzioni tali da suscitare o alimentare tensioni inflazionistiche. Ma l'osservanza di questo limite dipende dalle dimensioni del disavanzo di cassa nel settore pubblico; le nostre previsioni, che pur si basano sull'ipotesi di un suo cospicuo aumento nel 1969, si rivelerebbero fallaci ove le decisioni di spesa mantenessero il ritmo recentemente assunto.

Signori Partecipanti,

noi viviamo, oggi forse più che mai, in un mondo ricco di contraddizioni, dialettiche e reali. E' in esse l'annuncio sicuro di inevitabili moti di assestamento, il cui risultato ultimo (se ultimo abbia a dirsi ciò che pur è contingente) potrà modellarsi nell'una o nell'altra maniera per il concorso, per la combinazione imprevedibile e di persone e di eventi e di circostanze. Forse non ancora, o non ovunque, confusioni dialettiche e contrasti reali si sono decantati sino alla chiarezza della contraddizione assoluta; forse non sempre nette dicotomie, emblematiche contrapposizioni sono possibili; forse neppure sono desiderabili.

Ma per ridurre l'osservazione entro il campo che ci è proprio, rischierebbe di apparire stoltamente manicheo colui il quale attribuisse ogni pregio e merito all'economia di mercato, ogni difetto e colpa al rigetto o alla limitazione di essa: sembrando ai molti che quella soluzione, e il principio cui si ispira, richiedano opportuni temperamenti. Del resto, or sono quasi quarant'anni, lo stesso Luigi Einaudi scriveva che « di fronte ai problemi concreti, l'economista non può essere mai né liberista, né interventista... ad ogni costo ». Alla possibilità od opportunità di distinguere fra principi assoluti e concrete esigenze si aggiunge probabilmente, a rendere più plausibili talune concessioni, la complessità della società moderna, la cui composita struttura quasi inevitabilmente le favorisce, rendendo incerto il confine fra la saggezza dell'equilibrio e la disinvoltura del cedimento. Sta di fatto che la crescente assunzione di responsabilità da parte dello Stato e il conseguente restringimento delle autonomie del settore privato possono ben far nascere il timore che i loro effetti non si esauriscano nell'ambito economico: esperienze anche recenti, talvolta drammatiche, ammoniscono infatti che non impunemente si infrange la connessione da cui libertà politica e libertà economica appaiono reciprocamente legate. Quel medesimo Maestro del

quale abbiamo poco fa ricordato lo scrupolo che gli faceva escludere posizioni preconcepite, così come la probità lo induceva a respingere « il liberismo del ' tutto è lecito ' », quel medesimo Maestro affermava che « gli uomini governati e governanti creano nel tempo stesso la libertà sotto tutti i suoi aspetti: politica, economica, religiosa, di stampa, di propaganda », e si chiedeva come mai potrebbero gli uomini creare « istituti economici che li leghino e li riducano alla condizione di servi », se vi sia libertà morale alla radice della loro azione.

Questa idea affascinante e austera, che è la libertà, vi è ancora chi non sa mirarla senza commozione; e ricerca, e si rallegra quando può cogliere intorno a sé, nella collettività in cui è inserito, segni della vitalità di quell'idea e degli ordinamenti che ad essa si ispirano. I quali, per buona sorte, nel nostro Paese non mancano; e li si ritrova, non meno che nel suo assetto formale, nella crescente partecipazione ai problemi fondamentali della società, nell'apprezzamento discorde delle situazioni, nella diversità delle proposte sulle azioni da intraprendere. Li si ritrova nelle stesse manifestazioni di insofferenza, almeno nella misura in cui possano essere attribuite al salto fra la duttilità dell'immaginazione e la inevitabile durezza della realtà, fra l'ansia delle attese e la lentezza dei tempi di attuazione. Dalle insofferenze e dai dubbi, dalle immancabili imperfezioni, sarebbe tuttavia ingiusto e ingeneroso arguire che il nostro sistema stia perdendo di elasticità: esso è per sua natura un sistema aperto, e ha la capacità di far sue le critiche, di progredire, di rinnovarsi. Non dubitiamo che ne abbia anche la forza morale. Non dubitiamo che per sua virtù sarà lecito procedere nella via, da più di venti anni non inutilmente intrapresa, della elevazione civile ed economica, preservando la libertà e la varietà degli istituti, delle condizioni, delle scelte.