

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 30 MAGGIO 1970

ANNO 1969 (LXXVI)

CONSIDERAZIONI FINALI

### III. – CONSIDERAZIONI FINALI

*Signori Partecipanti,*

nello scorso ottobre il Vice direttore generale Tullio Riccio ha rassegnato le dimissioni dalla carica ricoperta in seno alla Banca, a seguito della sua nomina a Presidente dell'Istituto Italiano di Credito Fondiario.

Egli ha lasciato l'Istituto dopo quarantatre anni durante i quali ha dato alla Banca la sua opera intelligente e fattiva, in Madrepatria ed oltremare, sia nell'intero arco della carriera da Segretario a Funzionario generale, sia nei successivi cinque anni di appartenenza al Direttorio.

In relazione alle modifiche statutarie intervenute, sono stati chiamati a succedergli due Vice direttori generali, che il Consiglio Superiore ha designato nelle persone dei direttori centrali Rinaldo Ossola ed Antonino Occhiuto. Sono certo di esprimere, insieme col mio, il vostro sentimento rinnovando loro un caldo augurio di buon lavoro.

L'attività operativa della Banca nello scorso anno ha fortemente risentito della congiuntura in atto sui mercati finanziari e dei cambi. Siamo intervenuti largamente in acquisto sul mercato del reddito fisso; su quello delle valute estere siamo stati venditori fino ad epoca recente, quando, in collaborazione con i mutuatari, abbiamo assicurato all'Italia importanti finanziamenti internazionali.

Questi avversi andamenti hanno reso necessaria una azione di contenimento delle nostre facilitazioni alle aziende di credito; anche nei riguardi di quelle di più breve durata, le nostre risposte comportano ora l'accertamento dell'origine, entità ed urgenza dei fabbisogni che ci vengono prospettati. Il vaglio è affidato alla direzione generale e a quelle locali; sono certo che l'imparzialità con cui è compiuto trova il vostro riconoscimento, e le esigenze di governo della liquidità alle quali si ispira la vostra comprensione.

L'attività di vigilanza si è svolta nei riguardi di un sistema creditizio le cui condizioni di redditività si sono mantenute soddisfacenti, grazie alla congiuntura economica ancora buona dell'annata e ad indirizzi di gestione generalmente corretti, anche se il declino del reddito fisso ha inciso sulle valutazioni del portafoglio, e se in un sistema formato da gran numero di unità non mancano deviazioni a livello di singole aziende o stabilimenti. A cogliere e correggere queste disfunzioni è soprattutto intesa l'attività ispettiva. Essa è stata notevolmente intensificata, con estensione alle aziende di maggiore dimensione. In materia, sono state messe a punto nuove procedure la cui applicazione si avvale anche dell'opera di tecnici dell'automazione. Particolari cure sono state dedicate al conseguimento di un migliore assetto del sistema bancario, sia promovendo provvedimenti di fusione, di gestione straordinaria e di liquidazione, sia attuando, ove del caso, misure di sostegno a tutela dei depositanti. Nella prospettiva della approvazione del noto disegno di legge istitutivo dei fondi comuni di investimento, si è poi affrontato il problema dell'adeguamento della struttura organizzativa della Vigilanza alle nuove funzioni che essa potrà essere chiamata a svolgere in materia.

La Relazione che Vi viene sottoposta sul settantaseiesimo esercizio illustra l'azione della Banca nei richiamati campi di sua più diretta incidenza e la colloca nel contesto degli equilibri monetari e produttivi interni e internazionali. Il documento trova il suo centro di elaborazione nel Servizio Studi, cui esprimo il mio vivo elogio, e riceve apprezzabile apporto di documentazione dal Servizio Pubblicazioni, dagli altri Servizi dell'Amministrazione Centrale e dalle Filiali.

Nel corso dell'anno è proseguita l'azione intesa a migliorare la struttura organizzativa dell'Istituto.

Ulteriori progressi sono stati fatti nell'attuazione del piano di ammodernamento e di automazione dei servizi concepito alcuni anni or sono. Varie procedure elettroniche nuove o rinnovate sono entrate in funzione, specie nel settore delle rilevazioni statistiche, interne all'Istituto e comuni al sistema bancario. Inoltre, è entrata nella fase finale di realizzazione la rete di trasmissione dei dati fra la periferia e il centro della nostra organizzazione: nel prossimo anno il servizio di Tesoreria provinciale potrà avvalersene compiutamente. Un gruppo di lavoro costituito da funzionari di vari settori della Pubblica Amministrazione e della Banca ha proseguito nell'azione volta all'aggiornamento tecnico delle norme e delle procedure che presiedono allo svolgimento di tale servizio. Lo studio e l'analisi della riforma contabile-amministrativa, i quali hanno

richiesto tempo e impegno assai superiori al previsto, sono giunti allo stadio della progettazione tecnica.

Del complesso patrimonio immobiliare un'accurata illustrazione è stata elaborata da apposito gruppo di studio e troverà luogo in una pubblicazione in tre volumi che Vi sarà distribuita.

Ma fuori del campo dei beni materiali, è l'ingente patrimonio costituito dalla preparazione, dall'esperienza e dalla capacità professionale dei dipendenti, che ha formato con priorità oggetto di cura. In questa fase delicata in cui per varie cause ha luogo un avvicendamento notevole tra personale anziano e personale giovane, in cui è particolarmente accentuata l'evoluzione dei compiti istituzionali, ed in cui infine alle procedure tradizionali se ne vanno sostituendo altre più complesse e raffinate, è doveroso sottolineare l'impegno che l'intera compagine del personale è chiamata ad assolvere.

#### LA DIFFUSIONE DELL'INFLAZIONE, LA LIQUIDITA' INTERNAZIONALE E IL REGIME DEI CAMBI

I tratti più evidenti nell'andamento economico dei principali paesi industriali durante il 1969 possono essere individuati nella diffusione delle pressioni inflazionistiche, nel ricorso in misura preponderante alla politica monetaria e nel conseguente aumento dei saggi di interesse, nonché in più intensi trasferimenti di capitali a breve termine. Al centro del quadro si colloca la decisione delle autorità degli Stati Uniti di attuare la regolazione della domanda globale attraverso l'aggiustamento dell'offerta di moneta, imposta dalla necessità di agire con maggiore immediatezza sul livello della domanda.

Secondo la Riserva Federale e i consiglieri economici del Presidente gli aumenti dei prezzi negli Stati Uniti, la loro propagazione all'estero e il deterioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti sarebbero manifestazioni di un processo di inflazione promosso da un largo disavanzo del bilancio dello Stato in una situazione prossima al pieno impiego delle risorse. L'aumento dei tassi di interesse dipenderebbe da una forte espansione della domanda di fondi non fronteggiata da una adeguata espansione dell'offerta, a causa di una politica monetaria tendenzialmente restrittiva.

A questa interpretazione se ne contrappone un'altra, secondo la quale entrambi i fenomeni andrebbero attribuiti ad una politica mone-

taria di fatto espansiva. La causa delle tensioni inflazionistiche risiederebbe non nella spesa pubblica in sè, ma nei modi in cui essa è stata finanziata, e cioè in una eccessiva creazione di moneta. Ciò avrebbe innescato il processo delle aspettative di crescenti incrementi dei prezzi e di una crescente propensione dei mutuantici a richiedere e dei mutuatari ad accettare più elevati tassi nominali di interesse. In definitiva, questa seconda interpretazione colloca la politica monetaria espansiva, e non il suo contrario, all'origine degli alti tassi.

Allo stato delle nostre conoscenze, sembra che non si possa porre in dubbio che all'aumentata spesa pubblica, non fronteggiata da una tassazione addizionale, siano dovute le tensioni inflazionistiche negli Stati Uniti. Il disavanzo del bilancio dello Stato si aggrava progressivamente dal 1965 fino alla seconda metà del 1968, quando viene istituita la soprattassa temporanea del 10 per cento sui profitti delle società per azioni e sui redditi individuali e vengono imposti limiti massimi alla espansione delle principali categorie di spesa. Il potenziale inflazionistico implicito nella dilatazione della spesa pubblica è stato accresciuto dalla qualità della spesa, essendo le componenti legate al settore militare quelle che hanno presentato il più elevato tasso annuo di aumento. L'incremento dei prezzi ha determinato effetti redistributivi a favore delle imprese e aspettative di un loro persistere. E' continuato l'aumento della domanda globale, del reddito monetario, della moneta richiesta per fini di transazione, con conseguenti tensioni sui tassi di interesse.

La politica fiscale e monetaria restrittiva posta in atto sul finire del 1968 ha inciso sull'andamento dell'economia americana nel corso del 1969, anno di sviluppo in decelerazione secondo la Riserva federale, durante il quale la capacità produttiva inutilizzata e il tasso di disoccupazione sono aumentati sensibilmente, la produzione industriale ha subito una netta inversione di tendenza, l'aumento dei costi si è accentuato, i profitti delle imprese si sono contratti, mentre il saggio di incremento dei prezzi non si è attenuato. Nondimeno gli investimenti in capitali fissi del settore manifatturiero hanno continuato a espandersi a un saggio annuale crescente. Ciò è da attribuire verosimilmente al convincimento che la politica monetaria restrittiva avesse carattere di temporaneità. In queste condizioni non sembra arrischiato affermare che l'effetto più vistoso conseguito dalla politica di restrizione nel 1969 si è manifestato sul piano internazionale: gli alti tassi di interesse vigenti negli Stati Uniti hanno concorso a provocare uno spostamento di fondi liquidi in dollari detenuti dall'estero, stimolandone il passaggio dalle

autorità ufficiali ai privati, il che si è riflesso in un miglioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti calcolata sulla base delle transazioni ufficiali.

Assunta la base monetaria come la variabile strategica attraverso la quale si sarebbe regolata l'offerta di moneta, sarebbe stato più coerente accettare che l'intera gamma dei saggi di interesse subisse le variazioni derivanti da tale azione; invece si sono mantenuti limiti ai tassi di interesse sui depositi e sui certificati di deposito e, nello stesso tempo, si è ristretto l'accesso del pubblico al mercato dei Buoni del Tesoro, aumentando il taglio minimo dei titoli di nuova emissione. L'approfondirsi del divario fra i tassi liberi e quelli regolati ha causato una diminuzione dei depositi e spinto il sistema bancario a salvaguardare la propria quota di mercato minacciata dai rendimenti degli strumenti offerti dagli intermediari non soggetti a tassi regolati. Gli aumenti dei tassi di interesse a lungo termine e di quelli corrisposti sui depositi delle filiali all'estero sono stati infatti accentuati dalla fissazione amministrativa dei saggi sui depositi vincolati dei residenti e dalla conseguente diminuzione dei depositi di questa categoria. La reazione delle banche è stata, da un lato, quella di vendere cospicue quantità di titoli obbligazionari, aggravando la caduta delle quotazioni, dall'altro quella di attrarre depositi attraverso le filiali all'estero con l'offerta di tassi di eccezionale altezza, i quali si sono quindi propagati ai mercati dei vari paesi.

Le autorità monetarie americane hanno sperimentato che le deviazioni promosse dai vincoli sui tassi allungano i tempi necessari affinché la politica monetaria espliciti i propri effetti e ne attenuano l'efficacia; le proporzioni inconsuete delle deviazioni hanno dimostrato che tali vincoli suscitano movimenti contrari agli stessi obiettivi di controllo dell'espansione del credito. Nel gennaio scorso le autorità monetarie si sono quindi indotte a portare i tassi massimi sui depositi vincolati e sui certificati di deposito in prossimità di quelli liberi; è rimasta in vita, però, la pesante eredità dei nuovi mercati, i quali, con la loro stessa esistenza, hanno aumentato la capacità del sistema di contrastare gli effetti della politica monetaria.

Nel giugno 1969 le autorità monetarie avevano preso provvedimenti concernenti la costituzione di riserve obbligatorie, in contropartita di variazioni dei depositi raccolti dalle banche americane attraverso le filiali all'estero. Quei provvedimenti si proponevano due obiettivi: da un lato scoraggiare un'ulteriore incetta di depositi sul mercato dell'eu-

rodollaro, nell'intento di concorrere ad attenuare la tensione sui saggi di interesse, dall'altro prevenire un riflusso di proporzioni troppo ampie di fondi liquidi dal mercato dell'eurodollaro alle riserve delle banche centrali, allo scopo di attutire l'urto al quale il sistema monetario internazionale sarebbe stato sottoposto quando le condizioni offerte dalle banche americane avessero ridotto la convenienza dei non residenti a detenere presso di esse le proprie disponibilità liquide.

Agli inizi del 1970 la politica monetaria americana è divenuta meno restrittiva, probabilmente per la considerazione che l'accentuarsi delle manifestazioni di recessione dell'economia avrebbe provocato la reazione della direzione politica del paese, e questa avrebbe potuto imporre politiche espansive dalle quali sarebbero derivati impulsi inflazionistici ancor più gravi di quelli che ci si proponeva di reprimere. Nel medesimo tempo le spinte all'aumento dei costi e le attese di un loro aggravamento si sono accentuate, nella imminenza dell'inizio di vertenze sindacali in alcuni settori dell'industria. Le autorità monetarie dovranno quindi decidere in quale misura espandere l'offerta di moneta e consentire il trasferimento degli aumenti dei costi sui prezzi. Invero, una revisione delle aspettative degli operatori è ora in corso. Tale revisione, imposta dal rapido deterioramento dei profitti, dalle difficoltà di finanziamento e dal rallentamento di alcune componenti della domanda, potrebbe determinare una riduzione dei programmi di investimento e, in definitiva, una contrazione dell'attività produttiva e dell'occupazione di ampiezza pregiudizievole per gli Stati Uniti e per il resto del mondo. Poiché, in una prospettiva siffatta, esigenze di rilancio economico interno prevarrebbero su quelle attinenti all'equilibrio esterno e, d'altra parte, condizioni monetarie stabili a livelli elevati della produzione e dell'occupazione potrebbero coesistere, come già in passato, con un disavanzo della bilancia dei pagamenti, l'offerta di dollari potrebbe continuare abbondante e sottolineare gli inconvenienti di un sistema imperniato sui cambi fissi.

Il peggioramento delle aspettative si rispecchia nella falcidia che i corsi delle azioni delle società americane hanno subito nelle settimane più recenti. La tendenza discendente delle quotazioni era cominciata già negli ultimi mesi del 1968, quasi in concomitanza con l'inizio della restrizione monetaria, nel corso della quale i saggi di rendimento dei titoli a reddito fisso salirono a livelli senza precedenti. La persistenza e l'ampiezza del declino hanno influenzato l'andamento delle quotazioni azionarie negli altri paesi industriali, dato il crescente numero di canali attraverso i quali i mercati dei valori mobiliari comunicano.

Nel Regno Unito innegabile è stato il successo della politica fiscale ed anche di quella monetaria nel contenere le diverse componenti della domanda interna e quindi nel determinare l'inversione della posizione esterna; in presenza di questi sviluppi, le autorità monetarie sono state in grado, quest'anno, di abbassare due volte il saggio di sconto, la seconda nel quadro dei provvedimenti destinati a ravvivare con prudenza la domanda interna. Ma sugli sviluppi futuri potrà fortemente incidere l'andamento dei costi di lavoro, il cui comportamento più recente sembra rinnovare pressioni inflazionistiche.

In Francia, dopo la svalutazione dello scorso agosto, intervenuta mentre ancora persisteva un acuto processo inflazionistico, le autorità hanno svolto una intensa azione di freno fiscale e monetario, che si sta rivelando particolarmente efficace nel contenimento della domanda interna, cosicché sembrano esistere favorevoli prospettive di una decelerazione del processo di aumento dei prezzi, sottoposti anche a controlli diretti.

In Germania il marco è stato rivalutato dopo che l'espansione della domanda interna e le tensioni sul mercato del lavoro avevano provocato una lievitazione dei prezzi tuttora in fase di accelerazione. Mentre il provvedimento ha esercitato un effetto riequilibratore sul piano delle relazioni esterne, il suo contributo nel moderare la congiuntura interna dipenderà dal successo delle misure di contenimento della domanda, finora incentrate prevalentemente sulla manovra del tasso di sconto, aumentato diverse volte, a partire dall'aprile 1969 quando era del 3 per cento, fino a raggiungere il 7,50 nel marzo di quest'anno.

La diversa intensità dell'espansione della domanda all'interno dei singoli paesi e le conseguenti divergenze nell'andamento dei prezzi hanno determinato squilibri delle bilance dei pagamenti, in alcuni casi corretti e in altri aggravati da movimenti di capitali suscitati da differenziali dei saggi di interesse nonché da aspettative di variazioni delle parità monetarie e da preoccupazioni di ordine politico e sociale. Nel corso del biennio 1968-1969 l'oscillazione massima della posizione creditoria netta sull'estero delle istituzioni monetarie è stata di 5,1 miliardi di dollari in Francia, di 6,2 in Germania e di 1,5 in Italia. La stessa variazione riferita alla Comunità economica europea è stata di 8,9 miliardi.

Risulta così confermato che l'accresciuta interdipendenza delle economie occidentali, in difetto di coordinamento delle politiche economiche, richiede che il sistema monetario internazionale disponga di un certo grado di flessibilità o dal lato dei crediti multilaterali e

bilaterali sui quali può fare assegnamento, o da quello dei rapporti di cambio fra le diverse monete, o dall'uno e dall'altro.

Le discussioni intorno alla riforma del sistema monetario internazionale, iniziate nel corso del 1963, hanno condotto alla decisione di creare diritti speciali di prelievo per un ammontare di 9,5 miliardi di dollari nel triennio 1970-1972, di cui 3,5 miliardi sono stati assegnati quest'anno. Il nuovo statuto del Fondo monetario internazionale recepisce idee da noi sostenute: la riforma del sistema, cioè, avrebbe dovuto obbedire alla esigenza di adattare il volume della liquidità internazionale alle occorrenze di finanziamento delle bilance dei pagamenti tanto più ingenti quanto più fosse aumentato il volume degli scambi e dei movimenti di capitali; il volume della liquidità internazionale avrebbe dovuto essere determinato mediante decisioni di istituzioni internazionali indipendentemente dall'offerta di oro di nuova produzione; il sistema avrebbe dovuto fondarsi sull'accettazione dei cambi fissi.

Nel sostenere quelle idee ci moveva il convincimento che l'accettazione dei cambi fissi avrebbe contribuito ad accelerare il processo di integrazione economica e che quest'ultimo, quando fosse stato inquadrato in istituzioni della natura di quelle della Comunità economica europea, avrebbe sollecitato il processo di unificazione politica. Nella Relazione presentata un anno fa abbiamo dato notizia di un adattamento alle mutate contingenze, esprimendo qualche preferenza per sistemi di cambi moderatamente flessibili. Gli avvenimenti più recenti ci inducono a confermare quella preferenza e a considerare come un progresso l'avvenuto inizio di discussioni nell'ambito delle istituzioni internazionali intorno a riforme che non escludono l'accoglimento di un certo grado di flessibilità nei rapporti di cambio fra le diverse monete, opportunamente delimitato da accordi internazionali in maniera da restringere il margine di incertezza. Questo indirizzo creerebbe le condizioni di una maggiore indipendenza monetaria nei confronti esterni e in particolare dal dollaro degli Stati Uniti, senza peraltro interrompere quel collegamento fra i mercati che ha consentito in passato e consentirà in avvenire una costante espansione dei traffici, la quale è a sua volta una delle condizioni del miglioramento del tenore di vita nei paesi occidentali.

Agli inizi degli anni '60 ci associammo all'auspicio espresso in autorevoli sedi internazionali che la programmazione economica si incentrasse sulla politica dei redditi, intendendo quest'ultima come consapevole partecipazione dei sindacati alla formazione delle decisioni concernenti la produzione del reddito, le sue destinazioni, la sua distribuzione. Occorre

riconoscere che tanto nel nostro come negli altri paesi non è stato possibile coordinare le rivendicazioni sindacali con le altre variabili che determinano l'equilibrio economico: ovunque ne sono derivate tensioni dei costi di varia intensità. Neppure è da prevedere una riduzione nella variabilità degli incrementi salariali in relazione alla produttività nei diversi paesi. Inoltre, la differente elasticità della domanda di importazioni rispetto al reddito, in un periodo nel quale questo aumenti rapidamente, concorrerà ad accrescere la complessità del processo di aggiustamento. Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti potranno a loro volta essere aggravati perché sono notevolmente diffusi i timori degli operatori economici sulla stabilità politica interna e internazionale, e fattori di carattere politico interferiscono nel determinare le direzioni dei movimenti dei capitali.

Se dunque il mondo moderno, anche in funzione del suo dinamismo, è particolarmente esposto alle pressioni inflazionistiche, è probabile che esse seguiranno a manifestarsi con diversa intensità, cosicché riuscirà difficile conciliare un maggior grado di interdipendenza economica con un regime di cambi fissi; potrebbe seguirne la necessità del ricorso a cambi moderatamente flessibili. Questa innovazione potrebbe stimolare la trasformazione della Comunità economica europea in unione economica quando le monete dei paesi membri divenissero intercambiabili sulla base di cambi fissi e fossero invece convertibili nelle monete non comunitarie sulla base di tassi oscillanti. Ciò presupporrebbe che si procedesse verso la unificazione delle politiche economiche e monetarie. Ma questo progresso dovrà compiersi coordinando, armonizzando le diverse politiche, o dando la precedenza all'unificazione degli ordinamenti istituzionali nell'ambito dei quali le politiche si conducono? Io propendo verso la seconda soluzione; credo che dovrebbe essere data la priorità alla unificazione delle istituzioni; credo meno nelle possibilità di coordinamento. Il processo di accostamento delle economie secondo criteri di gradualità ha esaurito probabilmente la propria forza di trazione.

Alcuni propongono che i singoli istituti di emissione mettano immediatamente in comune parte delle loro riserve, al fine di promuovere in tal modo il coordinamento delle politiche economiche. Alla base di queste proposte sta la concezione secondo la quale le banche centrali, in quanto munite di larga autonomia, sarebbero più idonee a impostare politiche di lungo periodo e sarebbero capaci di influire sulle decisioni dei governi; ma pur senza discutere il fondamento di simile concezione, sembra dubbio che una istituzione comunitaria possa adem-

piere la funzione che si suggerisce di assegnarle; probabilmente essa sarebbe esposta a contrastanti pressioni politiche più di quanto non siano le singole banche centrali e l'effetto potrebbe essere proprio il contrario di quello che si vorrebbe conseguire.

Quando la Comunità economica europea ebbe inizio, si riteneva per certo che un aumento del benessere economico avrebbe consentito l'attenuazione delle tensioni sociali. Di fatto, queste si sono acuite, da un lato, perché gli stessi raggiunti livelli di benessere hanno reso coscienti gli individui di poter tendere a obiettivi più avanzati; dall'altro, perché sono divenute sempre meno tollerabili situazioni di arretratezza civile che, sia pure per cause diverse, persistono pressoché ovunque.

Queste accresciute tensioni sollecitano uno sforzo di adattamento istituzionale sul piano interno, come su quello internazionale. Si deve, tuttavia, dar atto che gli ordinamenti esistenti, nonostante le imperfezioni, hanno consentito di mantenere intatto l'alto grado di collaborazione raggiunto tra le economie occidentali. L'Italia ha dato un contributo attivo alla collaborazione internazionale ed anche alla luce degli eventi più recenti non ha motivo di dolersene; alcune delle nostre difficoltà sono state attenuate proprio in virtù di essa. Le difficoltà hanno trovato radice in taluni sviluppi, in parte nuovi in parte soltanto aggravati, della nostra situazione economica, nei suoi aspetti produttivi e monetari interni come nelle relazioni finanziarie con l'estero. A questi sviluppi volgeremo ora la nostra attenzione.

## **I RIFLESSI DEI MOVIMENTI DI CAPITALI SULLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL' ITALIA**

Dopo un quinquennio durante il quale ha presentato saldi attivi, la bilancia dei pagamenti si è chiusa nel 1969 con un cospicuo disavanzo in seguito all'aggravarsi dell'esportazione netta di capitali. Il disavanzo ha assunto dimensioni di eccezionale ampiezza nei primi due mesi del 1970, riducendosi considerevolmente nel bimestre successivo per il meno sfavorevole andamento delle partite correnti, ma soprattutto dei movimenti di capitali. Al finanziamento di esso abbiamo provveduto mediante il ricorso ai crediti reciproci con la Riserva federale di New York. I motivi di quel ricorso si ispirano alle seguenti considerazioni:

- le disponibilità costituenti le riserve sono investite, secondo quanto si ebbe occasione di affermare in passato, in modi atti a conciliare liquidità e rendimento; può accadere però che cospicui disavanzi di bilancia dei pagamenti derivanti sia da imprevedibili variazioni nel saldo delle partite correnti dovute a discontinuità nella produzione, sia da movimenti di capitali, creino necessità alle quali non riesca conveniente far fronte mediante disinvestimenti;
- essendo l'ampiezza e i tempi di correzione del disavanzo difficilmente prevedibili, può essere opportuno finanziarlo utilizzando crediti a breve termine; nel nostro caso, nel momento in cui si è fatto ricorso a quei crediti avevano avuto inizio conversazioni concernenti finanziamenti a medio termine, sull'esito delle quali riusciva impossibile fare previsioni.

Intorno alle esportazioni di capitali e ai loro effetti sul processo di finanziamento dell'investimento interno sono state espresse giustificate preoccupazioni unite ad asserzioni inesatte. Delle risorse formatesi grazie agli elevati livelli produttivi realizzati nel Paese, una frazione costituita dall'avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti è stata impiegata all'estero. L'aumento della posizione patrimoniale del Paese, che ne è derivato, ha assunto la forma di finanziamento delle esportazioni, di attività finanziarie private, di riserve valutarie. Il persistere di un avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti durante il quinquennio 1965-1969, pari al 3,2 per cento del reddito nazionale lordo, ha denotato l'incapacità del nostro sistema economico di tradurre in investimento interno una quota importante del risparmio che in esso è stato prodotto. Nel corso della Relazione e di queste considerazioni finali si accenna alle cause che hanno ostacolato l'investimento interno: mancato adeguamento delle strutture della pubblica amministrazione ai compiti complessi che essa deve assolvere; insufficienza di appropriati strumenti finanziari; alto livello dell'indebitamento delle imprese; incertezza delle prospettive. Nel quadro ora delineato, la politica monetaria condotta in quel periodo è stata orientata nella direzione di ricostituire la perdita di liquidità derivante dall'esportazione di capitali. Soltanto dalla scorsa estate l'accentuazione delle pressioni inflazionistiche, insieme con le perdite di riserve, ha costretto a condurre una politica meno espansiva, con riflessi negativi sul costo dei finanziamenti.

Il fenomeno dell'esportazione dei capitali privati è più complesso di quello che si suol individuare in quella parte che assume forma di

esportazione clandestina di banconote. Le preoccupazioni intorno alle conseguenze di tale fenomeno non sono prive di fondamento e le autorità monetarie si considerano impegnate a reprimere le manifestazioni illecite di esso, senza tuttavia rischiare di determinare incrinature fatali nel sistema di scambi e pagamenti più liberi al quale si è pervenuti con un processo non privo di difficoltà.

La soppressione del riacquisto dei biglietti da parte della Banca d'Italia, la istituzione di una tassa sopra i biglietti reimportati, la creazione della cosiddetta lira finanziaria sono soluzioni che equivalgono al ristabilimento del controllo dei cambi. Si chiede di ristabilire il controllo dei cambi in una condizione di progressiva integrazione internazionale, nella quale la dimensione del mercato interno è palesemente insufficiente a soddisfare le scelte del consumatore e del produttore, come dimostra il loro crescente ricorso al prodotto estero, al mercato estero di sbocco, alla tecnologia avanzata ovunque la si ritrovi, e in genere ad una componente internazionale sempre più ampia sia nella organizzazione della produzione sia nelle spese di consumo. Questa stessa componente si sta inserendo nelle scelte di portafoglio, e può avere concorso a sollecitare l'esportazione di capitali avvenuta per realizzare la diversificazione voluta; ancor più perché quella diversificazione è stata ostacolata dalla politica condotta all'interno, che ha accentuato il carattere monocorde del nostro mercato finanziario.

Tutte le soluzioni proposte hanno costituito oggetto di considerazione da parte nostra; anche quella di richiedere alle banche dell'estero, e in special modo a quelle della Svizzera, di comunicare gli elenchi dei depositanti italiani. Ci siamo astenuti dal rivolgere simile richiesta nel convincimento che essa sarebbe stata respinta come lo sono state le analoghe richieste di paesi muniti di forza contrattuale superiore alla nostra. Il rifiuto di riacquistare i biglietti di banca reimportati produce la conseguenza che essi sono collocati nel mercato estero a un cambio inferiore a quello ufficiale per soddisfare la domanda di turisti ed emigranti. Anche da una tassa sui biglietti reimportati discendono analoghe conseguenze. La istituzione della lira finanziaria è essa pure una soluzione non nuova; in pratica si è dimostrato che è efficace nella misura in cui la divergenza delle quotazioni fra il mercato ufficiale e quello finanziario sia ristretta dall'intervento delle autorità e quindi, in ultima istanza, mediante cessioni di valute prelevate dalle riserve. Infine, le soluzioni in questione tendono a perdere rapidamente efficacia, a meno che non siano puntellate dalla moltiplicazione dei controlli, i quali a loro volta provocano distorsioni crescenti.

Abbiamo preferito limitare i nostri interventi al provvedimento dello scorso febbraio, in virtù del quale abbiamo accentrato presso la Banca d'Italia i biglietti in provenienza dall'estero, allungando l'intervallo fra il momento della spedizione e quello dell'accreditamento in conto capitale. Nel periodo marzo-maggio 1969 erano stati riacquistati biglietti per 336 miliardi; nel corrispondente periodo di quest'anno gli acquisti si sono ridotti a circa 150 miliardi; lo scarto percentuale della quotazione del biglietto rispetto a quella ufficiale è stato contenuto fra l' 1 e il 2,5 per cento. Inoltre abbiamo ristretto i tempi entro i quali importatori ed esportatori possono rispettivamente anticipare il pagamento e posticipare la riscossione del prezzo delle merci: ciò allo scopo di limitare una esportazione di capitali a breve termine connessa con i movimenti mercantili e stimolata dal divario fra saggio di interesse nel mercato interno e nel mercato internazionale. Infine, in presenza di una situazione nella quale quel divario tendeva a restringersi o addirittura a invertirsi, nel senso che il credito all'estero riusciva meno costoso che all'interno, abbiamo consentito alle banche di derogare all'obbligo di pareggiamento della posizione in cambi, per utilizzare crediti esteri intesi a finanziare esportazioni italiane: ciò allo scopo di porre gli esportatori nazionali in condizioni di parità con i loro concorrenti esteri.

Continuiamo ad essere convinti che qualsiasi politica autarchica produce effetti involutivi sullo sviluppo del reddito e auspichiamo che questa convinzione seguiti ad ispirare la condotta della politica economica e finanziaria del nostro Paese. Le misure di carattere coercitivo sono di efficacia limitata e comunque circoscritta nel tempo. I regimi ibridi non sono durevoli e prima o poi conducono all'autarchia. L'equilibrio dei conti con l'estero deve essere ricercato creando per l'investimento all'interno condizioni di rendimento e fiscali concorrenziali con le opportunità alternative che si offrono all'estero e un quadro generale che favorisca impieghi di capitale estero compensativi del flusso in uscita.

In questo senso abbiamo agito in periodo recente e non è senza soddisfazione che abbiamo constatato che il nostro Paese continua ad essere il luogo nel quale istituzioni finanziarie private estere sono disposte ad impiegare ingenti capitali: ci riferiamo alle operazioni di prestito già concluse e a quelle che potranno esserlo in un prossimo futuro. Cogliamo il frutto di una perseverante politica di collaborazione finanziaria condotta tenacemente a tutti i livelli: ci è grato ricordare la prontezza con la quale la Tesoreria degli Stati Uniti e la Banca

della Riserva federale di New York nel breve spazio di un giorno hanno aumentato le linee di credito alla Banca d'Italia di 500 milioni di dollari, e la prontezza con la quale banche americane, canadesi, britanniche, tedesche e di altri paesi hanno partecipato alla conclusione delle importanti operazioni di prestito cui si è fatto riferimento.

L'insieme delle operazioni di prestito perfezionate e prossime ad esserlo ammonta a circa un miliardo di dollari. Per la maggior parte sono state negoziate sulla base di un saggio di interesse variabile di semestre in semestre in relazione a quello applicabile ai fondi interbancari in dollari sulla piazza di Londra e concedono al mutuatario la facoltà di estinzione anticipata senza pagamento di alcuna penalità. Ci è sembrato opportuno includere questa clausola allo scopo di essere in grado di estinguere i prestiti appena le condizioni della nostra bilancia dei pagamenti lo consentano o eventualmente di sostituire prestiti ad alto saggio di interesse con altri a condizioni meno onerose.

Abbiamo disposto che gli enti mutuatari versassero temporaneamente il controvalore in dollari in conti presso la Banca d'Italia nell'intento di eliminare l'effetto espansivo sulla liquidità interna e di sollevare gli enti medesimi dalla necessità di mantenere giacenze in lire di entità eccedente le loro occorrenze immediate. Durante il periodo nel quale le somme restano in deposito presso la Banca d'Italia, il procedimento equivale all'imposizione di una riserva obbligatoria del 100 per 100. Il ricavo di questi prestiti è stato utilizzato dalla Banca per estinguere debiti a breve termine contratti nei primi due mesi dell'anno. In questo modo abbiamo consolidato il nostro indebitamento e aumentato di altrettanto le nostre riserve ufficiali nette. L'aumento nel mese di maggio è stato di circa 400 milioni di dollari.

#### **SALARI, COSTI, PREZZI ED EQUILIBRI AZIENDALI**

Gli aumenti salariali recentemente intervenuti, sovrapponendosi ad aumenti dei prezzi delle materie prime di importazione, pongono complessi problemi alle autorità monetarie sotto il duplice profilo del contenimento dell'inflazione e della tutela dell'equilibrio economico delle imprese quali condizioni dello sviluppo.

Occorre procedere ad una misurazione quantitativa sufficientemente attendibile dei prevedibili aumenti dei costi di lavoro per unità di prodotto; occorre stabilire in quale misura riesca possibile trasferire

gli aumenti dei costi sui prezzi e quali conseguenze derivino dalla contrazione dei profitti attesi ai fini delle decisioni di investimento, e dei profitti correnti ai fini del finanziamento; infine occorre procedere alla stima degli effetti di propagazione degli aumenti dei prezzi nei diversi settori. A questo scopo conviene distinguere il settore delle attività maggiormente esposte alla concorrenza estera da quello delle attività che ne sono relativamente esenti, essendo minore o maggiore, secondo l'appartenenza al primo o al secondo, la capacità delle imprese di adeguare i prezzi alla esigenza di ricuperare appieno i costi aggiungendo un margine in funzione di profitto.

Quando i costi diretti aumentano, per effetto di aumenti del costo delle materie prime o del costo del lavoro o per l'effetto congiunto di entrambe queste cause, le imprese tendono a trasferire gli incrementi sui consumatori; ma la possibilità di un loro trasferimento più o meno completo e rapido dipende dalla maggiore o minore intensità della domanda in relazione al grado più o meno elevato di utilizzo della capacità produttiva.

Le verifiche empiriche mettono in evidenza l'irregolare progredire della produttività che si accresce più rapidamente all'inizio della fase espansiva del ciclo e rallenta in prossimità del suo culmine. Questo andamento sembra possa essere attribuito alla non omogeneità dei fattori della produzione, per effetto della quale all'espandersi della domanda e al conseguente innalzarsi del grado di utilizzo della capacità produttiva vengono impiegate attrezzature e manodopera progressivamente meno efficienti, determinandosi in tal modo le condizioni di rendimenti decrescenti per unità occupata. Il tasso di incremento della produttività si abbassa proprio quando il sistema, sotto la spinta di processi inflazionistici, avrebbe maggiore necessità di un suo innalzamento. In queste condizioni il saggio di espansione monetaria rappresenta uno strumento di contenimento della domanda e, in ultima istanza, dei profitti. Il ricorso ad esso può divenire ancor più necessario quando la riduzione degli orari di lavoro limiti le possibilità di utilizzazione del capitale investito e quindi le possibilità di espansione dell'offerta. Ma lo strumento monetario è certamente imperfetto per il suo carattere non sufficientemente selettivo e per la difficoltà di controllare nel breve periodo il volume del credito, che dipende anche dal comportamento degli operatori, mediante la regolazione della base monetaria.

Mentre nei settori meno esposti alla concorrenza internazionale, ad aumenti del costo del lavoro si accompagnano rilevanti variazioni

positive sia nei prezzi sia nei profitti unitari, nei settori aperti alla concorrenza i prezzi interni mostrano una maggiore sensibilità alle variazioni dei prezzi dei prodotti esteri. In caso di stabilità di questi ultimi, aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto determinano, nel breve periodo, diminuzioni nella quota degli altri redditi, i quali, per le interdipendenze settoriali, risentono negativamente anche degli aumenti dei costi del lavoro nelle altre attività meno esposte. L'aumento dei prezzi dei prodotti esteri concorrenziali consente invece un aumento dei profitti e compensa l'effetto negativo dei maggiori costi del lavoro sui profitti unitari. Gli incrementi di produttività nei settori esposti alla concorrenza internazionale sono superiori a quelli medi del sistema; le ragioni di tale differenza sono probabilmente in larga misura tecnologiche, ma non può escludersi l'effetto positivo della concorrenza estera.

In regime di libertà degli scambi e di cambi fissi l'ultima barriera contro la quale si arresta il processo di trasferimento degli aumenti dei costi sui prezzi è costituita dai prezzi internazionali. Quando quella barriera sia stata raggiunta, una maggiore spesa si dirige alle merci di importazione. Ha luogo un'azione di rigetto attraverso la bilancia dei pagamenti, che dall'equilibrio passa al disavanzo o dall'avanzo ad un minore avanzo. In queste condizioni una domanda monetaria crescente può coesistere con produzione e occupazione all'interno stazionarie. La proposizione: dare liquidità all'economia quanta ne richiede, equivale ad affermare: non dare la liquidità che alimenti un disavanzo della bilancia dei pagamenti.

Nel corso delle polemiche intorno all'interpretazione dei rapporti fra prezzi e aumenti dei costi indotti dagli aumenti salariali, si è di frequente affermato che i rialzi dei prezzi in atto deriverebbero da deficienze strutturali della nostra economia. Esse concorrono certamente a limitare le possibilità dell'offerta; specialmente nei settori dell'abitazione, del trasporto pubblico, dell'assistenza sanitaria e così di seguito. Nelle nostre Relazioni da gran tempo sono stati sottolineati gli effetti negativi derivanti dalla insufficienza di investimenti nella infrastruttura sociale. Si è ripetutamente affermato che quella insufficienza prima o poi si sarebbe riflessa in aumenti dei costi e dei prezzi. Ma non è saggio espandere la domanda monetaria prescindendo dalla possibilità di adeguamento dell'offerta, quasi per sottolineare gli errori commessi; perché l'effetto di breve periodo non sarà quello di migliorare l'offerta, ma soltanto di falcidiare il potere di acquisto conquistato attraverso le lotte del lavoro.

Il problema della relazione tra tasso di inflazione e deficienze strutturali si collega all'osservanza delle condizioni della stabilità monetaria: affinché essa sia mantenuta occorre che all'aumento della domanda monetaria derivante da aumenti salariali corrisponda un incremento del flusso reale di risorse. Questa corrispondenza potrà realizzarsi anche a misura che si risolvano le deficienze strutturali, ma in tempi necessariamente più lenti che per le condizioni congiunturali.

Nella maggior parte dei casi, del resto, l'adattamento dell'infrastruttura sociale non ha incontrato limiti di carattere finanziario, e non li ha certamente incontrati la costruzione di case per i lavoratori; i limiti sono stati e sono di altra natura e la loro rimozione richiede l'azione assidua dell'amministrazione, compito arduo cui non può provvedere la mera sollecitazione dell'opinione pubblica. In presenza di una offerta di servizi sociali inadeguata, ci si potrà risolvere a imporre vincoli amministrativi sui prezzi; ma occorre riconoscere la contraddizione insita in politiche espansive del potere di acquisto, quando ne derivi prima o poi la necessità di introdurre calmieri per difendere quel potere di acquisto che si è liberalmente distribuito. La difesa può inoltre rivelarsi fallace, quando la domanda eccedentaria si concentri nei settori nei quali non si applica il calmiere: l'effetto ultimo possono essere aumenti dei prezzi ancora maggiori o importazioni dall'estero più ampie o entrambi questi fenomeni.

Gli impulsi inflazionistici di origine esterna continueranno ad essere nel 1970 una delle cause degli aumenti dei prezzi interni, ma saranno fortemente aggravati dagli incrementi salariali. Secondo le stime del Comitato tecnico scientifico presso il Ministero del bilancio, effettuate alla fine dell'anno scorso, l'aumento medio del costo del lavoro per addetto nell'intera economia dovrebbe risultare nel 1970 pari al 13 per cento. Dati più recenti di altra fonte indicherebbero un aumento medio ancora maggiore, del 16-17 per cento circa.

Nel settore industriale, più degli altri interessato dalle rivendicazioni salariali, i rialzi sarebbero maggiori; secondo le stime del predetto comitato, l'aumento dei salari di fatto nell'industria risulterebbe compreso, nel 1970, tra un minimo dell' 11 per cento nei settori per i quali non sono previsti rinnovi contrattuali e un massimo del 21 per cento negli altri settori; in questi ultimi, secondo altre stime, gli aumenti sarebbero assai superiori.

Le differenze tra gli sviluppi salariali sono peraltro puramente temporali e tendono a scomparire mano a mano che altri settori industriali

arrivano alla scadenza contrattuale, come dimostra il settore tessile, che ha concluso su una base rivendicativa analoga a quella dei metalmeccanici.

Con gli ulteriori rinnovi previsti nel corso dell'anno risulterà che entro la fine del 1970 i tre quarti degli addetti all'industria si troveranno sulle nuove posizioni retributive, con tassi di incrementi salariali praticamente uniformi. A questa uniformità si contrappone nei vari settori il forte ventaglio nelle variazioni della produttività; ad esempio, riferendoci alle industrie che hanno già rinnovato i contratti, grande è la differenza fra metallurgiche e chimiche da un lato, meccaniche e tessili dall'altro. Per le prime, ambedue ad alta intensità di capitale, con un complesso di impianti di creazione relativamente recente e quindi tecnologicamente avanzati, gli aumenti di produttività sono elevati; per le seconde, la situazione è assai meno favorevole: vi concorre l'esistenza di imprese molto differenziate, per efficienza e dimensioni, nonché il limitato impulso che hanno avuto la ricerca scientifica e le innovazioni tecniche. Per le industrie meccaniche, inoltre, la situazione è resa più grave dal fatto che esse avevano subito nel corso dell'anno il rialzo particolarmente elevato delle materie prime.

Ad ogni modo, i tassi degli aumenti salariali sono stati più che doppi rispetto a quelli che la produttività può raggiungere nei settori in cui progredisce più celermente; di conseguenza, essi sono destinati a tradursi in incrementi del costo del lavoro per unità di prodotto più o meno elevati nei vari settori, ma comunque di entità tale da creare gravi difficoltà per il mantenimento degli equilibri aziendali, anche ammettendo un loro parziale trasferimento sui prezzi.

Sempre secondo il citato documento degli esperti del Ministero del bilancio, il limite massimo entro il quale dovrebbe essere contenuto l'aumento dei prezzi dei prodotti industriali sarebbe del 6 per cento: questo limite è già superato ove si consideri il divario, che è del 6,5 per cento, tra il livello raggiunto nel marzo dell'anno in corso e la media del 1969; nei confronti di 12 mesi prima l'aumento sale a quasi il 9 per cento e pone il ritmo di incremento dei prezzi del nostro Paese, che sino all'anno scorso si era mantenuto al di sotto di quello degli altri paesi occidentali, al di sopra della maggioranza di essi.

Le difficoltà incontrate dalle imprese di minori dimensioni, nelle quali l'incidenza dei costi variabili è in genere più elevata, menomano la loro stessa capacità di sopravvivenza e le inducono a cercare protezione presso le grandi, anche all'estero, o presso le imprese pubbliche.

Sono numerose le imprese straniere che assumono interessenze in imprese nazionali, indebolendone, in vari casi, autonome e promettenti potenzialità espansive. In altri casi, le imprese sono cedute a quelle rientranti nel settore pubblico dell'economia. Spesso il pagamento del prezzo avviene alle finanziarie estere alle quali erano state intestate in tutto o in parte le azioni delle imprese cedute. La concentrazione di mezzi di produzione nel settore pubblico dà luogo talvolta a un miglioramento tecnico delle imprese; altra volta, a una restrizione dell'area concorrenziale, o al salvataggio forzato di aziende inefficienti, eventi pregiudizievoli entrambi alla funzionalità stessa dell'economia mista.

Né giova promettere agevolazioni creditizie nell'intento di arrestare questi processi, poiché non soltanto la possibilità di concedere credito, ma anche quella delle imprese di riceverlo trova dei limiti. Conviene quindi soffermarsi sull'esame del meccanismo di finanziamento delle imprese.

Nell'ultimo ventennio il finanziamento degli investimenti da parte delle imprese è stato effettuato aumentando il ricorso all'indebitamento; quest'ultimo, a sua volta, ha assunto la forma di debito verso intermediari finanziari. L'effetto di questo processo è stato l'accrescimento della provvista degli intermediari finanziari mediante la creazione di strumenti di credito liquidi o quasi liquidi. Nel quinquennio 1951-1955 i finanziamenti all'economia, effettuati tramite l'emissione diretta di strumenti di credito, hanno rappresentato il 13,8 per cento dei finanziamenti complessivi; questa proporzione è discesa all' 11,3 per cento nel periodo compreso fra il 1956 e il 1962 e all' 8,2 per cento nel periodo dal 1963 al 1969. Negli stessi periodi le attività liquide del pubblico sono aumentate rispettivamente del 14,4, del 13,2 e del 12,4 per cento in ragione d'anno, mentre i saggi di incremento del reddito nazionale lordo, a prezzi correnti, erano del 10,2, dell' 8,9 e del 9,5 per cento.

Il metodo al quale hanno fatto prevalentemente ricorso le imprese per il finanziamento a esplicita scadenza a lungo termine è stato l'indebitamento con gli istituti speciali, ottenuto spesso a condizioni agevolate per il concorso dello Stato. Gli istituti speciali, a loro volta, hanno raccolto i fondi con la emissione di obbligazioni sottoscritte in larga misura dalle aziende di credito. Questo circuito finanziario e le preferenze dei risparmiatori, insieme con il contenimento delle dimensioni del finanziamento diretto, hanno fatto sì che si formassero elevate

giacenze monetarie e quasi monetarie rappresentate prevalentemente dai depositi bancari.

La dissociazione fra centri di formazione del risparmio e centri di attuazione degli investimenti si è accentuata progressivamente: nel 1969 la quota del risparmio netto delle famiglie rispetto al risparmio complessivo è salita all' 80 per cento. Ciò non solo attesta la dipendenza del processo di finanziamento dalla continuità del risparmio familiare, ma anche la complessità del compito, che ha l'intermediazione, di assicurare contemporaneamente alla pubblica amministrazione e alle imprese l'afflusso dei mezzi richiesti per svolgere la loro attività.

Le conseguenze negative si manifestano più pesantemente sulle imprese private che, nella loro attuale situazione patrimoniale, sembrano scarsamente disposte a compensare l'inadeguata raccolta di capitale di rischio con il ricorso all'indebitamento. Le imprese pubbliche avvertono il vincolo dell'indebitamento con minore intensità, dal momento che per esse sono meno pressanti sia le esigenze di liquidità aziendale sia quelle della remunerazione del capitale di rischio. Nel corso della Relazione si pone in evidenza che negli ultimi sei anni vi è stata una sostanziale uguaglianza fra le imprese pubbliche e quelle private nel tasso di risparmio lordo; le prime però hanno accresciuto maggiormente le proprie immobilizzazioni tecniche, cosicché il loro tasso di autofinanziamento risulta più basso di quello delle imprese private. Nell'industria gli investimenti fissi effettuati dalle imprese pubbliche hanno costituito, nel 1969, il 38 per cento degli investimenti complessivi del settore.

#### **SAGGI DI INTERESSE, CONCORRENZA FRA LE AZIENDE DI CREDITO E ORGANIZZAZIONE DEI MERCATI FINANZIARIO E MONETARIO**

Le ampie oscillazioni dei saggi di interesse hanno ridestato le discussioni intorno alle relazioni fra prezzi, saggi di interesse e politica monetaria. Senza addentrarci in argomentazioni teoriche crediamo di poter affermare che in caso di aspettative inflazionistiche i saggi nominali riflettono, generalmente con ritardo, tali aspettative e mostrano la tendenza al mantenimento di un livello relativamente stabile dei rendimenti reali i quali, per di più, sotto la spinta di una crescente interdipendenza economica, tendono ad assumere valori abbastanza uniformi in tutti i mercati dei paesi sviluppati.

L'osservazione storica mostra che solitamente variazioni dei prezzi si associano con variazioni di ugual segno dei saggi d'interesse; ciò si rileva, ad esempio, negli Stati Uniti e nel Regno Unito lungo i decenni. Questa relazione si interrompe bruscamente con la seconda guerra mondiale; sia negli Stati Uniti sia nel Regno Unito, nel corso della guerra e nell'immediato dopo guerra, all'espansione del debito pubblico corrispose la stabilità dei saggi di interesse, ottenuta mediante politiche di forte aumento della quantità di moneta associato con il contenimento coercitivo della spesa privata. In ambedue i paesi, agli inizi degli anni '50 i saggi di interesse erano su livelli anormalmente bassi. In questa situazione ebbe inizio la loro ascesa. Il processo di aumento fu graduale, anche se nel Regno Unito il mantenimento dell'equilibrio esterno impose una struttura di saggi di interesse superiore a quella vigente negli Stati Uniti. Negli anni più recenti le aspettative inflazionistiche hanno svolto una parte importante nel determinare l'ascesa dei saggi nominali.

Sia negli Stati Uniti sia nel Regno Unito il 1969 è l'anno in cui si accentuano politiche impiegate principalmente sul controllo della quantità di moneta. Mentre i saggi di interesse liberi di muoversi hanno raggiunto livelli assai elevati, quelli vincolati da provvedimenti di carattere amministrativo hanno provocato tensioni maggiori nelle zone di mercato nelle quali vige la libertà. Sembra che i massimi siano stati toccati, ma è anche probabile che il non conseguito controllo delle spinte inflazionistiche e le attese di un loro persistere manterranno nel prossimo futuro i saggi di interesse su alti livelli.

In questo quadro di estrema tensione dei saggi di interesse internazionali e di crescente difficoltà nel controllare i flussi di capitali si inseriscono le decisioni prese dalle autorità monetarie italiane nella prima metà del 1969, divenute operanti nella seconda metà dell'anno. Esse furono ispirate non soltanto dalla esigenza di contribuire ad attenuare le spinte alla esportazione dei capitali, promovendo l'allineamento dei saggi di interesse interni con quelli internazionali, ma soprattutto dal convincimento che alle spinte inflazionistiche di origine esterna apparse nel nostro mercato nella prima metà del 1969 si sarebbero aggiunte quelle, non ancora conosciute in tutta la loro intensità quando le decisioni si assumevano, derivanti dalla conclusione di vertenze sindacali che interessavano un gran numero di lavoratori dipendenti.

Intorno ai modi in cui si è realizzato l'aumento dei saggi di interesse in Italia, si riferirà fra poco; quanto alla scelta dei tempi,

conviene sottolineare che essa ha consentito di portare nello spazio di circa un semestre i nostri saggi di interesse in prossimità dei massimi raggiunti all'estero.

Poiché i saggi di interesse nel nostro Paese si erano avvicinati alla vetta proprio nel momento in cui nei grandi mercati si delineava, attraverso contrasti, un movimento discendente, si è posto il problema se tale movimento dovesse essere seguito o se invece convenisse e convenga tendere a un rapporto fra saggi di interesse in Italia e all'estero che risponda alla esigenza di esercitare un effetto di attrazione di capitali verso l'Italia. Il progredire della integrazione all'interno della Comunità economica europea, un eventuale ampliamento di essa e una politica di sempre maggiore apertura verso i mercati internazionali, insieme con l'accelerazione dell'accostamento dei livelli retributivi italiani a quelli comunitari, assegnano idealmente al nostro Paese la posizione di importatore netto di capitali, fino a quando sia colmata la distanza che separa la disponibilità di capitali per persona occupata nel nostro Paese da quella dei paesi industrializzati del resto dell'Europa.

L'interpretazione della politica seguita in materia di tassi di interesse richiede un accenno alle caratteristiche proprie del mercato italiano, sotto il profilo sia della reattività dei tassi alle variazioni della base monetaria, sia delle interdipendenze tra saggi a breve e a lungo termine.

Le autorità monetarie creano la cosiddetta base monetaria, costituita dalla moneta legale e dalle attività finanziarie depositabili senza limitazione nelle riserve obbligatorie, o liberamente convertibili in contante presso la banca centrale. In relazione all'andamento del reddito e alla sua distribuzione, nonché ai mutamenti del tasso d'interesse — variabili a loro volta influenzate dal ritmo e dai canali di creazione della base monetaria — il pubblico decide quanta parte delle suddette attività trattenere e quanta trasformarne in depositi bancari o in titoli. L'aumento del saggio di interesse produce una minore domanda di base monetaria da parte del pubblico e un ampliamento della formazione dei depositi bancari. Secondo i risultati di stime econometriche, sembra si possa affermare che tra queste due attività intercorra un rapporto di sostituibilità tale da tramutare, sulle consistenze attuali, circa 300 miliardi di circolante in depositi, nello spazio di tempo di un anno, nel caso di aumento di un punto percentuale della loro remunerazione; questo effetto viene successivamente esaltato dall'azione del moltiplicatore del credito. Ciò significa che le conseguenze di una politica mone-

taria restrittiva sarebbero molto più sentite, ma con possibilità di dar luogo alle distorsioni sperimentate altrove, quando il sistema bancario non fosse in grado di assorbire, attraverso la libera determinazione dei tassi, almeno il primo impatto delle restrizioni, oppure qualora, in presenza di vincoli amministrativi sui tassi, non esistesse sul mercato un sufficiente ammontare di titoli a breve termine il cui rendimento variasse secondo la situazione di liquidità.

Poiché in Italia si constatano rapporti assai elevati fra giacenze monetarie e quasi monetarie da un lato e prodotto nazionale lordo dall'altro, sembrerebbe opportuno conseguire una più appropriata struttura dei tassi di rendimento delle attività finanziarie. A questo fine potrebbe giovare l'osservanza di limiti ai tassi applicabili sui depositi bancari; ne seguirebbe la necessità di offrire al pubblico titoli di mercato monetario con tassi non soggetti a vincoli amministrativi e altamente sensibili al variare delle condizioni di mercato, nei quali possano essere impiegate disponibilità liquide che non si dirigono verso i depositi bancari.

L'approfondimento delle conoscenze intorno alla nostra economia e alle trasformazioni cui essa è soggetta non poteva non riflettersi nel nostro atteggiamento verso le possibili soluzioni dei complessi problemi posti alla politica monetaria. Quanto ai saggi di interesse attivi e passivi, la nostra politica, così ci esprimemmo nella Relazione all'Assemblea dei partecipanti tenuta il 30 maggio 1962, « ha continuato ad essere quella di considerare più proficua una disciplina che si attui attraverso accordi amministrativi nell'ambito stesso delle categorie. Non ci proponiamo quindi di assumere, da parte nostra, quegli atteggiamenti impazienti che qualche volta rimproveriamo ai colleghi delle banche, e resisteremo a sollecitazioni che spesso ci pervengono, perché siano adottate discipline coercitive, che reputiamo umilianti per chi le impone e chi le subisce ». Sempre nel 1962 affermammo l'opportunità di introdurre limitazioni ai tassi applicabili sui conti interbancari. In seguito, però, abbiamo modificato quell'atteggiamento e agli inizi di quest'anno abbiamo soppresso i vincoli alla determinazione dei saggi di interesse che possono essere corrisposti sui conti interbancari. Con questo provvedimento abbiamo creduto di dare inizio alla creazione nel nostro Paese di un mercato attraverso il quale si redistribuiscono le disponibilità liquide delle banche sulla base delle indicazioni tratte dalle oscillazioni dei tassi di interesse.

Nel quinquennio 1964-1968, sotto la spinta di una concorrenza fra le aziende di credito sempre più aspra, i saggi passivi sono aumentati

ad un ritmo moderato ma costante, mentre quelli attivi hanno manifestato una tendenza alla riduzione, oscillando secondo le condizioni monetarie dei diversi momenti ciclici. Nel primo semestre del 1969 i tassi attivi sono risultati sostanzialmente stabili, sebbene si fosse chiaramente delineata la tendenza dei prezzi all'aumento; la loro ascesa ha avuto inizio nel secondo semestre. Quelli passivi si sono spostati verso l'alto con moto accelerato nel primo trimestre di quest'anno.

La rilevazione dei dati sui tassi applicati alle operazioni bancarie attive, avviata dal gennaio 1969 in collaborazione con un gruppo di aziende di credito ampiamente meccanizzate che amministrano più della metà della raccolta, ha messo in evidenza un continuo aumento del costo dei finanziamenti bancari a partire dal terzo trimestre del 1969, accentuatosi in coincidenza delle misure di variazione del saggio ufficiale di sconto. Da una media complessiva del 6,81 per cento alla fine di giugno, si è passati al 7,51 per cento alla fine di settembre, al 7,99 per cento alla fine dell'anno e all' 8,22 alla fine del marzo scorso, con una notevole dispersione dei valori osservati. I tassi vanno crescendo man mano che dalle piazze delle regioni occidentali si passa a quelle orientali e da quelle settentrionali a quelle meridionali, con l'eccezione dell'Italia centrale; il divario è più che compensato dalle agevolazioni di cui ampiamente beneficiano le regioni meridionali e insulari.

Il processo di aggiustamento dei tassi nella seconda metà del 1969 si è compiuto con maggiore celerità dal lato di quelli attivi, per la vischiosità che contraddistingue i tassi passivi; ciò ha consentito alle aziende di credito di ogni dimensione di conseguire risultati economici soddisfacenti. Per contro, l'andamento nei primi mesi di quest'anno fa prevedere che, anche per l'aggravio delle spese di amministrazione in seguito all'aumentato costo del personale, i conti economici delle imprese bancarie saranno notevolmente appesantiti. Non è da escludere che le aziende di minori dimensioni ne soffrano più di quelle grandi e riceva così un ulteriore impulso il processo che anche nell'ambito dell'attività bancaria spinge verso la concentrazione. Confermiamo che da parte nostra questo processo è seguito con attenzione e non è giudicato contrario agli interessi generali nella misura in cui non alteri una struttura del sistema bancario atta a mantenere nel suo interno un grado elevato di concorrenza.

Nel sistema creditizio italiano gli elementi concorrenziali sono relativamente più importanti che in molti altri paesi. Il risvegliarsi negli ultimi anni di una concorrenza latente è stato probabilmente

originato dallo sviluppo economico che ha accresciuto il grado di integrazione dell'economia italiana nel sistema internazionale. Le recenti vicende della politica monetaria hanno a loro volta contribuito all'intensificarsi della concorrenza. Il rafforzamento di questa è confermato dalla riduzione dell'utile per ogni lira intermediata dal sistema bancario. La lievitazione del costo della raccolta è stata compensata da una rapida razionalizzazione, che ha ridotto notevolmente l'incidenza dei costi generali e contenuto la caduta dell'utile unitario.

Nella seconda metà del 1969 ha avuto inizio l'allineamento dei tassi delle obbligazioni; esso è stato effettuato con movimenti bruschi intervallati da pause di relativa stazionarietà. Il ricorso a un aggiustamento graduale ha generato negli investitori maggiore incertezza sulle tendenze future di quanta non ne sarebbe derivata da un aggiustamento effettuato con un unico movimento, anche se di dimensioni più ampie. La scelta del metodo è stata suggerita principalmente da due ordini di considerazioni:

- un aggiustamento immediato avrebbe potuto produrre cessioni di titoli di ammontare eccedente le possibilità di controllo da parte delle autorità monetarie;
- l'aggiustamento ha coinciso con il periodo di agitazioni legate alle vertenze sindacali; una caduta troppo brusca delle quotazioni avrebbe potuto essere interpretata all'interno e all'estero come un sintomo di crisi.

Le autorità monetarie hanno preferito accompagnare il movimento discendente con interventi progressivamente decrescenti. Agli inizi dell'anno in corso è stata presa la decisione di sospendere gli interventi, ad eccezione di quelli sui buoni novennali del Tesoro. Se si considera l'intero arco di tempo durante il quale si è passati per l'Italia da un periodo di stabilità dei corsi a uno di variazione degli stessi, si constata che la quotazione dei nostri titoli si è ridotta mediamente come altrove.

Dall'esame dell'andamento delle sottoscrizioni di titoli si deduce che le aspettative di flessioni dei corsi, impendenti sul nostro mercato fin dal marzo 1969, hanno manifestato i loro primi effetti a partire dal mese di luglio, con una sensibile riduzione della domanda di titoli da parte sia degli investitori istituzionali sia di quelli privati, senza però che avessero luogo rilevanti operazioni di smobilizzo di portafoglio. In particolare, dall'esame del comportamento delle banche si rileva che le

cessioni di titoli effettuate nel periodo di flessione dei corsi rientrano in larga misura nella normale attività di intermediazione e che la consistenza dei portafogli bancari è cresciuta dal luglio al dicembre di 362 miliardi.

Una situazione particolare si è creata nel comparto delle cartelle fondiarie, le quali avevano usufruito negli ultimi anni della concessione di una tacita garanzia di riacquisto allo stesso prezzo di vendita da parte degli istituti bancari collegati con gli istituti emittenti. Tale garanzia, se da un lato aveva consentito di ampliare il mercato delle cartelle, dall'altro aveva diffuso nei sottoscrittori il convincimento che esse fossero un surrogato dei depositi: trasformabili cioè a vista in contante. Quando il divario fra il rendimento delle cartelle e quello delle altre obbligazioni è divenuto troppo ampio, i possessori delle cartelle, ritenendo il sacrificio, in termini di rendimento, eccessivo rispetto al vantaggio della stabilità del corso, hanno manifestato la tendenza allo smobilizzo. La continuazione del sostegno dei corsi avrebbe potuto costringere le aziende di credito impegnate nell'azione di difesa a ricorrere al finanziamento della Banca d'Italia. Allo scopo di evitare l'eccessiva creazione di liquidità che sarebbe potuta derivarne, è stato istituito un premio crescente secondo l'epoca del rimborso o, in alternativa, è stato stabilito l'aumento dal 5 al 6 per cento del saggio nominale delle vecchie cartelle ponendo gli oneri relativi a carico del bilancio dello Stato.

L'abbassamento dei corsi dei titoli obbligazionari e il corrispondente innalzamento dei rendimenti effettivi si sono associati con l'ampliamento del divario fra titoli recanti cedola più alta e titoli recanti cedola più bassa. Il divario deriva dal fatto che i risparmiatori privati, in previsione di un possibile realizzo dei titoli prima della scadenza, preferiscono i titoli con elevato tasso immediato, perché in tal caso fruiscono di un elemento certo, la cedola, a fronte di un elemento incerto e remoto, il premio di rimborso.

Nell'intento di definire le linee lungo le quali sarà condotta la politica di regolazione del mercato del credito a lungo e breve termine e di intervento della Banca d'Italia nel mercato dei titoli, sembra opportuno riconsiderare il comportamento dell'istituto di emissione nell'ultimo quadriennio. Si è affermato, da parte di alcuni, che la politica di sostegno delle quotazioni dei titoli obbligazionari iniziata nel 1966 avrebbe provocato una espansione eccessiva della liquidità della economia e preparato le condizioni nelle quali si sono manifestati i fenomeni inflazionistici in atto. E' stato affermato, da parte di altri, che

l'interruzione di quella politica sarebbe dovuta accadere prima; mentre altri ancora hanno affermato che quella interruzione non avrebbe dovuto aver luogo affatto.

La politica di intervento sul mercato dei titoli obbligazionari intesa alla stabilizzazione dei corsi fu iniziata dalla Banca d'Italia nel secondo trimestre del 1966 con l'intento di conseguire due obiettivi:

- assicurare il collocamento presso il pubblico di un ammontare rilevante in assoluto ed inusitato per il mercato italiano di nuove emissioni, accrescendo, grazie al diminuito rischio di perdite in conto capitale, la propensione dei privati all'impiego in titoli;
- prevenire una lievitazione dei tassi di interesse all'interno, in un periodo di insufficiente attività di investimento pubblico e privato.

Dei due obiettivi che la politica di stabilizzazione si proponeva, quello della creazione di un più ampio mercato dei titoli è stato in notevole misura realizzato. Gli acquisti di titoli da parte del pubblico, nei tre anni 1966-1968, raggiungono un volume di 1.300 miliardi all'anno in media, contro 600 circa nel triennio precedente, ed ancora nel 1969 essi si mantengono al di sopra dei 1.000 miliardi. Nonostante l'inconsueto ammontare delle nuove emissioni, il rapporto dei titoli collocati presso il pubblico al totale delle emissioni ritorna tra il 1966 e il 1968 a livelli elevati.

L'obiettivo di stimolare l'attività di investimento è stato conseguito soltanto in parte; una politica più aggressiva avrebbe potuto essere desiderabile, ma sarebbe stato imprudente attuarla sospendendo il livello dei tassi di interesse ancora più in basso, perché in presenza di mutate condizioni di mercato sarebbe stato più arduo il processo di aggiustamento. Nel determinare la politica suddetta non si prevede, né forse si poteva, l'eccezionale altezza verso la quale sarebbero saliti all'estero i saggi di interesse a lungo e a breve termine; più pragmaticamente ci si limitò a seguire una linea di prudenza.

Non si può certamente affermare che, nel periodo in esame, la politica seguita dalla Banca d'Italia abbia prodotto la conseguenza di farle perdere il controllo del processo di creazione della base monetaria. Questa si è accresciuta in misura simile a quella del reddito nazionale in termini correnti, in un periodo nel quale l'andamento dei prezzi non ha presentato alcun sintomo di accelerazione. La base creata ha prodotto un effetto espansivo crescente perché il sistema bancario ha operato mantenendo una minore proporzione fra mezzi liquidi e depositi, e

proprio in dipendenza di ciò a metà del 1969 la Banca d'Italia aveva un più stretto controllo sulla liquidità del sistema. La quantità di moneta è cresciuta a tassi inferiori alla media di lungo periodo e in ciò può ravvisarsi l'effetto della politica di stabilizzazione seguita, intesa a spostare le preferenze del pubblico verso i titoli obbligazionari. Questa affermazione non contraddice quella precedente, che il circuito finanziario secondo il quale si è effettuato il finanziamento delle imprese avrebbe provocato la formazione di elevate giacenze monetarie e quasi monetarie rappresentate prevalentemente dai depositi bancari; essa significa soltanto che il processo di formazione di tali giacenze non è stato accelerato dalla politica di compravendita di titoli dell'istituto di emissione.

I critici secondo i quali la politica di sostegno dei corsi dei titoli sarebbe stata inopportunamente modificata fanno leva essenzialmente su due ordini di argomentazioni:

- la nuova politica sarebbe stata decisa essenzialmente allo scopo di restringere il disavanzo della bilancia dei pagamenti provocato dalla esportazione dei capitali; a questo fine sarebbe stato preferibile esercitare con maggiore rigore controlli di carattere amministrativo;
- l'allineamento fra tassi di interesse interni e tassi di interesse esterni sarebbe stato portato a termine proprio nel momento in cui oscillazioni anche ampie di questi ultimi sembravano indicare una tendenza al declino; meglio sarebbe stato resistere, in attesa che l'equilibrio si ristabilisse ad un livello più basso.

Ad entrambe queste obiezioni crediamo di avere replicato in precedenza; confermiamo che non risponde alla realtà che le decisioni prese nel primo semestre del 1969 ed attuate nel secondo semestre di quell'anno e agli inizi di quello corrente siano state ispirate soltanto dalle condizioni della bilancia dei pagamenti. Il progressivo abbandono del sostegno dei titoli si inquadra nel complesso di provvedimenti presi dalla Banca d'Italia per esercitare un più diretto controllo sulla creazione di base monetaria. In un periodo nel quale si manifestavano crescenti tensioni nei prezzi e aspettative di un inasprimento di esse in seguito agli aumenti dei costi di produzione, è sembrato opportuno sopprimere la possibilità per l'economia di procurarsi base monetaria in quantità teoricamente illimitata per mezzo di cessioni di titoli che sarebbero stati comunque assorbiti dagli acquisti della Banca d'Italia.

Nella prima metà del 1969 si delineavano infatti con sufficiente distinzione i contorni della situazione odierna, caratterizzata dall'impor-

tanza assunta dal comportamento irregolare di fattori autonomi di creazione della base monetaria, e cioè della bilancia dei pagamenti, influenzata in misura preponderante dai movimenti di capitali, e del Tesoro. In più di una occasione abbiamo messo in evidenza che a partire dalla seconda metà del 1969 le occorrenze del Tesoro sono sostanzialmente la sola causa di creazione di base monetaria. Si deve aggiungere che anche le operazioni della Banca d'Italia con le aziende di credito in non pochi casi derivano da fabbisogni di enti locali o assistenziali; la Banca soccorre quelle aziende o istituti centrali che procurano denaro a questo e a quello fra i grandi comuni che altrimenti sarebbero posti nella impossibilità di pagare gli stipendi ai propri dipendenti. Casi non dissimili si hanno quando le aziende di credito sovvenzionano enti mutualistici affinché non cessi l'assistenza ospedaliera. In questi casi, come in quelli precedenti, gli interventi delle autorità monetarie sono stati dettati da considerazioni non proprie della politica che ad esse compete di condurre; siamo convinti che nelle attuali condizioni interventi del genere non possono continuare e riteniamo essere nostro dovere comportarci in conseguenza.

In presenza di disavanzi del settore pubblico di ampiezza crescente e distribuiti disugualmente nel tempo sarebbe imprudente ripristinare la politica di sostegno senza limiti dei corsi dei titoli. Qualora il disavanzo del Tesoro assuma dimensioni non confacenti con le possibilità dell'economia e si voglia proteggere il mercato dei capitali, anche nell'interesse del Tesoro stesso, dagli inevitabili turbamenti che ne derivano, diviene necessario creare un diaframma tra i titoli a lungo termine e il resto del sistema finanziario, affinché la pressione della domanda di fondi del Tesoro trovi espressione in un aumento dei tassi sui titoli a breve senza ripercuotersi immediatamente sui rendimenti di tutte le altre attività finanziarie. Occorre, cioè, accrescere il grado di indipendenza del mercato dei capitali dal disavanzo del Tesoro, allo scopo di impedire che al disavanzo spetti l'iniziativa nella determinazione dei tassi a lungo termine; questo è possibile accrescendo la capacità di reazione dei tassi a breve, anche se trova un limite nella rapidità con la quale gli impulsi si trasmettono agli altri tassi del sistema. Un mercato monetario efficiente è ancor più necessario allorché, nelle condizioni di crescente disavanzo di bilancio, si innestino due ulteriori fattori di squilibrio, l'uno derivante dagli sfasamenti tra l'operazione di raccolta dei fondi tramite l'offerta di obbligazioni e le relative erogazioni, l'altro connesso con movimenti erratici dei fabbisogni pubblici dovuti ad avvenimenti di varia

natura che ritardino amministrativamente il flusso delle riscossioni o quello dei pagamenti. Poiché questi fattori sono largamente esogeni, è opportuno che le fluttuazioni da essi impresse alla base monetaria nel breve periodo trovino espressione in oscillazioni dei tassi a breve, tali da restringere l'ampiezza di quelle dei tassi a lunga e quindi da permettere l'ordinato svolgimento dell'attività del mercato dei capitali.

La creazione di nuovi buoni ordinari del Tesoro per investimenti liberi, la riattivazione dei tassi di sconto e di anticipazione con la contemporanea introduzione della differenziazione degli stessi, la liberalizzazione dei tassi sui fondi interbancari, sono stati provvedimenti volti ad avviare, nel nostro sistema, l'organizzazione di un mercato monetario più reattivo. Nei prossimi mesi converrà procedere nell'affinamento di tale meccanismo: a questo scopo il finanziamento delle occorrenze del Tesoro dovrà essere affidato in più larga misura ai titoli di mercato monetario, ed eventualmente a titoli intermedi a tassi variabili, offerti in sottoscrizione al pubblico presso le filiali della Banca d'Italia. Crediamo che anche la Cassa depositi e prestiti potrebbe finanziarsi con l'emissione di buoni fruttiferi recanti un saggio di interesse altamente sensibile al variare delle condizioni del mercato monetario; se la sezione di credito provinciale e comunale di recente istituzione collocasse in tutto o in parte i propri titoli presso la Cassa, sarebbe possibile effettuare la provvista necessaria al finanziamento degli enti locali ricorrendo alternativamente a strumenti di mercato finanziario o di mercato monetario.

Contestualmente la Banca d'Italia potrebbe intervenire più direttamente per orientare l'azione delle aziende di credito nella determinazione dei tassi passivi; non intenderemmo ripristinare il cosiddetto cartello obbligatorio, ma esercitare un'azione di controllo sul comportamento delle aziende di credito congiunta con un sistema di incentivi. Nei confronti delle aziende di credito che acquisiscano depositi con l'offerta di tassi di interesse contenuti nel limite massimo indicato dalle autorità potrebbe essere applicata una maggiorazione sui tassi di interesse corrisposti sulle somme depositate nelle riserve obbligatorie.

In definitiva:

- a) persistendo ampi disavanzi del settore pubblico e la discontinuità del loro manifestarsi, escludiamo che l'istituto di emissione, pur continuando ad acquistare titoli a lungo termine, possa garantire senza limiti la stabilità dei relativi tassi di interesse;

- b) crediamo necessario proteggere il mercato dei capitali mediante l'organizzazione di un mercato monetario sul quale siano offerti in sottoscrizione al pubblico titoli a breve termine, il cui prezzo oscilli liberamente in relazione alle condizioni del mercato;
- c) a completamento di tale azione e nella misura in cui si riesca ad ottenere che le disponibilità monetarie del pubblico non siano deviate verso mercati non regolati, riteniamo opportuno che la Banca d'Italia eserciti un'azione di coordinazione del comportamento delle aziende di credito relativa alla fissazione dei tassi passivi, indicando periodicamente un limite massimo riferito con opportuni stacchi ad alcuni dei tassi più significativi osservati sul mercato finanziario e monetario.

Questa azione sarà facilitata se gli enti pubblici si asterranno dal richiedere alle aziende di credito presso le quali depositano le proprie disponibilità liquide di pagare saggi di interesse superiori a quelli corrispondenti al limite massimo indicato dalle autorità monetarie. Occorre riconoscere che in epoca recente l'azione degli enti pubblici ha contribuito a produrre disordine nel campo della determinazione dei tassi passivi: enti che detengono disponibilità di centinaia di miliardi hanno un potere contrattuale che li colloca al di sopra delle limitazioni alle quali è soggetto il depositante ordinario. Quando essi traggono profitto dalla propria forza contrattuale, in linea di fatto accrescono i propri mezzi imponendo una tassazione, con l'effetto di trasferirne l'onere sulla economia nel suo complesso.

Le forme di finanziamento del settore pubblico e di quello privato devono essere adattate alle nuove condizioni. Il campo nel quale operano gli enti cui non è consentita altra forma di provvista ad eccezione delle emissioni di obbligazioni si è grandemente dilatato e tende a dilatarsi ancora; le pressioni inflazionistiche sono divenute più intense e il loro manifestarsi ha provocato la estensione della cerchia dei provvedimenti con i quali i vari gruppi sociali si proteggono dai loro effetti.

In questa situazione diviene più necessario il ricorso al finanziamento del settore pubblico con emissioni di titoli i cui rendimenti siano più sensibili alle condizioni di mercato. Un esempio di questo nuovo andamento è offerto dal prestito ENEL collocato all'estero in questo mese. Il successo avuto da questo prestito, nel momento in cui le emissioni a cedola fissa non trovavano acquirenti, mostra che, nelle condizioni attuali, i mercati internazionali annettono maggiore importanza

alla flessibilità in ambo i sensi della cedola offerta di quanta non ne attribuiscono alla costanza di un elevato livello dei rendimenti effettivi alla scadenza.

La Banca d'Italia si considera impegnata ad adattare l'organizzazione dei mercati finanziario e monetario alla esigenza di un loro ordinato funzionamento e a questo fine si gioverà della collaborazione delle aziende e degli istituti di credito. Desideriamo in questa occasione sottolineare il concorso recato specialmente dagli istituti di diritto pubblico e dalle banche di interesse nazionale al collocamento delle emissioni obbligazionarie. L'avvenuto allineamento dei rendimenti dei titoli a reddito fisso nel nostro mercato ai livelli più alti vigenti nel mercato internazionale e nei mercati nazionali consente un più ampio margine di manovra. La Banca d'Italia si adopererà affinché il volume delle emissioni offerte in pubblica sottoscrizione e la loro distribuzione nel tempo si adeguino alla prevedibile capacità di assorbimento dei mercati interno e internazionale. Altre quote potranno essere assunte direttamente dalla Banca d'Italia nei limiti compatibili con l'obiettivo di non alimentare processi inflazionistici. Qualora le emissioni offerte sul mercato non fossero di fatto interamente assorbite, la Banca, nel doveroso rispetto di quei limiti, non interverrà per sottoscrivere le quote non collocate.

#### LA SPESA PUBBLICA E IL CONTROLLO DEL CREDITO

Nella scorsa Relazione, nell'esaminare l'andamento congiunturale agli inizi del 1969 e nel sottolineare la migliorata evoluzione della domanda interna, non mancammo di notare segni meno favorevoli che si delineavano nella nostra economia e che, sommandosi alle incertezze preponderanti nel campo internazionale, ci imponevano una attenta vigilanza per evitare che l'indirizzo monetario che ci eravamo proposti, volto a favorire la continuazione della fase espansiva, potesse risolversi nell'alimentazione di tensioni inflazionistiche. Nei mesi immediatamente successivi le influenze destabilizzanti si sono intensificate; nel quadro congiunturale gli aspetti contrastanti si sono fatti sempre più numerosi e rapido il succedersi degli eventi, così da condurre talora a interpretazioni contraddittorie rendendo ardua l'adozione di decisioni.

In presenza dell'aggravarsi delle aspettative inflazionistiche e di un disavanzo dei conti con l'estero tendente a superare largamente il limite di circa 500 miliardi, esplicitamente dichiarato come l'importo massimo

compensabile mediante interventi della Banca d'Italia nei suoi riflessi sul processo di creazione di base monetaria, abbiamo provocato, nei due trimestri centrali dell'anno, una decelerazione di quel processo. Essendo intervenuto nel medesimo tempo un notevole incremento della domanda di base monetaria da parte del pubblico, la nostra decisione ha determinato una sensibile diminuzione della liquidità bancaria e un rallentamento del ritmo di espansione del credito. Nel quarto trimestre, anche allo scopo di soddisfare il persistente aumento della domanda da parte del pubblico, il ritmo di creazione di base monetaria è stato di nuovo accresciuto e portato ad un tasso annuo pari a circa l' 11 per cento. Le disponibilità liquide delle banche rimanevano tuttavia a fine dicembre a un livello assai prossimo a quello di settembre, essendo di 323 miliardi la contrazione fra un dicembre e l'altro. La domanda di credito veniva soddisfatta a tassi di interesse crescenti.

Gli avvenimenti dell'autunno hanno provocato ingenti perdite di produzione, e i loro effetti tuttora perdurano; le vertenze sindacali, chiuse come negoziato a livello nazionale, hanno lasciato gravi strascichi a livello di fabbrica, ove spesso non è ancora possibile svolgere un'attività lavorativa corrispondente al carico di ordini: sono venuti così meno in gran parte gli effetti di recupero e la mancata normalizzazione dei rapporti di lavoro suscita ulteriori incertezze. Nuove vertenze per rinnovi contrattuali in altri importanti settori, quali le industrie tessili e quelle elettriche, hanno provocato rilevanti astensioni dal lavoro soprattutto nei mesi di marzo ed aprile; altre perdite di produzione sono derivate dagli scioperi a carattere generale promossi per le riforme sociali e contro il carovita. La produzione industriale è stata superiore, nel primo trimestre del 1970, del 5,2 per cento rispetto allo stesso periodo del 1969 e nel marzo, rimosso l'effetto della stagionalità, del 2,5 per cento appena rispetto al massimo toccato nel luglio 1969; le prime indicazioni relative all'aprile segnalano un ulteriore indebolimento della tendenza. La scarsa ripresa produttiva compromette le possibilità di riassorbimento degli accresciuti costi, e la riduzione degli orari di lavoro, unitamente alle limitazioni poste all'effettuazione di straordinari, si traduce, in presenza di scarsità di lavoro qualificato, in un abbassamento della capacità produttiva disponibile.

Dal lato della domanda, l'aumento del reddito da lavoro dipendente darà luogo presumibilmente ad un'espansione dei consumi che in termini monetari è stata valutata dell'ordine del 14 per cento nella media del 1970. Circa gli investimenti fissi, qualora si realizzasse la

quantità di iniziative programmate dalle imprese pubbliche e private, ne conseguirebbe, dato l'aumento dei prezzi, un volume di spesa aggiuntiva assai più elevato, in termini percentuali, di quello previsto per i consumi privati, anche se l'edilizia residenziale presenterà nel corso dell'anno scarsi progressi in termini reali, dopo gli elevati aumenti dell'ultimo biennio. Una forte espansione dovrebbe derivare inoltre dalla necessità di ricostituzione delle scorte.

Nel corso della Relazione si sottolineano gli ostacoli che non soltanto in Italia ma in molti altri paesi incontra una politica volta a coordinare il volume della spesa pubblica con le altre componenti della domanda, così da assicurare l'equilibrio del sistema. La Relazione avverte che all'intervallo di tempo conoscitivo, che intercorre tra la manifestazione dei fenomeni congiunturali e la loro rilevazione statistica, si aggiungono un tempo decisionale, a livello parlamentare e governativo, e uno applicativo, a livello delle amministrazioni. Ne discende la difficoltà di prevedere con sufficiente approssimazione le conseguenze di decisioni di spesa accumulate in periodi diversi da quelli nei quali essa viene eseguita.

L'osservazione estesa al periodo compreso fra il 1951 e il 1969 conduce alla conclusione di ordine generale che la pubblica amministrazione nel nostro Paese non riesce ad adeguare la propria azione alle mutevoli esigenze dell'economia.

Solo nel 1965 e in misura minore nel 1968 essa ha svolto un effetto di correzione sostanziale dell'andamento congiunturale, contribuendo, in situazioni di avanzo corrente della bilancia dei pagamenti e di assenza di tensioni nel sistema dei prezzi, allo sviluppo del reddito in misura apprezzabile.

Nel 1969 la sua azione, riferita al complesso dell'anno, è stata meno espansiva e ciò appare coerente con la modificata situazione della bilancia dei pagamenti e dei prezzi. Si è accresciuta peraltro la spesa corrente, mentre gli investimenti hanno segnato un sensibile decremento; inoltre, la spesa si è concentrata nella seconda parte dell'anno e si è accelerata nei primi mesi del 1970.

Se questo ritmo dovesse continuare, la domanda globale interna in termini monetari presenterebbe nel complesso del 1970 una dilatazione che supererebbe di gran lunga la possibilità di adeguamento dell'offerta e comporterebbe, quindi, una variazione dei prezzi nettamente superiore al limite massimo più volte dichiarato.

Il sistema dei prezzi si trova in una fase di forti tensioni. In precedenza si è detto dei prezzi dei manufatti; nel marzo quelli ingrosso superavano nel complesso del 9,1 per cento il livello di dodici mesi prima, comportando un aumento medio annuo del 6,3 per cento anche nell'ipotesi che essi rimanessero invariati per il resto del 1970; ma la tendenza è tuttora ascendente. Particolarmente elevato è il rialzo dei prezzi per gli investimenti: l'indice del costo di un fabbricato residenziale, sempre nel marzo, superava del 20,9 per cento il valore di dodici mesi prima; rilevante è l'aumento anche per le macchine e attrezzature, fenomeno questo comune ai maggiori mercati internazionali e che conferma come le fasi di surriscaldamento colpiscono principalmente i beni di investimento, sia per la maggiore variabilità della domanda sia per la struttura dell'offerta sempre più caratterizzata da una elevata specializzazione. Il rincaro è meno pronunciato per i consumi, per i quali l'indice denunciava nel marzo un incremento del 5,0 per cento a distanza di dodici mesi.

Le preoccupazioni derivanti da questo stato di tensioni, in atto e in prospettiva, non possono essere dissolte dalla constatazione che esso si inserisce in un contesto internazionale inflazionistico. A questo proposito occorre ricordare che se nel considerare la politica dei prezzi praticata dalle imprese si è soliti assumere come riferimento le variazioni dei prezzi nei paesi concorrenti e se, per l'intera economia, è divenuta ormai comune la nozione di stabilità relativa, intesa cioè come accettazione di una componente inflazionistica purché in limiti non eccedenti la media degli altri paesi, ciò non significa che questa nozione possa essere considerata una norma valida per qualsiasi tasso di variazione dei prezzi. La sua osservanza potrebbe evitare disavanzi di bilancia dei pagamenti, ma essa lascia del tutto insoluti all'interno gli squilibri non meno gravi che da un elevato rialzo dei prezzi derivano nella distribuzione del reddito, nella formazione e nella destinazione del risparmio.

E' pur vero che nel periodo breve l'aumento dei prezzi, migliorando la formazione dei profitti, può favorire gli investimenti; ma ben più dannoso è l'effetto economico che il rialzo dei prezzi produce, decurtando il potere d'acquisto dei percettori di redditi fissi, con turbamento delle preferenze dei risparmiatori nei riguardi delle varie attività finanziarie e sconvolgimento dei canali dell'intermediazione. Il sistema finanziario viene così a trovarsi di fronte a un doppio ordine di difficoltà, quelle derivanti dalla quantità di mezzi richiesti in relazione al volume della domanda aggiuntiva e quelle che il rialzo dei prezzi crea nel processo di formazione e di convogliamento del risparmio.

E' quindi essenziale non perdere di vista che si tratta di mettere a raffronto, almeno per il breve periodo, le possibilità offerte dal sistema produttivo con le richieste che su di esso premono. Le dimensioni che nel corso dell'anno 1970 andranno assumendo alcune fondamentali variabili economiche sono condizionate da eventi che si sono già prodotti: tra esse figura, come si è già detto, l'espansione dei consumi privati. A questo vincolo occorre pertanto che si adeguino le altre due grandi componenti della domanda interna: la spesa corrente del settore pubblico e quella per investimenti. Che la pressione sulle risorse sia fin d'ora eccessiva è dimostrato dall'andamento dei prezzi e della bilancia dei pagamenti nelle partite correnti.

Nelle condizioni attuali si pone quindi un'alternativa tra investimenti da un lato e consumi pubblici dall'altro. La restrizione dei primi significherebbe porre grosse ipoteche sul ritmo del futuro sviluppo, con conseguenze sull'occupazione e sulla competitività dei prodotti italiani, e rinunciare ai guadagni di produttività indispensabili a riassorbire, sia pure in parte, gli elevati aumenti del costo del lavoro. Già l'incremento degli investimenti negli anni '60 è stato molto scarso, costituendo l'aspetto più insoddisfacente dei risultati dell'intero decennio e in netto contrasto con l'evoluzione degli anni '50, durante i quali la linea tendenziale degli investimenti si mantenne sensibilmente al di sopra di quella del reddito. Se, nonostante questa profonda differenza, nei due periodi il tasso di accrescimento del reddito è stato pressoché uguale, ciò è stato reso possibile, a parte le diversità degli effetti derivanti dalla applicazione del progresso tecnologico, dall'intenso sfruttamento delle economie esterne nelle zone più industrializzate del Paese; all'impegno di accelerare la industrializzazione del Mezzogiorno si aggiunge così l'esigenza inderogabile di adeguare in tutto il Paese le infrastrutture economiche. E' nel settore pubblico pertanto, anche per la conduzione unitaria del suo principale comparto, quello statale, che in primo luogo si pone il problema della compatibilità tra disponibilità di risorse e volume dei loro impieghi, nonché dell'ordinamento di questi secondo una scala di priorità severamente ispirata alla necessità di provvedere con urgenza alla grave carenza delle infrastrutture.

Potrà tuttavia accadere, e l'evento sembra tutt'altro che improbabile, che, nonostante la serietà della situazione, il richiesto senso della misura non venga osservato, sotto la spinta di pressioni sempre più insistenti che provengono da tutti i settori. Già negli ultimi mesi il Tesoro, nel quale in definitiva confluiscono i riflessi finanziari di quelle

pressioni, si sta rendendo unico responsabile della creazione di nuova base monetaria, anche se per ora ciò sembra in parte l'effetto di recupero delle forzate pause operative avvenute alla fine dello scorso anno. Se non si riuscisse a contenere gli sviluppi della spesa pubblica, sarebbe difficile evitare l'aggravarsi delle tensioni in atto, che ostacolano la ricostituzione degli equilibri reali e finanziari; quelle tensioni si vanno spingendo oltre i limiti previsti all'inizio dell'anno, considerevoli ma in qualche modo accettati come eventi ineluttabili e alla lunga ritenuti neutralizzabili dai futuri sviluppi produttivi.

I prezzi hanno raggiunto livelli superiori a quelli previsti: la domanda di credito permane elevata, sebbene il suo costo si accresca, sospinta da fabbisogni di investimenti sulla cui dimensione agisce sempre più la componente nominale, e che in proporzione sempre maggiore cercano copertura in fonti di finanziamento esterne alle imprese; sul mercato del reddito fisso preme una domanda di fondi in continua espansione. In queste condizioni riesce estremamente arduo per le autorità responsabili tenere sotto controllo il volume del credito, quando si lasci solo a questo il compito di regolare la domanda. Occorre che ad esso si affianchi con urgenza una efficace politica di bilancio che, nella consapevolezza dei limiti da osservare nell'indebitamento pubblico e delle conseguenze che deriverebbero all'equilibrio monetario ove quei limiti fossero oltrepassati, provveda a graduare nel tempo l'esecuzione delle spese, vecchie e nuove, e ad assicurarne il finanziamento nei modi più idonei, ricorrendo senza esitazioni alle imposte in modi che non pregiudichino la formazione del risparmio.

Gli strumenti di politica monetaria più raffinati non riescono a proteggere il sistema dagli impulsi inflazionistici derivanti da una spesa pubblica che a tutti i livelli ubbidisce a sollecitazioni espansive; che si manifesta nel corso del tempo in momenti sempre più lontani da quelli nei quali viene decisa; che nella generalità dei casi agisce da fattore destabilizzante. Se la comunità nazionale e le comunità locali attraverso gli organi rappresentativi rifiuteranno di coordinare la propria domanda di servizi sociali con la quantità di risorse disponibili, e se alla prestazione di questi servizi continueranno ad associarsi fenomeni di inefficienza e di sperpero, sarà dura necessità subire l'imposta più iniqua e cioè l'inflazione.

Converrà ricordare a noi tutti il monito che Luigi Einaudi levò in questa stessa sede in un momento difficile che il Paese ebbe ad attraversare e superare: « in fondo alla via, che dalla comodità e dal

desiderio di popolarità siamo chiamati a percorrere, — egli disse — c'è l'abisso dell'annientamento dell'unità monetaria e del caos sociale ». E concluse: chi dà questi avvertimenti intende anche « gridare alto la certezza che, se noi vorremo, quella via noi non la percorreremo ».

*Signori Partecipanti,*

i nostri incontri in quest'aula si succedono a intervalli costanti nel tempo, ma se nulla muta nel loro assetto formale, cui la tradizione dà pregio e calore, il documento che Vi viene qui presentato reca i segni di un'evoluzione non superficiale. Opporvisi non è nelle nostre intenzioni; e sarebbe stolto e vano il tentarlo. Se mai, a noi si addice l'ansia che quella evoluzione possa non sempre essere assecondata, come vorremmo, nella misura e nei modi che l'avanzamento tecnologico e il mondo circostante visibilmente richiedono. A queste aspettative sembra corrispondere l'affinamento della ricerca e dell'analisi, cui non infruttuosamente è rivolto l'impegno del gruppo redazionale; mentre diviene sempre meno agevole, e meno opportuno, dare uniformemente conto, se questo ci si attenda, di tutti i fatti rilevanti occorsi nei dodici mesi: ostando a ciò non solo la rapida e densa successione degli eventi e il fitto intreccio delle connessioni, ma anche la preminente esigenza di porre in luce le idee, gli svolgimenti, le tendenze che appaiono di non effimero significato. Sarebbe una ambizione di originalità mal riposta quella che ci inducesse a dissociare l'attenzione dai fenomeni che, per largo consenso, caratterizzano la nostra epoca: sia da quelli essenzialmente economici, che cerchiamo di cogliere e di illustrare nella parte analitica della Relazione, sia da altri a noi meno pertinenti, ai quali, tuttavia, indulgiamo talvolta brevemente in queste considerazioni finali poiché sembrano indicare le direttrici lungo le quali ci si va muovendo, che non potrebbero essere impunemente ignorate.

E' stato infatti osservato che la scelta non è oggi tra cambiare e non cambiare, ma tra cambiare secondo intenzione o lasciarsi cambiare. Ove non si rifiuti l'evidenza di questa alternativa, ne segue la necessità di inserimenti tempestivi e assidui nelle profonde mutazioni in atto, le quali non avvengono per transizione lenta, ma con forte concentrazione nel tempo e quindi, spesso, convulsivamente e con effetti traumatici. L'osservazione attenta può giovare dell'ausilio di scienze nuove ed antiche per introspezioni del corpo sociale che pongano in chiaro

la presenza e la natura dei processi che vi si vanno insediando; e trarre dalla diagnosi l'indicazione di terapie appropriate. Non è probabile che possano altrimenti prevenirsi manifestazioni patologiche disordinate e tumultuarie: innanzi alle quali, poi che saranno esplose, la scelta sembra restringersi a reazioni infauste, tali dovendo considerarsi e la repressione violenta e l'adattamento tardivo, che, per la sua presumibile irrazionalità e inadeguatezza, difficilmente varrà a evitare successivi adattamenti forzosi.

Ma non ci arrischieremmo, nemmeno per una breve incursione, su un campo ove è stato gettato con larghezza il seme della speculazione filosofica e che si mostra, nel mondo, solcato per ogni verso dagli strumenti dell'azione politica, se il nostro Paese non fosse dei tanti ove l'instabilità delle condizioni ambientali si combina con insufficienze di fondo per ritardare, se non per minacciare, la nascita e la maturazione di molti frutti sperati; e, soprattutto, se talune di quelle insufficienze non ci riconducessero entro l'ambito economico, riproponendo alla nostra comune attenzione problemi in gran parte non nuovi, la cui soluzione, peraltro, non può essere differita *sine die* né affidata a evoluzioni fortuite e imprevedibili: senza una partecipazione attiva e sollecita ci si esporrebbe infatti ai rischi, anzi alle conseguenze che abbiamo indicato.

Questo intendimento di guida si richiede in primo luogo là dove può anche esercitarsi più pienamente, e cioè all'interno di una collettività. Nel nostro Paese, esso ancora e con rinnovata intensità si richiede per la correzione degli squilibri territoriali e settoriali, non meno che per la creazione delle condizioni necessarie allo sviluppo economico e al progresso sociale, quando siano in tutto o in parte carenti. Se ne avverte altresì l'esigenza, per nominare gli impegni maggiori soltanto, innanzi alle scelte che costituiscono il presupposto logico e il limite necessario della programmazione, come innanzi alla tormentata linea di confine lungo la quale dovrebbero ordinarsi le rivendicazioni sindacali nel quadro di una politica dei redditi.

E' naturale che in un mondo così ricco di comunicazioni e di competizioni la proiezione di molti problemi non si contenga entro un'area geografica angusta; e non saremo certo noi a dolercene, anche se le soluzioni possibili, e i loro modi, avranno a soffrire il temperamento di altre volontà sovrane e di altri interessi, o semplicemente di ordinamenti diversi. Un effetto positivo innegabile, pur da chi osservi con dispetto questa permeabilità, questa osmosi, e quindi anche queste interdipen-

denze fra le nazioni, sta in ciò che ne vengono poste in evidenza situazioni che attendono una correzione o un alleviamento, di cui possono essere suscettibili: come quando una insoddisfacente combinazione dei fattori della produzione determini perdite di capitale e di mano d'opera, attratti l'uno e l'altra da più favorevoli prospettive di impiego e di retribuzione.

La visuale potrebbe allargarsi ulteriormente, fino ai rapporti con l'esterno di un'Europa frammentata, che solo trovando la forza di superare irrazionali allettamenti ideologici eviterà di lasciarsi cambiare, realizzando essa stessa, nelle sue dimensioni integrate, in cui i disincantati europei a mala pena osano ancora sperare, quei mutamenti formali e tecnici che le consentirebbero di tenere il passo.

Impegno al quale siamo tutti in vario modo tenuti se, pur senza ripudiare il passato, si abbia a fare dell'Italia e dell'Europa la patria del nostro avvenire; impegno che esige si superi l'umana paura dei cambiamenti, delle trasformazioni, e si acquisisca il convincimento che cambiamenti consapevoli, trasformazioni razionali sono indispensabili e urgenti, se ci si voglia avvicinare al modello di quella ideale convivenza, in cui alla preservazione dei beni naturali si congiunga la partecipazione più larga ai frutti della produzione.

Anche per questo non dovremo lasciare che il tempo trascorra senza incidervi il segno della nostra volontà operativa.