

BANCA D'ITALIA

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

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1971

ANNO 1970 (LXXVII)

CONSIDERAZIONI FINALI

### III. – CONSIDERAZIONI FINALI

*Signori Partecipanti,*

le cifre e i riferimenti che descrivono le modalità con le quali la Banca ha assolto i suoi compiti istituzionali e quelli derivanti dai più recenti ordinamenti, sono diffusamente esposti nei vari capitoli della Relazione che vi viene sottoposta; mi è qui gradito aggiungere un cenno sugli aspetti organizzativi umani che hanno consentito e consentono una efficienza dalla quale riteniamo ci sia dato trarre motivo di compiacimento. Danno alla Banca la loro attività 7.500 dipendenti, 1.100 con funzioni direttive, mentre i restanti svolgono i compiti più svariati che vanno dal lavoro di studio e di ricerca ai più specializzati lavori di officina. In tutti i vari settori della compagine è in corso per effetto del notevole ricambio avvenuto in questi ultimi anni un processo di ringiovanimento, processo che va rapidamente risalendo i vari gradi della carriera: al dicembre scorso il numero di coloro ai quali erano affidate funzioni direttive, ma che non avevano ancora raggiunto i quaranta anni, era di 160 unità. La collaborazione, o meglio la fusione, tra le nuove leve e gli anziani avviene in un clima di reciproca comprensione, che si giova degli sforzi fatti dall'Amministrazione sia sul piano materiale per il miglioramento delle condizioni di lavoro sia sul piano organizzativo; avendo come obiettivo, per quanto riguarda i rapporti umani, l'instaurazione di vincoli di cordiale colleganza al fine di consentire un colloquio a tutti i livelli e tra elementi di ogni grado. E' in tale clima che viene acquisita la consapevolezza dell'utilità del lavoro svolto da ciascuno e alla obbedienza che deriva da un sistema gerarchico si sostituisce una collaborazione sincera e convinta. Tra i frutti di tale collaborazione mi piace particolarmente segnalare l'attività di vigilanza, quella dei vari Servizi dell'Amministrazione centrale, e questa Relazione, all'elaborazione della quale, attraverso la discussione e lo scambio aperto di idee, hanno partecipato elementi di ogni grado del Servizio Studi.

## LA POLITICA « ANTIRECESSIONE » NEGLI STATI UNITI E I SUOI RIFLESSI SUL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

Da anni ormai il nostro Istituto rivolge una particolare attenzione ai problemi internazionali, specialmente a quelli di natura monetaria, nel convincimento che dalla loro mancata soluzione discendano conseguenze sfavorevoli per lo sviluppo della nostra economia. Si è auspicato più volte un coordinamento delle politiche economiche dei diversi paesi che non avvenga solo sotto la spinta occasionale degli eventi, ma goda dei vantaggi di una preventiva riflessione. Si è anche indicato nella difettosa conoscenza dei meccanismi economici un elemento che contribuisce al perdurare di visioni e atteggiamenti particolaristici che ostacolano una tale evoluzione.

All'epoca del nostro incontro nello scorso anno, lo stato dell'economia mondiale già lasciava intravedere la possibilità di contrasti tra gli obiettivi di politica interna dei paesi che esercitano una predominante influenza sul più generale andamento economico e gli obiettivi, pur apertamente dichiarati, della collaborazione internazionale. Concludevamo allora l'esame delle vicende congiunturali negli Stati Uniti affermando che l'accentuarsi delle manifestazioni recessive avrebbe finito con l'indurre il governo americano a attuare politiche espansive, con la conseguenza ultima che l'offerta di dollari avrebbe continuato ad essere abbondante sui mercati internazionali così da suscitare apprensioni sulla capacità di sopravvivenza di un sistema di rapporti fra monete imperniato sui cambi fissi.

In uno sguardo retrospettivo esteso al 1969 e al 1970, si rileva che le politiche seguite negli Stati Uniti sono state orientate a provocare in un primo tempo una decelerazione del saggio di incremento della domanda globale monetaria e in un secondo tempo una moderata espansione. Nel 1970 l'aumento dei costi unitari è stato minore che nell'anno precedente; i prezzi hanno continuato a salire ad un saggio più elevato di quello deducibile dal comportamento di altre grandezze economiche, quali la relazione tra la produzione effettiva e quella potenziale e il saggio di incremento della disoccupazione. Gli stessi esperti americani incontrano difficoltà nell'individuare le cause della resistenza dei prezzi ai fenomeni che solitamente ne frenano il rialzo. Alcune sono state indicate nel perdurare degli impulsi derivanti da un movimento inflazionistico di ampiezza senza precedenti durato più di cinque anni. Altre sono state ravvisate nei mutamenti strutturali in atto nel sistema sociale con speciale riferimento a quelli attinenti alla concentrazione del potere economico.

La stipulazione di importanti contratti di lavoro ha avuto luogo nella fase di transizione da un periodo di intensa spinta inflazionistica a un periodo di inflazione moderata; ma i nuovi contratti hanno accolto soluzioni nelle quali si riflettevano la persuasione del persistere di fenomeni inflazionistici e il desiderio di proteggere il potere di acquisto futuro dei salari da eventuali nuovi aumenti del costo della vita. Questi comportamenti non si sono manifestati soltanto nei settori nei quali la manodopera è sindacalmente organizzata. Le grandi imprese, dal canto loro, non hanno opposto resistenza, nella convinzione di essere in grado di attuare il trasferimento dei maggiori costi sui prezzi, grazie al potere di mercato di cui dispongono: quest'ultimo rappresenta quindi una componente del processo inflazionistico che si aggiunge a quella costituita dalla maggior forza dei lavoratori organizzati e non organizzati.

Mentre gli impulsi inflazionistici dovuti al rafforzamento di aspettative del loro persistere possono essere contrastati mediante politiche fiscali e monetarie opportunamente combinate e dirette al regolamento della domanda, gli impulsi derivanti da costi non possono essere corretti attraverso l'impiego di queste politiche se non con forte incidenza sul livello dell'occupazione. Se alle decisioni di aumentare i prezzi dei fattori produttivi non corrisponde un'adeguata offerta di moneta, l'effetto ultimo può essere la crisi di liquidità delle imprese, l'insolvenza, il fallimento. Quando questi fenomeni assumono dimensioni socialmente non accettabili, anche negli Stati Uniti si finisce, prima o poi, per far ricorso all'intervento dello Stato, principalmente nella forma di commesse governative.

Esplosioni inflazionistiche sono possibili anche quando la domanda effettiva non superi il potenziale produttivo: la concentrazione della domanda in uno o più settori chiave dell'economia produce aumenti di prezzi i quali, alterando le posizioni relative, inducono, a loro volta, aumenti nei restanti settori. Il potenziamento dell'attività in quelli dinamici suscita una maggiore richiesta di manodopera, di materie prime, di macchinari; i prezzi di questi fattori della produzione aumentano e inducono, entro un certo lasso di tempo, il progressivo rialzo dei costi in altri settori. Se hanno potere di mercato sufficientemente ampio, anche questi ultimi aumentano i prezzi, con un'ulteriore crescita del livello generale.

Negli Stati Uniti questi fenomeni si sono manifestati nelle industrie più direttamente interessate alla produzione per la difesa, ma anche quando la domanda che si dirigeva verso di esse ha mostrato tendenze recessive, il moto di propagazione del rialzo dei prezzi all'intera economia è continuato. Attraverso la politica monetaria si è cer-

cato di attenuare questi impulsi, rifiutando così di finanziare a prezzi crescenti il processo produttivo. Il limite però è stato posto dalla capacità delle imprese di resistere alla crisi di liquidità: l'approssimarsi di quel limite divenne di tutta evidenza nel giugno 1970, quando l'insolvenza di una grande società di trasporti ferroviari apparve imminente. In presenza di questi andamenti, la politica monetaria è divenuta espansiva, riflettendosi nella formazione di disponibilità cospicue presso il sistema bancario e nell'abbassamento dei saggi di interesse. Inoltre, essa ha mirato a ricondurre entro l'ambito del sistema bancario l'attività di finanziamento delle imprese. Nel periodo di tensione creditizia, le grandi imprese avevano fatto provvista di capitali a breve termine mediante collocamenti diretti presso il pubblico di carta commerciale; come avemmo occasione di sottolineare nella precedente Relazione, questo fenomeno fu esaltato dalla impossibilità nella quale furono poste le banche di competere con le imprese offrendo saggi di interesse più elevati. Per evitare talune conseguenze indesiderate, le banche della Riserva Federale avvertirono le associate che avrebbero riscontato con larghezza il portafoglio di quelle tra esse che avessero accordato assistenza alle imprese in difficoltà. Questo provvedimento non si palesò sufficiente a raggiungere lo scopo e, immediatamente dopo, fu accompagnato dalla sospensione di alcune delle limitazioni ai saggi di interesse che le banche potevano corrispondere sui certificati di deposito e sui depositi vincolati. Si poneva fine così a quel processo di disintermediazione del sistema bancario, che aveva assunto talvolta manifestazioni paradossali nel periodo della stretta creditizia, quando apparve che la regolazione della liquidità bancaria produce gravi distorsioni ove si impedisca che essa trasmetta i suoi effetti all'economia attraverso le variazioni del saggio di interesse.

Nel corso dell'anno 1970 il saggio di aumento dell'offerta di moneta fu fatto salire al 5,4 per cento; date le condizioni dell'economia reale la velocità di circolazione diminuì e la liquidità bancaria aumentò. Man mano che ciò avveniva, il sistema bancario respingeva i fondi attratti in precedenza attraverso il meccanismo dell'eurodollaro; nonostante i provvedimenti volti a restringere i flussi di fondi dalle case madri alle filiali estere di banche americane, iniziava un moto imponente di deflusso di disponibilità liquide.

Perciò il nodo dell'eurodollaro è divenuto più stringente. Nel 1959 un membro dell'attuale direttorio del nostro Istituto sollevò in una qualificata udienza internazionale il problema dei riflessi sulle economie nazionali dell'attività dei mercati delle valute di riserva, ricorrendo per sintetizzarne i possibili sviluppi inflazionistici alla parola « contaminazione », che suscitò, allora, indignate reazioni.

Per un naturale processo evolutivo che il tempo e l'affinamento della conoscenza portano con sé, l'attività di questi mercati ha assunto un peso importante nelle politiche finanziarie interne, mentre andava guadagnando terreno la tesi che essa fungesse anche da veicolo diffusivo di inflazione nelle diverse economie.

La dimensione raggiunta dalle attività liquide in dollari, create dai disavanzi della bilancia dei pagamenti statunitense e che, a loro volta, vengono esaltate dall'attività dell'euromercato, è tale da insidiare il paziente tentativo di costruire sugli accordi di Bretton Woods un sistema economicamente e socialmente equilibrato di scambi internazionali di beni, servizi e capitali. Ciò è emerso in chiara evidenza dalla recente crisi monetaria.

Il sostegno dato dal dollaro al sistema degli scambi internazionali, in un momento in cui all'insufficienza degli strumenti tradizionali si accompagnava l'attenuarsi della funzione internazionale della sterlina, è innegabile. Si pensava però che il suo uso rappresentasse una soluzione transitoria in attesa che la comunità dei paesi si fosse dotata di un'organizzazione e di strumenti adeguati. E' stato anche ribadito che, in linea di principio e con riferimento specifico al dollaro, un sistema di rapporti di cambio sostanzialmente fissi non poteva poggiare stabilmente su monete svolgenti la duplice funzione di riserva monetaria interna e internazionale.

L'esperienza ha abbondantemente dimostrato che quanto più gli scambi mondiali si avvalgono di una valuta nazionale, tanto più i mercati internazionali e le economie dei paesi aperti verso l'estero restano esposti alle mutevoli condizioni congiunturali del paese che la crea. Infatti, se le autorità che governano il mercato di origine di quella valuta subordinano agli obiettivi interni l'equilibrio dei conti con l'estero e fanno ricorso allo strumento monetario per il controllo dell'inflazione o il rilancio dell'attività produttiva, il resto del mondo viene coinvolto nella stessa direzione di scelta.

Questa constatazione tecnica si accompagna con la considerazione che siffatto sistema tende a incoraggiare lo sviluppo di contrasti di natura più strettamente politica, che alimentano le diffidenze tra paesi e rallentano il processo di accostamento delle economie.

L'istituzione dei diritti speciali di prelievo sembrava avere aperto la strada verso una razionalizzazione dell'assetto monetario internazionale, ma lungo questa strada si accumulano ostacoli per l'impossibilità di mantenere sotto controllo i conti con l'estero degli Stati Uniti e i meccanismi internazionali di creazione di moneta messi in atto, soprattutto in Europa, dalle filiali estere di banche americane e dalle banche

europee. Finché gli effetti di questa creazione erano di modesta entità, l'economia mondiale, pur reagendo, era in grado di assorbirli; oggi, le perturbazioni monetarie internazionali si presentano con una tale forza che la riesportazione dei flussi che esse suscitano provoca ondate di ritorno che si ingrossano ad ogni giro.

Taluni sostengono che i mercati internazionali sono entità astratte. Le banche dei diversi paesi, essi dicono, si scambiano tra loro fondi liquidi denominati in dollari o in altre valute estere esattamente nella misura in cui li ricevono dai depositanti. Ne deriva che l'incremento delle riserve ufficiali in dollari è contabilmente uguale al disavanzo della bilancia dei pagamenti statunitense espressa in termini di negoziazioni ufficiali, nella misura in cui quest'ultimo non sia finanziato dalle riserve proprie, e alle disponibilità in dollari immesse nel mercato dalle banche centrali. Non vi è dubbio che la proposizione è esatta, così come lo è l'affermazione che una riduzione del disavanzo in termini di liquidità della suddetta bilancia e la cessazione della pratica di depositare riserve ufficiali sull'euromercato sortirebbero, in assenza di altri stimoli, l'effetto di regolare il volume di questo mercato. Se però si nega che le banche nel loro insieme abbiano la facoltà di espandere le proprie operazioni entro limiti del tutto discrezionali, a fronte di attività da esse stesse considerate riserve di liquidità, si trascura l'essenza del meccanismo di moltiplicazione dei mezzi di pagamento internazionali, effetto e causa insieme del disavanzo della bilancia statunitense e dell'ingrossamento delle riserve ufficiali in valuta. Se da questo argomentare, poi, si deduce che non sussiste ragione per estendere l'uso degli strumenti sperimentati nell'ambito nazionale all'attività bancaria internazionale, si deve trarre la conclusione che il tentativo delle autorità dei principali paesi inteso a mantenere al livello desiderato la liquidità del loro sistema e le riserve ufficiali in valuta è destinato a rimanere frustrato.

L'euromercato non è altro che la somma delle porzioni dei bilanci bancari nazionali denominate in valuta, principalmente in dollari. Queste poste dell'attivo e del passivo bancario poggiano, come qualsiasi altra posta degli stessi bilanci, su alcune attività liquide, tenute volontariamente dalle banche per garantirsi dai rischi di variazioni negative nella propria raccolta. Quelle riguardanti le operazioni con l'interno però sono fronteggiate anche da una riserva obbligatoria, composta da strumenti monetari (non soltanto circolante) espressamente scelti e regolati dalle autorità monetarie al fine di limitare l'espansione degli attivi bancari. Invece a fronte delle poste denominate in valuta le autorità nazionali non richiedono alcun versamento di riserve — eccetto per discipline di breve durata dettate dalla necessità di fronteggiare situazioni contingenti — né sono in grado singolarmente di indicare e limi-

tare quegli strumenti che le banche stesse considerano come liquidità a fronte dei rischi di gestione: le banche anzi, consapevoli che, nel caso di difficoltà di tesoreria in valuta di riserva, possono rivolgersi alle proprie banche centrali, presumibilmente mantengono entro limiti modesti la domanda di riserve precauzionali. Ne consegue che, per le banche operanti su questo mercato, il flusso di liquidità derivante da un deposito iniziale in dollari — sia esso ad opera di un privato, di una banca commerciale statunitense o di una banca centrale del resto del mondo — viene scambiato di mano in mano e si assottiglia ad ogni giro appena di una frazione, destinata ad assicurare la liquidità delle operazioni in questa valuta; semprché le banche centrali o i singoli operatori non depositino negli Stati Uniti questa liquidità per proprio uso.

L'esame delle politiche nazionali applicate al mercato dell'euro-dollaro, o in generale delle eurovalute, mostra che i singoli paesi si sono in prevalenza preoccupati di regolare la posizione netta verso l'estero delle proprie banche piuttosto che il volume delle attività e passività delle stesse, denominate in valuta; in altre parole, si è soprattutto tentato di isolare dalle influenze esterne l'attività di creazione della base monetaria interna, trascurando che questa, in un'economia integrata, non può sottrarsi agli effetti dei flussi di fondi che l'intermediazione bancaria è capace di creare.

Pertanto la politica monetaria condotta dalla maggioranza dei paesi ha finora implicitamente accettato un sistema di riserve discrezionali quale unica limitazione all'offerta di moneta bancaria internazionale. Il fatto che, sino a data recente, questa offerta ha raggiunto dimensioni relativamente modeste può essere dipeso da una certa segmentazione dei mercati, dagli ostacoli contingenti imposti da alcuni paesi e dal timore di crisi monetarie ricorrenti e quindi dal freno all'attività che, in vista di ciò, le stesse banche si possono essere imposte. Poiché ben poco si conosce sul comportamento di questi elementi frenanti, la continuazione di una politica che si fondi sull'accettazione di sole riserve discrezionali quale limite all'attività internazionale dei sistemi bancari mantiene nell'attuale assetto monetario un'incognita per lo sviluppo degli scambi tra paesi e per le stesse economie interne.

Giova pertanto soffermarsi sulle possibili misure atte a riportare sotto controllo l'offerta di liquidità internazionale così da restituire alle autorità monetarie la possibilità di imprimere ai sistemi finanziari nazionali la direzione di sviluppo ritenuta più consona a obiettivi liberamente scelti.

Occorre subito avvertire che, in considerazione della grande capacità di adattamento dei mercati internazionali a nuove forme, dimensioni e tecniche, decisioni unilaterali avrebbero l'effetto di danneggiare

gli intermediari dei paesi che le adottano mentre regolamentazioni parziali, che ad esempio fossero limitate all'eurodollaro trascurando le altre eurovalute, avrebbero quello di produrre l'atrofia della parte controllata e lo sviluppo delle operazioni non soggette a normativa: da qui, qualora si pervenisse alla decisione di regolamentare i mercati, la necessità di azioni concertate e di disposizioni generali riguardanti tutti i paesi, a bilancia dei pagamenti eccedentaria o deficitaria, tutti i mercati e tutti gli operatori.

Le soluzioni atte a regolare il potenziale di credito insito nell'attuale mercato dell'eurodollaro dovrebbero riguardare sia le fonti di alimentazione di esso, sia l'uso fatto dalle banche della liquidità in valuta da esse acquisita. Va ricordato che gli effetti di propagazione che da tale mercato provengono possono manifestarsi in direzioni opposte. L'esperienza degli ultimi anni mostra che gli impulsi inflazionistici del 1970 sono stati preceduti dagli impulsi deflazionistici del 1969.

Il controllo delle fonti di alimentazione ripropone il discorso sui rapporti di cambio tra oro, dollaro e altre monete, più volte trattati in questa sede.

Negli ultimi anni si osserva un progressivo deterioramento del saldo degli Stati Uniti sull'estero per beni e servizi, in un periodo in cui la funzione del dollaro quale valuta di riserva appare tecnicamente indebolita per il più elevato tasso medio di inflazione dell'economia americana rispetto al passato e per il prevalente impiego delle politiche monetarie da parte delle autorità statunitensi. Non è da escludere che il recente peggioramento delle partite correnti sia in parte dovuto a situazioni contingenti, ma è più probabile che sia il risultato di una ridotta capacità competitiva delle merci americane e di una maggiore autonomia tecnologica acquisita dal resto del mondo almeno nei beni di più diretto interesse per la bilancia statunitense. Da questo non si può peraltro dedurre che il resto del mondo possa accettare soluzioni che mantengano integra la libertà dei flussi finanziari, ponendo l'onere dell'aggiustamento sugli scambi di beni e servizi.

Già all'inizio del corrente anno avemmo occasione di rilevare che la persistenza di gravi squilibri della bilancia dei pagamenti americana avrebbe potuto rendere necessaria una soluzione tecnica che, secondo l'ampiezza dei flussi monetari in dollari nel resto del mondo, si sarebbe potuta concretare nell'allargamento dei margini di oscillazione delle monete intorno alla loro parità rispetto al dollaro, nella variazione delle parità rispetto all'oro o al dollaro, oppure nell'abbandono del sistema attuale, sulla base del quale il dollaro deve essere acquistato dalle autorità ufficiali in quantità illimitata. Se ciò fosse stato considerato indesiderabile

o inattuabile, si sarebbe imposta la necessità di un controllo dei movimenti di capitali, da parte degli Stati Uniti o del resto del mondo, da attuare con l'emanazione di norme amministrative o con la creazione di un secondo mercato del dollaro, nel quale negoziare i dollari derivanti da operazioni finanziarie. Una forma di intervento avrebbe potuto essere l'attuazione sistematica di operazioni del tipo di quelle effettuate nell'anno in corso dalla Eximbank e dal Tesoro degli Stati Uniti; queste ultime, modificando il saldo della bilancia statunitense, potrebbero sortire l'effetto desiderato, purché attuate di concerto con le autorità monetarie dei paesi interessati e volte a riassorbire la liquidità internazionale di base ancor prima che le banche la moltiplichino concedendo credito. Le autorità monetarie si vanno orientando verso queste operazioni per fronteggiare problemi nascenti dal disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

Date la dimensione raggiunta dalle passività liquide degli Stati Uniti in possesso di organismi ufficiali e di privati e la capacità delle banche operanti sull'euromercato di procacciarsi in vari modi la liquidità della quale esse necessitano, il controllo della fonte prima di alimentazione dell'eurodollaro non può da solo risolvere il problema di guidare nel senso desiderato l'offerta di moneta internazionale, eccetto che non si scelga la soluzione di abbandonare l'attuale assetto istituzionale dei rapporti di cambio tra monete o di sterilizzare coercitivamente o di sostituire con altri strumenti finanziari illiquidi le passività a vista degli Stati Uniti.

Da un lato occorre quindi che gli organismi ufficiali riesaminino l'opportunità sia di persistere nelle politiche volte a esportare i flussi monetari internazionali indesiderati, sia di lasciarsi guidare nella gestione delle riserve da criteri non pertinenti alla natura dei fondi che essi tengono a questo titolo; dall'altro, è necessario che essi regolino anche l'espansione delle poste dei bilanci bancari nazionali denominate in valuta, sia indicando espressamente quali attività liquide devono stare a fronte di queste poste, sia manovrando, di concerto tra tutti i paesi, il rapporto in cui la liquidità e gli impieghi o i depositi in valuta devono stare tra loro in ciascun momento congiunturale.

Da quanto detto scaturisce un quadro ampio e articolato di soluzioni le quali non escludono la possibilità di proseguire il cammino per la costruzione di un sistema che tragga ispirazione dai principii di Bretton Woods. E' però necessario che i paesi trovino la volontà di tracciare in comune un piano di intervento sui mercati finanziari internazionali di pari passo con l'attuazione del progetto di creazione di strumenti di riserva sganciati dal comportamento di singole economie.

Sulla natura della crisi esplosa all'inizio di maggio sembra esistere concordanza di opinioni: essa non sarebbe dovuta alla sottovalutazione delle monete europee nei confronti del dollaro, ma agli afflussi di capitali provocati dapprima dalla diversità della politica monetaria seguita in alcuni paesi europei rispetto a quella attuata negli Stati Uniti e, successivamente, a causa dell'eccezionale ampiezza assunta da quei flussi, dall'intensificarsi delle attese di rivalutazione di alcune monete, con l'effetto cumulativo che tali attese esercitavano sui movimenti di capitali.

Le soluzioni accolte dai diversi paesi per fronteggiare quella crisi rientrano, singolarmente considerate, nel quadro logico dei provvedimenti atti a regolare l'offerta di dollari per uso internazionale. Non essendo tuttavia il risultato di un'azione concertata sulle cause del fenomeno, riteniamo che quelle soluzioni non rispondano pienamente alle obiezioni mosse a un incondizionato esplicarsi dei flussi monetari internazionali e dell'attività dei meccanismi che li generano.

Sostanzialmente in contrasto con lo spirito dell'insieme dei provvedimenti indicati si situa la tesi che i problemi monetari internazionali, quindi non solo quelli nascenti dal funzionamento del mercato dell'eurodollaro, possano trovare soluzione alla radice in un aumento del prezzo dell'oro non differenziato rispetto al dollaro e alle altre valute. Si tratta di una proposta alla quale dedicammo attento esame tre anni or sono. Nessun ulteriore contributo di conoscenza è stato nel frattempo arrecato che avvalorì la tesi sottostante a questa proposta. L'essenza dei problemi connessi con l'uso internazionale del dollaro risiede innanzi tutto nella dimensione assunta dal disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, non nella mancanza di fiducia nella capacità di questo paese di fare fronte al suo debito; sempreché alla solvibilità non si attribuisca un contenuto ristretto che riecheggia anacronistici principii legati al sistema del *gold standard*. Perciò l'aumento nominale del valore delle riserve auree degli Stati Uniti, oltre a dover essere stabilito in dimensioni praticamente inaccettabili per sortire l'effetto di fronteggiare la consistenza attuale delle passività di questo paese, non sarebbe in grado di eliminare gli squilibri esistenti nei rapporti di cambio tra le principali monete né tanto meno di dare impulso ai meccanismi di creazione deliberata di liquidità internazionale, ovviando con ciò all'attuale stato di dipendenza dell'assetto finanziario mondiale dall'andamento congiunturale di singole bilance valutarie. Esso infine non risponderebbe allo scopo di portare sotto controllo i centri di formazione autonoma dei mezzi di pagamento internazionali, dei quali si è ampiamente discusso; anzi, qualora fosse veramente in grado di ispirare in pratica maggiore fiducia nel dollaro, darebbe a questi mercati rinnovato vigore.

Uno schema di avvio ad una politica monetaria coordinata, almeno nell'ambito dei Sei, è offerto dalla Risoluzione approvata dal Consiglio della CEE nello scorso febbraio sulla base delle raccomandazioni formulate dal cosiddetto rapporto Werner completato, per quanto concerne il regime dei cambi, dall'analisi fattane dal Comitato dei governatori. Il nostro paese aderiva pienamente a questa iniziativa, sospinto dal desiderio di partecipare ad un disegno europeistico di così vasto impegno; ma non mancava di esprimere perplessità per un indirizzo che, malgrado i nostri sforzi tendenti a mantenere una certa armonia fra la convergenza delle politiche economiche ed i progressi nel campo delle relazioni monetarie, persisteva nell'anteporre questi ultimi soprattutto con il sottolineare la necessità di procedere ad un restringimento dei margini di fluttuazione dei cambi nell'ambito comunitario. A nostro avviso, l'insufficiente coordinazione delle politiche economiche degli stati della Comunità, il diverso grado di inflazione all'interno di ciascuno di essi e, soprattutto per alcuni, l'ampiezza raggiunta dai movimenti di capitali inducevano a dubitare dell'esistenza delle condizioni necessarie affinché si desse inizio ad un processo di restrizione progressiva dei margini di oscillazione, che sboccasse nello stabilimento di cambi irrevocabilmente fissi tra le monete della Comunità.

In particolare, non venne accolto il nostro suggerimento di lasciare inalterata l'ampiezza dei margini nelle relazioni comunitarie e di accrescere le possibilità di manovra nei confronti del dollaro allargando la fascia attuale fino all'uno per cento da una parte e dall'altra della parità, in attesa di modificazioni istituzionali sul piano mondiale che permettessero margini fino al due o tre per cento. Si finì invece soltanto per decidere di ridurre dallo 0,75 allo 0,60 per cento, a cominciare dal prossimo 15 giugno, la fascia delle oscillazioni del dollaro sui mercati della Comunità intorno al cosiddetto livello comunitario; ma la decisione dovette essere sospesa a seguito della crisi ricordata.

I provvedimenti presentati dalla Commissione della Comunità economica europea per fronteggiare la crisi sono apparsi suscettibili di manifestare efficacia, a condizione però che essi fossero stati adottati nel loro complesso e da tutti i paesi insieme. E' anche risultato chiaro che alcuni di quei provvedimenti non avrebbero potuto essere applicati immediatamente ed altri, pur coerenti con le necessità del momento, avrebbero potuto esplicare la loro efficacia solo nel corso del tempo.

Quei provvedimenti, recepiti dal Consiglio, dopo esame del Comitato dei governatori e di quello monetario, si propongono, oltre all'istituzione di un controllo sulle fonti di alimentazione del mercato dell'eurodollaro e, nello stesso tempo, sul processo espansivo del credito che

ha luogo attraverso quel mercato, di limitare l'entrata di fondi a breve termine nei paesi in cui essa possa recare pregiudizio alla attuazione della politica monetaria; in sostanza le proposte tendono a rendere più agevole il controllo sulla creazione di base monetaria all'interno dei singoli paesi, dissociandola, entro certi limiti, dagli effetti della componente esterna.

Il piano proposto dalla Commissione è stato da tutti accettato, non esclusi i rappresentanti della Germania federale. Diversità di valutazioni si sono invece manifestate intorno all'urgenza di apprestare provvedimenti che esplicassero con immediatezza la loro efficacia. La considerazione dell'urgenza di trovare soluzioni ai propri problemi ha indotto la Germania, dopo consultazione comunitaria, a sospendere l'osservanza dei margini di oscillazione intorno alla parità in precedenza vigenti, nell'intento deliberato di scoraggiare nuovi afflussi di fondi liquidi attraverso l'inserimento di un elemento di incertezza nel rendimento atteso.

La profonda emozione che gli eventi recenti hanno suscitato potrà contribuire a rinvigorire la volontà politica degli stati membri di procedere al rafforzamento della Comunità, prendendo atto dei gravi problemi tuttora insoluti.

Uno di questi, che proprio all'indomani della crisi valutaria sembra essersi incamminato verso una felice conclusione, è la trattativa per l'adesione alla Comunità del Regno Unito e degli altri paesi candidati.

Sotto il profilo monetario, una delle difficoltà emerse attiene alla posizione della sterlina nella Comunità allargata, essendo incompatibile con l'appartenenza a questa ultima il riconoscimento ad una qualsiasi moneta nazionale della funzione di strumento di riserva per il resto del mondo o per una parte di esso. Una tale funzione o quella di moneta di intervento o di riferimento per l'aggancio ad essa delle monete dei paesi terzi che scelgano di gravitare economicamente intorno alla Comunità allargata non potrebbe che essere esercitata dalla moneta unica della costituenda Unione economica e monetaria.

Tuttavia, la graduale eliminazione dei saldi in sterline di pertinenza dei paesi economicamente associati al Regno Unito non potrà essere effettuata se non verrà offerto in sostituzione uno strumento di riserva alternativo nel quale quei paesi trovino conveniente investire le loro riserve; è interesse della costituenda Unione economica e monetaria che esso sia uno strumento comunitario.

Se questo ostacolo e gli altri che ancora si frappongono all'entrata del Regno Unito potranno essere rimossi, si costituirà una Comunità molto più equilibrata dove le decisioni rifletteranno sempre di più, anziché la forza contrattuale dei paesi membri, la sintesi degli interessi nazionali verso quello comunitario.

Nella Relazione dello scorso anno rilevammo che, date le pressioni inflazionistiche esistenti nella economia mondiale e la diversità con cui esse si manifestano, sarebbe potuto riuscire difficile conciliare un maggior grado di interdipendenza economica con un regime di cambi fissi; ne sarebbe potuta seguire la necessità del ricorso a cambi moderatamente flessibili. Questa innovazione, concludemmo, potrebbe stimolare la trasformazione della Comunità economica europea in una unione economica con monete intercambiabili sulla base di cambi irrevocabilmente fissi e le cui relazioni monetarie con il resto del mondo fossero regolate sulla base di cambi oscillanti.

La decisione assunta di recente dal governo tedesco avrebbe potuto consentire di muovere verso la soluzione allora indicata. Abbiamo creduto però che il nostro paese non potesse cogliere questa occasione, in seguito alle difficoltà nelle quali si dibatte la nostra economia: gli investimenti continuano ad apparire stagnanti, i consumi privati sembrano restare contenuti, l'attività edilizia prosegue nella discesa, la produzione industriale è diminuita, gli scambi con l'estero di merci e servizi presentano un saldo negativo. Di tali problemi ci proponiamo di discutere nel seguito di questa esposizione.

#### PROFILO DELL'ECONOMIA ITALIANA NEL 1970. LA DOMANDA INTERNA ED ESTERA. COSTI, PREZZI, PROFITTI

Nel corso del 1970 alla espansione della domanda monetaria interna, manifestatasi con particolare intensità all'inizio dell'anno, non ha corrisposto un adeguato aumento della produzione; una quota importante della domanda addizionale è stata soddisfatta mediante maggiori importazioni, con la conseguenza di una riduzione dell'avanzo degli scambi di merci e servizi di 1.300 milioni di dollari, pari all' 1,6 per cento del reddito nazionale lordo. In tal modo è stato possibile contenere l'effetto sui prezzi; tuttavia la componente inflazionistica nell'aumento del reddito è stata del 6,3 per cento, superando quella reale, pari al 5,1. Nel periodo gennaio-agosto, limitatamente al quale gli ultimi due anni sono comparabili a causa dell'incidenza degli scioperi nell'ultima parte del 1969, la produzione manifatturiera, il cui valore aggiunto rappresenta quasi il 90 per cento di quello del settore industriale, si è accresciuta nel 1970 ad un tasso pari a circa un terzo di quello del 1969. Il rallentamento, che sia per l'intero comparto sia per le principali categorie non appare dovuto al raggiungimento del pieno utilizzo della capacità produttiva esistente, assume poi la caratteristica di un ristagno qualora si esamini l'andamento nel corso del 1970; destagiona-

lizzato, il livello di attività a fine anno era pari a quello di inizio; la situazione è peggiorata nei primi mesi del 1971.

Lo squilibrio tra domanda e offerta non ha interessato uniformemente tutti i settori industriali: è stato più accentuato per la metallurgia, i mezzi di trasporto e i tessili, per i quali si sono avuti un ristagno nel volume delle esportazioni e un aumento ancora considerevole in quello delle importazioni. Per la meccanica, il ritmo di accrescimento si è mantenuto assai elevato per le importazioni, mentre si è attenuato dal lato delle vendite all'estero. Il settore chimico, infine, pur manifestando anch'esso un peggioramento dell'avanzo commerciale, ha conseguito un aumento delle esportazioni, dopo la stazionarietà dell'anno precedente.

Il ricorso a una politica monetaria moderatamente restrittiva, attuato fin dalla metà del 1969, non appena la componente inflazionistica nello sviluppo del reddito nazionale era apparsa assumere valori crescenti tanto da avviarsi a superare quella reale e si delineava un ulteriore peggioramento della bilancia dei pagamenti per il manifestarsi di difficoltà anche nelle partite correnti, ha esercitato un effetto frenante sui prezzi. Nonostante ciò, le quotazioni dei manufatti sono salite, nei primi cinque mesi dell'anno, ad un tasso dell' 11 per cento in ragione annua, successivamente attenuatosi. L'impiego di tale politica ha contribuito inoltre a ridurre l'esportazione di capitali, attraverso il rialzo dei tassi di interesse, gradualmente adeguati a quelli vigenti nel mercato internazionale; questa azione è stata integrata da provvedimenti di carattere amministrativo con i quali si è ottenuto l'effetto di limitare le esportazioni di biglietti di banca.

La manovra monetaria, d'altra parte, comportando l'abbandono della politica della stabilità dei tassi di interesse, si è ripercossa sul mercato dei capitali, nel quale le emissioni di titoli a reddito fisso si sono ridotte di circa un quarto tra il 1969 e il 1970. La diminuzione è stata compensata facendo ricorso a prestiti sul mercato internazionale; si è così raggiunto anche il risultato di chiudere la bilancia dei pagamenti in avanzo anziché in disavanzo per un importo rilevante, come sarebbe accaduto in assenza di quei prestiti.

L'andamento dell'economia è stato condizionato dall'eccezionale aumento dei costi, tanto più grave in quanto l'aumento della produttività, anziché mantenersi elevato, o addirittura accrescersi con il recupero produttivo, è rallentato. Il sistema non è stato in grado di reagire agli aumenti salariali né con rapidi processi di razionalizzazione né con una forte espansione degli investimenti; le nuove iniziative hanno ristagnato. Ad un elevato sviluppo della domanda interna nel periodo iniziale dell'anno si sono opposte limitazioni dal lato dell'offerta,

costituite sia dalla riduzione delle possibilità di utilizzo della capacità produttiva, derivante dall'applicazione delle nuove norme contrattuali nei rapporti di lavoro, sia dalle varie forme di contestazione; ha avuto così inizio un processo che dalla minore produzione, attraverso la rallentata formazione dei redditi, ha portato ad un indebolimento della domanda; vi si è inserita, con gravi effetti, la flessione dell'attività edilizia. Da ultimo si sono delineati fenomeni recessivi. Questi andamenti si sono manifestati non solo nei settori arretrati, ma anche in quelli avanzati, con particolare riferimento ai beni strumentali.

Il rapido progresso dell'economia italiana nell'ultimo ventennio è derivato, per gran parte degli anni cinquanta, dalle immissioni di nuove tecnologie, congiunte con applicazioni di lavoro progressivamente migliorato nella qualità; successivamente lo sviluppo estensivo degli anni 1959-63 ha ampliato e rafforzato il potenziale produttivo; dopo il 1964, il progressivo utilizzo di quest'ultimo e l'accrescimento dell'efficienza aziendale, ottenuti con il raggiungimento di dimensioni più economiche e con migliori combinazioni dei fattori produttivi, hanno consentito alla nostra economia di riacquisire un ritmo espansivo ancora sostenuto. Nelle condizioni odierne appare difficile prolungare questa fase, non soltanto perché si è assottigliata la disponibilità di innovazioni tecniche non ancora applicate, ma anche perché le nuove condizioni di lavoro, il persistere di scioperi di gruppi non organizzati sindacalmente e l'assenteismo impongono alle aziende misure di riorganizzazione dei cicli produttivi, per riacquisire i necessari margini di elasticità, e, in alcuni casi, di decentramento degli impianti. Ne derivano conseguenze sulle quali appare utile soffermare l'attenzione.

Tra il 1960 e il 1969 l'occupazione complessiva nell'industria manifatturiera è aumentata al tasso medio annuo dell'1,0 per cento; poiché le ore lavorate per addetto sono diminuite dello 0,7 per cento, la quantità totale di ore lavorate non ha presentato variazioni apprezzabili; l'intero aumento della produzione è stato conseguito con un incremento della produttività oraria del 6,9 per cento all'anno. Sempre in quegli anni le imprese sono state solite fronteggiare, nel periodo breve, variazioni della domanda attraverso aggiustamenti meno che proporzionali nell'occupazione, avendo la possibilità di regolare la durata dell'impiego della mano d'opera occupata.

Limitando il confronto, per il motivo esposto, ai primi otto mesi, tra il 1969 e il 1970 la tendenza alla diminuzione delle ore lavorate per addetto si è accentuata; l'impiego del fattore lavoro è rimasto ancora praticamente immutato, dato che la riduzione delle ore lavorate per addetto è stata compensata da un aumento dell'occupazione in misura

pressoché equivalente. Il volume dei beni prodotti si è accresciuto in misura modesta; la produttività oraria è aumentata del 4,5 per cento e dell' 1,5 quella per addetto. Vi ha influito anche l'anzidetta tendenza alla sostituzione di ore lavorate per addetto con nuova occupazione; ciò infatti, anche se corrisponde al disegno di modificare condizioni di lavoro non ottimali, oltre a rendere più rigide le gestioni aziendali nei necessari adeguamenti alle fasi cicliche provoca, almeno all'inizio, una riduzione dei rendimenti, per gli inevitabili tempi di inserimento delle nuove maestranze.

Le difficoltà manifestatesi nel conciliare il miglioramento delle condizioni di lavoro con lo svolgimento ordinato dell'attività produttiva, unite al frequente riaprirsi di situazioni conflittuali all'interno delle aziende, hanno determinato la impossibilità di programmare i costi e in ultima istanza hanno costituito un disincentivo per quegli investimenti con i quali il sistema normalmente avrebbe cercato di ripristinare le condizioni necessarie affinché avvenga la ricostituzione dei capitali impiegati. Nel campo dell'edilizia pubblica numerose gare sono andate deserte, essendo stati i costruttori nell'impossibilità di prevedere la misura delle maggiorazioni di costo durante il periodo di esecuzione dei lavori.

Nei decorsi anni abbiamo ripetutamente affermato l'esigenza di una espansione degli investimenti che, utilizzando appieno le possibilità offerte dalla formazione del risparmio, accelerasse l'ampliamento e il rafforzamento dell'apparato produttivo e consentisse di apprestare le necessarie infrastrutture sociali ed economiche; in questo senso abbiamo sempre indirizzato la nostra azione cercando di favorire l'afflusso dei necessari mezzi di finanziamento, a tassi quanto più possibile convenienti.

Nel settore industriale, più sensibile alle sollecitazioni del mercato, si avviò dalla metà del 1968 un vigoroso rilancio degli investimenti, al quale parteciparono sia le imprese pubbliche sia quelle private, sospinte dalla progressiva riduzione dei margini di capacità inutilizzata e dall'andamento favorevole dei profitti e assistite da ampie disponibilità di mezzi finanziari. Questa fase dapprima è stata interrotta dagli eccezionali avvenimenti dell'autunno del 1969; poi, nel 1970, dopo una breve ripresa collegata in gran parte con l'installazione di macchinari che non aveva potuto essere effettuata negli ultimi mesi dell'anno precedente, essa si è spenta per il venir meno delle condizioni che l'avevano suscitata. I risultati medi dell'annata non riflettono questo mutamento, dato il modo con il quale le vicende anzidette si sono susseguite nel corso dei due anni, e presentano anzi un incremento degli investimenti industriali ancor più elevato di quello del 1969; ad esso peraltro hanno concorso in larga prevalenza le imprese pubbliche, mentre scarso, anche sulla base dei dati annui, risulta l'apporto di quelle private.

L'osservazione degli indicatori congiunturali relativi al 1970 mostra, infatti, che il manifestarsi di una tendenza della domanda cedente di trimestre in trimestre è dovuto principalmente all'andamento della spesa per investimenti, influenzata in non piccola parte dalla crisi dell'edilizia. Ciò appare anche dai dati relativi alla produzione industriale, il cui ristagno fra l'inizio e la fine dell'anno è legato in larga misura al settore dei beni strumentali. Sull'insoddisfacente andamento degli investimenti nel corso del 1970 ha influito anche il grado di disponibilità del credito, come viene ampiamente esposto nei capitoli della Relazione. In questo luogo informeremo sugli aspetti essenziali.

Nella Relazione dell'anno scorso, dopo aver citato le stime del Comitato tecnico scientifico presso il Ministero del Bilancio secondo le quali nel 1970 l'aumento medio del costo del lavoro per addetto nell'intera economia sarebbe stato del 13 per cento e l'aumento dei salari di fatto nell'industria avrebbe oscillato tra un minimo dell' 11 per cento nei settori non soggetti a rinnovi contrattuali e un massimo del 21 per cento negli altri, affermammo, sulla base di successive indicazioni, che gli aumenti sarebbero stati probabilmente maggiori. Quelle stime e le nostre affermazioni furono contestate; conviene riconoscere che esse erano viziate da errore, ma di segno opposto a quello indicato dai critici. Gli aumenti sono risultati infatti assai superiori a quelli previsti: nelle industrie manifatturiere i salari di fatto, secondo le statistiche del Ministero del Lavoro, disponibili per i primi tre trimestri del 1970, sono aumentati in media del 23 per cento con punte del 27 per cento nelle industrie metalmeccaniche e del 33 per cento nelle chimiche. Gli effetti di un aumento di tali dimensioni non si sono esauriti esclusivamente nei comparti interessati ai rinnovi contrattuali, ma hanno investito tutti i settori, per effetto della quota di retribuzione incorporata nel prezzo dei beni e servizi scambiati all'interno del sistema produttivo. In ciascun comparto dell'industria manifatturiera il rincaro dei costi va attribuito quindi a due fattori: l'uno diretto, quale aumento delle retribuzioni del comparto stesso; l'altro indiretto, quale incremento dei prezzi dei beni acquistati presso altri comparti industriali, ed è questo l'aspetto per il quale si dimostra pregiudizievole all'equilibrio del sistema la concentrazione in un limitato periodo di tempo degli effetti del rinnovo di numerosi e importanti contratti di lavoro.

Redistribuzioni del reddito possono elevare il livello dei consumi e, quando esistano fattori produttivi disoccupati o sotto occupati, possono suscitare una più alta produzione. Ma se contemporaneamente avvengono, come di fatto sono avvenute, modificazioni delle relazioni fra costi e prezzi dalle quali derivi una diffusa incertezza circa la pos-

sibilità di ricostituire i capitali impiegati nella produzione, le decisioni di investimento necessariamente languono e i meccanismi riequilibratori, che in altra situazione avrebbero stimolato aumenti del reddito, concorrono a determinare il nuovo equilibrio attraverso l'abbassamento del livello di occupazione. In luogo di muovere verso equilibri più avanzati, il sistema regredisce.

Ho creduto essere mio dovere sottolineare le conseguenze derivanti dal rifiuto di accettare i vincoli che collegano questi fenomeni e ho seguito a fare ciò anche nei momenti nei quali le controversie sindacali avevano assunto il massimo grado di asprezza.

Sul finire del novembre 1969, ebbi occasione di affermare, fra l'altro, che considerazioni attinenti all'ordine pubblico generale, nonché al ripristino della disciplina all'interno delle aziende, suggerivano la opportunità di accelerare la conclusione delle vertenze sindacali in corso. Il mantenere intatte la rappresentatività e l'autorità delle organizzazioni sindacali rispondeva a un interesse generale, specialmente se il Governo, in consultazione con le organizzazioni stesse, voleva affrontare i problemi della riforma della mutualità e simili. Questi motivi, più che la gravità delle perdite di produzione e di reddito causate dagli scioperi, che sono l'inevitabile prezzo di un sistema di rapporti di lavoro basato sul rispetto della libertà di comportamento delle parti in causa, spingevano verso la conclusione delle vertenze. Ma quanto più si fosse concesso per considerazioni contingenti, tanto più si sarebbe complicata la soluzione dei problemi futuri.

Con riguardo alla possibilità di assorbimento degli aumenti salariali da parte delle industrie interessate al rinnovo dei contratti, sottolineavo le difficoltà che sarebbero state incontrate, specialmente dalle industrie meccaniche. Non poche, affermavo, sarebbero state le aziende meccaniche non in grado di sopportare i nuovi oneri e quindi esposte al rischio di dissesto, né sembrava accettabile la supposizione che un'intensificazione di investimenti, promossa con agevolazioni creditizie, avrebbe consentito di aumentare la produttività in tale misura da ricostituire in breve periodo gli equilibri aziendali. Occorre considerare, dicevo, che le aziende meccaniche impiegano lavoro in misura proporzionalmente più elevata delle altre e più delle altre risentono della concorrenza internazionale, cosicché è minore la loro possibilità di trasferire sui prezzi una parte degli aumenti dei costi.

Per quanto riguarda l'occupazione, soggiungevo che, partendo dal presupposto che l'aumento dei costi salariali avrebbe spinto le aziende metalmeccaniche a cercare di risparmiare il fattore lavoro, ne sarebbe necessariamente conseguito un minore impulso alla creazione di nuovi posti.

La riduzione degli orari di lavoro avrebbe potuto agire in senso contrario nei limiti nei quali gli aggravii dei costi fossero risultati sopportabili.

Estendendo l'esame all'intero sistema, occorre porsi la domanda se, in presenza di un aumento dei prezzi dei beni di investimento per la maggior parte provenienti dai settori interessati al nuovo contratto, anche le imprese degli altri settori non sarebbero state costrette a rivedere in senso riduttivo i loro programmi di investimento in termini reali. Concludevo che, ove ciò fosse avvenuto, inevitabili sarebbero stati i riflessi sull'occupazione complessiva.

Gli eventi successivi sembrano aver confermato in gran parte quelle indicazioni. L'ampiezza degli aumenti dei costi unitari di lavoro avvenuti nel 1970, e di quelli che ulteriormente incombono, esclude infatti la possibilità di un loro trasferimento sui prezzi nella misura e nei tempi necessari per evitare una forte incidenza sui margini di profitto. Conviene ricordare che questi eventi, a differenza di quelli analoghi del 1964, sono accaduti al termine di un periodo nel corso del quale non si è effettuato un potenziamento dell'apparato produttivo quale quello realizzato nel quinquennio 1959-63. In questa situazione, una politica di espansione forzata della domanda, nella misura nella quale non si fosse riflessa in maggiori importazioni, avrebbe potuto provocare saggi di incremento dei costi per unità di prodotto ancora maggiori, per gli effetti depressivi sulla produttività derivanti dalla eterogeneità della struttura del capitale del nostro sistema produttivo, alla quale facemmo riferimento nella precedente Relazione, e per l'accentuazione dello slittamento salariale; il trasferimento sui prezzi sarebbe stato relativamente minore e proporzionalmente maggiore la compressione dei margini di profitto che ne sarebbe derivata. L'analisi dei risultati dell'anno e di quelli precedenti conferma che i margini di profitto delle imprese sono una funzione decrescente del saggio di accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto; le ripercussioni sulla propensione all'investimento delle imprese private, e specialmente di quelle di dimensioni minori, sono automatiche e in larga misura indipendenti dall'azione svolta dall'Istituto di emissione. I ritardi e i limiti dell'adeguamento dei prezzi all'aumento dei costi sono tanto maggiori quanto più intensa è l'azione della concorrenza interna e internazionale.

Nella misura nella quale le tensioni traggono origine dai costi, in un'economia aperta al mercato internazionale come la nostra, si determina l'uscita dal mercato per motivi economici di interesse imprese o almeno, all'interno di esse, di quella parte degli impianti non più sfruttabili al nuovo livello dei costi; l'inflazione genera cioè impulsi deflazionistici, che costituiscono l'avvio di un doloroso processo di cor-

reazione. La compressione dei margini di profitto delle imprese, indotta dagli attriti che ritardano e dai vincoli che limitano l'adeguamento delle variazioni dei prezzi ai maggiori costi di gestione aziendale, le conseguenti ripercussioni sull'autofinanziamento delle imprese, la prospettiva di una minore redditività degli investimenti e quindi la minore propensione all'investimento, tutti questi fattori producono un'insufficienza di domanda aggregata che tende ad autoalimentarsi.

Al delinarsi di un'evoluzione congiunturale di questo tipo, nella scorsa estate l'indirizzo della politica economica si è modificato nel senso di rafforzare le componenti della domanda rappresentate dagli investimenti e dai consumi sociali, accelerando in pari tempo l'espansione monetaria. Accenneremo in seguito ai limiti alla creazione di moneta; desideriamo però sottolineare che, dato l'esistente assetto istituzionale del sistema economico, le variazioni delle grandezze finanziarie riescono scarsamente efficaci quando si altera il processo di formazione dei prezzi dei fattori produttivi e dei prodotti, in maniera da influire negativamente sulla formazione del capitale. Vi possono essere opinioni diverse circa i soggetti ai quali deve essere attribuito il potere di decidere della accumulazione del capitale e della sua destinazione; ma non si può volere il progresso economico e, al tempo stesso, non volere l'accumulazione del capitale.

Il complesso dei finanziamenti agli utilizzatori interni (famiglie, imprese e Pubblica Amministrazione) è considerevolmente aumentato, passando da 7.570 miliardi nel 1969 a 9.450 nel 1970. L'aumento però ha riguardato soprattutto la quota assorbita dal settore pubblico e in particolare dal Tesoro, quota che, al netto dei fondi trasferiti agli altri settori, è passata da 1.850 miliardi nel 1969 a 3.320 miliardi nel 1970. Di conseguenza, nonostante l'imponente aumento dei finanziamenti complessivi, l'ammontare di quelli affluiti all'economia è stato nel 1970 solo del 7,2 per cento superiore a quello del 1969. Poiché nella seconda parte del 1969 l'espansione del credito aveva subito un certo contenimento, l'economia ha avvertito nell'offerta totale di credito un effetto di restrizione che appare ancora maggiore quando si tenga conto dell'aumentata necessità di capitale circolante e del maggior costo dei beni d'investimento, il tutto in presenza di un ridotto autofinanziamento.

Nella maggior parte dell'anno, e cioè all'incirca fino a tutto il terzo trimestre, l'offerta di credito bancario è stata contenuta, per effetto dei nostri interventi nella seconda metà del 1969 e nella prima metà del 1970, e dei ritardi con i quali il sistema reagisce ad essi. Poiché durante quel periodo si è avuto un eccesso, rispetto all'offerta, della domanda

di credito anche agli accresciuti saggi di interesse praticati dalle aziende di credito, si sono presentati fenomeni di razionamento, attraverso lo spostamento dei fondi fra i diversi settori dell'economia e, all'interno di questi, verso le grandi imprese. I finanziamenti si sono concentrati nell'industria e, in particolare, nelle categorie degli oli minerali e della chimica; essi sono stati diretti prevalentemente verso le imprese con partecipazione statale e verso le grandi imprese private, che svolgono programmi di investimento di ampia portata, estesi nel tempo, con occorrenze di credito più stabili e meno sensibili ai mutamenti congiunturali. Hanno sofferto le imprese piccole, in condizioni precarie anche a causa delle maggiori difficoltà di trasferire gli aumenti dei costi sui prezzi e, a differenza di quelle con partecipazione statale, non immuni dal pericolo di insolvenza.

Questo fenomeno risulta chiaramente dall'esame dei dati della Centrale dei rischi sulla distribuzione degli incrementi dei crediti accordati per classi di grandezza delle esposizioni globali di ciascun cliente. La concentrazione degli incrementi degli accordati non aveva subito apprezzabili variazioni nel corso del 1969; l'analisi dei dati trimestrali mostra che la distribuzione degli incrementi stessi è stata molto prossima a quella delle consistenze iniziali. A cominciare dal primo trimestre del 1970 invece si è rilevata una forte caduta della partecipazione dei crediti accordati di importo inferiore al miliardo sugli incrementi del totale degli accordati stessi. Con il secondo trimestre anche le classi tra 1 e 20 miliardi hanno visto diminuire la loro quota. Nel quarto trimestre si è ripristinata una situazione di normalità, per effetto di una espansione degli accordati più rapida in quelli di importo modesto.

Non soltanto nel nostro ma nella generalità dei paesi nei quali esistono economie di mercato, quando la domanda di credito supera l'offerta, le banche tendono ad escludere la domanda eccedentaria diminuendo la quota di credito ai clienti più rischiosi. La rigidità della struttura dei tassi nel caso italiano accentua il fenomeno del razionamento del credito e, quando ciò accade, le scelte non sono influenzate soltanto da considerazioni obiettive, relative cioè alla qualità dell'impresa, ma anche da considerazioni soggettive: la preferenza essendo per l'impresa direttamente o indirettamente controllata dallo Stato. La prova di queste affermazioni è offerta dal raffronto tra l'aumento medio degli impieghi dal dicembre 1969 al settembre 1970, pari al 4,4 per cento, e gli aumenti relativi ad alcuni complessi del settore pubblico, compresi tra il 25 e il 48 per cento, e agli enti territoriali, pari al 26 per cento. Sul finire dell'anno la pressione dei grandi gruppi sul sistema bancario si è attenuata, sia perché alcuni hanno tratto pro-

fitto dalle più ampie possibilità di indebitamento all'estero, sia perché gli istituti di credito speciale hanno accelerato l'erogazione di mutui precedentemente accordati.

Un importante fattore di distorsione della politica creditizia è la pressione esercitata dagli enti locali e mutualistici alla ricerca di finanziamenti. Gli impieghi a loro favore sono fonte di elevati profitti per l'azienda bancaria; possono dare però origine a grossi immobilizzi deteriorando la situazione di liquidità dell'azienda. Inoltre, essendo destinati al finanziamento di disavanzi originati da pagamenti nella maggior parte dei casi assolutamente indilazionabili per considerazioni di carattere sociale e politico, questi impieghi limitano l'autonomia delle aziende di credito e, quando esse versino in difficoltà di tesoreria, della stessa Banca d'Italia. Ma quanto più il campo delle scelte delle aziende di credito si restringe, tanto più esse sono costrette a praticare il razionamento. Questo fenomeno è tra quelli che, in concreto, riducono la funzionalità di un'economia di mercato basata sulla molteplicità, la varietà e le possibilità di rinnovo delle iniziative economiche. Pertanto, allo stesso modo che la difesa di un sistema di economia mista efficiente e dinamico va effettuata evitando improvvisi spostamenti della linea di demarcazione tra il settore pubblico e il settore privato, così è indispensabile che questa linea di demarcazione non segni anche il confine tra una zona privilegiata ed una svantaggiata nell'ottenimento del credito.

#### AMMINISTRAZIONE DELLA LIQUIDITA' ESTERNA E INTERNA. IL CREDITO A BREVE E A LUNGO TERMINE. I TASSI DI INTERESSE

Nel corso degli ultimi anni le autorità responsabili della politica economica sono state poste con maggiore evidenza che in passato di fronte ad obiettivi difficilmente conciliabili fra loro: non sempre è riuscito possibile promuovere un sostenuto sviluppo del reddito nella stabilità dei prezzi, mantenendo in pari tempo un soddisfacente equilibrio nei conti con l'estero e nell'impiego delle forze di lavoro. Nel 1970, dopo un periodo di 18 mesi di disavanzo di bilancia dei pagamenti, la nostra politica è stata di ricostituire, prima, e di accrescere, poi, il livello delle riserve valutarie, nella convinzione che una loro adeguata disponibilità costituisce una salvaguardia affinché politiche volte alla difesa del livello di occupazione non siano frustrate da crisi di bilancia dei pagamenti. L'accumulazione di riserve implica un costo, che peraltro va confrontato con il più ampio grado di libertà che si consegue per le decisioni di politica economica. Ciò è tanto più vero quanto più ampia è l'apertura di un'economia al mercato internazionale.

Le forze che possono provocare oscillazioni nella bilancia dei pagamenti sono divenute più vigorose. La minore capacità di adattamento della struttura produttiva alle modificazioni nel volume e nella composizione della domanda ha per conseguenza un più ampio ricorso alle importazioni. L'alto grado di dissociazione tra i centri dove si forma il risparmio e quelli che effettuano gli investimenti espone la nostra economia, più di altre, al pericolo di spostamenti di fondi verso altri mercati. Effetti analoghi discendono dal mancato adattamento della struttura del mercato finanziario interno a quello internazionale e, in particolare, dal fatto che il nostro mercato non offre attualmente forme di investimento competitive con quelle del mercato internazionale, anche se l'esperienza più recente ha dimostrato che la maggiore attrattiva esercitata da taluni investimenti all'estero può rivelarsi illusoria.

Nella passata Relazione si ebbe occasione di ricordare le crescenti difficoltà che le esportazioni di capitali andavano creando per la nostra bilancia dei pagamenti e le misure prese, nel corso del 1969 e nella prima parte del 1970, per contrastarne l'ulteriore espansione e per fronteggiarne le conseguenze. A parte gli indirizzi di politica monetaria diretti a creare le condizioni generali atte a scoraggiare l'esportazione di capitali, si menzionarono, tra l'altro: l'avvio di un largo ricorso all'estero per il soddisfacimento dei fabbisogni di credito pubblici e privati, graduando tuttavia l'utilizzo del ricavo in lire, al fine di limitarne gli effetti sulla liquidità interna; il restringimento dei termini entro i quali gli operatori con l'estero debbono effettuare i pagamenti e le riscossioni; e l'accentramento presso la Banca d'Italia delle operazioni di accreditamento delle banconote pervenute dall'estero che, dando luogo ad un deprezzamento del tasso di cambio applicato alle banconote, contribuì a ridurre considerevolmente i deflussi. L'esigenza di finanziare il disavanzo della bilancia dei pagamenti consigliò, d'altro canto, il richiamo della posizione attiva netta sull'estero che il sistema bancario si era in precedenza costituita, la mobilitazione delle linee di credito disponibili nei confronti delle autorità monetarie degli Stati Uniti e il perseguimento di criteri di gestione delle riserve appropriati alle esigenze del momento, quali gli utilizzi della posizione creditoria sul Fondo monetario internazionale.

In questa sede sono state più volte ricordate le principali sollecitazioni alle quali obbediscono i movimenti di capitali: nei tempi più recenti le maggiori spinte verso l'uscita di essi sono provenute dai differenziali nei tassi d'interesse, di volta in volta determinatisi tra il mercato interno e quelli esteri, e da un insieme di motivazioni di

natura sostanzialmente extra-economica, rappresentate dalle reazioni degli operatori alle alterne vicende della situazione socio-politica, reazioni che, tra l'altro, hanno contribuito ad esaltare l'importanza della diversità di trattamento fiscale dei redditi di capitale, in Italia e altrove, e della ricerca di forme differenziate di investimento del risparmio finanziario. Verso la metà dell'anno, eliminati i differenziali d'interesse a favore dell'estero, solo queste ultime cause sono rimaste a motivare le ulteriori esportazioni di capitali, nonostante i vincoli a cui il vigente sistema di disciplina dei cambi le sottopone.

I movimenti speculativi contro la lira, suscitati anche da insistenti voci di possibili variazioni della parità, raggiunsero dimensioni inusitate soprattutto nel corso del mese di luglio e della prima metà di agosto, per poi arrestarsi bruscamente; l'improvviso cambiamento di prospettive si tradusse in gravi perdite per gli speculatori al ribasso. Per fornire una nozione della portata dell'azione in difesa del cambio della lira svolta dalla Banca d'Italia in quei mesi di particolare tensione, basti ricordare che l'importo degli interventi effettuati nel 1970, fino a metà agosto, raggiunse all'incirca i 1.700 milioni di dollari, dei quali 450 si riferiscono soltanto al mese di luglio e alla prima metà di agosto.

Nell'ultimo quadrimestre del 1970 venne confermata la politica di più largo indebitamento all'estero da parte degli enti e delle imprese aventi bisogno di credito. La continuazione di questo indirizzo trovò giustificazione nella esigenza di fornire un'alternativa al ricorso al mercato interno, nell'intento di assecondare la flessione dei tassi d'interesse a lungo termine e, nonostante l'avvenuta riduzione della fuoruscita di capitali, nell'opportunità di rafforzare le nostre riserve attraverso provvista di fondi a medio e a lungo termine sul mercato internazionale.

La valutazione della congruità del livello delle riserve che un paese detiene e del grado di liquidità delle loro componenti è legata non soltanto a variabili di natura economico-finanziaria, quali le importazioni considerate nel loro volume e nell'elasticità al reddito, il livello di liquidità interna e quello dell'indebitamento del paese verso l'estero, ma altresì a fattori meno ponderabili che possono tutti ricondursi al grado di sensibilità del mercato di fronte al susseguirsi di eventi economici, finanziari, sociali e politici, sia interni sia internazionali; tutto sembra indicare che negli ultimi tempi la reattività a questo tipo di eventi si sia andata acuendo e che quindi le circostanze richiedano, tenuto conto della crescente integrazione dei mercati, la disponibilità di più ampi margini di manovra per fronteggiare possibili

accensioni speculative, che esperienze recenti dimostrano essere più violente e repentine.

A fine aprile 1971, le riserve ufficiali nette dell'Italia ammontavano a 6.178 milioni di dollari, con un aumento, rispetto al dicembre 1969, di 1.482 milioni; esse risultavano costituite per il 55 per cento da oro, diritti speciali di prelievo e altre attività garantite in oro e per la restante parte da valute convertibili. L'incremento di riserve negli ultimi sedici mesi ha interessato esclusivamente le valute convertibili, accresciutesi di circa 1.900 milioni. Questi crediti a vista, peraltro, stanno a fronte di prestiti a medio e a lungo termine contratti nello stesso periodo. Sotto il profilo della complessiva posizione finanziaria del paese nei confronti dell'estero, la contrapposizione in atto tra debiti e crediti in valuta copre il rischio di cambio. Anche sotto tale profilo, perciò, il conseguimento di adeguati rendimenti delle riserve deve prevalere sulla considerazione del rischio di cambio.

I prestiti accordati dall'estero a residenti italiani ed affluiti nel corso degli stessi sedici mesi sono ammontati a circa 2.600 milioni di dollari; per la maggior parte, questi fondi sono provenuti dall'euromercato, per il resto da mercati nazionali, principalmente da quello tedesco. In loro assenza, la bilancia dei pagamenti si sarebbe chiusa, anziché con un avanzo di 700 milioni, con un disavanzo di 1.900 milioni.

Avvenuta la ricostituzione di un livello di riserve adeguato, la politica dell'approvvigionamento di fondi all'estero è stata modificata: non si oppongono restrizioni ad eventuali iniziative di enti che vogliano richiedere credito fuori del paese, purché di scadenza a lungo termine. Questo atteggiamento si basa sulla opportunità di procedere al consolidamento di debiti in precedenza contratti e di evitare in pari tempo la concentrazione di oneri eccessivi sulla bilancia dei pagamenti di particolari anni.

In questa seconda fase si è anche ritenuto opportuno: ripristinare i più ampi termini entro i quali gli esportatori hanno la possibilità di far affluire i loro incassi mentre si è mantenuto, per gli importatori, il termine di 30 giorni applicabile ai regolamenti anticipati; accrescere il volume complessivo dei massimali entro i quali le banche possono derogare all'obbligo del pareggio della loro posizione in valuta; dar loro la facoltà di rendersi dirette intermediarie tra i mercati esteri e le imprese italiane richiedenti credito a medio termine, in condizioni di parità con gli istituti di credito esteri.

Non sembra che esistano, nella situazione presente, margini per ampliare considerevolmente il finanziamento di esportazioni con pagamento differito e di lavori italiani all'estero. E' vero che finanziamenti

di questo tipo migliorano, in misura più o meno ampia, le partite correnti della bilancia dei pagamenti, ma è anche vero che essi accrescono il volume di crediti sull'estero con carattere di immobilizzo e con rischio di perdita.

L'avvenuta ricostituzione di un livello di riserve adeguato ha altresì allentato i vincoli ai quali aveva sottostato nella prima parte del 1970 la creazione di base monetaria; ne è risultata un'espansione complessiva per tutto l'anno nettamente superiore alle previsioni: 2.154 miliardi contro 1.750. Conviene ricordare in proposito che ogni anno il Comitato interministeriale per la programmazione economica determina la ripartizione globale dei flussi monetari fra le varie destinazioni, in conformità alle linee di sviluppo fissate dal programma economico. In occasione dell'impostazione del bilancio dello Stato, il Comitato indica l'ammontare delle variazioni delle principali grandezze finanziarie nell'esercizio al quale il bilancio si riferisce; di esse viene data notizia nella Relazione previsionale e programmatica e di solito i ministri competenti le commentano in occasione della discussione sul bilancio. Desta pertanto stupore che si ritenga dai più che la determinazione delle grandezze finanziarie avvenga di iniziativa dell'Istituto di emissione e che non si proceda al confronto tra consuntivi e previsioni, né si cerchino le cause di eventuali differenze. Sembra inoltre si creda che la banca centrale sia munita della facoltà di far salire o scendere il volume del credito istantaneamente; riteniamo opportuno confutare questa credenza e indicare alcune cause di attrito che impediscono alle variazioni della base monetaria di ripercuotersi con immediatezza sul credito. Nel corso del 1970, l'elevato ammontare della creazione di base monetaria e la tendenza da parte del pubblico a ridurre l'utilizzo, a cominciare dall'estate hanno determinato un'espansione delle riserve bancarie di quasi 1.200 miliardi, cioè di molto superiore a quella degli anni precedenti; in termini relativi l'aumento nel corso dell'anno è stato del 20,0 per cento, mentre quello del credito bancario, essenzialmente costituito da impieghi e investimenti in titoli, è stato dell' 11,3 e quello dei depositi del 16,1 per cento.

La divergenza tra il tasso di espansione delle riserve liquide delle banche e quello del credito è in parte da attribuire al fatto che l'aumento delle riserve stesse si è concentrato nella seconda metà dell'anno e che l'attività delle aziende di credito rispecchia normalmente con ritardo gli impulsi provenienti dalle autorità monetarie. Se si considera la estensione dell'intervallo di tempo necessario affinché variazioni della base monetaria esplicino interamente il proprio effetto sul volume del credito, o sui tassi, o su entrambi, si può dedurre che l'evoluzione dei

crediti nel 1970 è stata influenzata, quasi per tutto l'anno, dalle flessioni della liquidità manifestatesi nella seconda metà del 1969 e nei primi cinque mesi del 1970.

Al fine di mettere in luce l'andamento dell'offerta di credito, si è calcolato per ogni trimestre dell'ultimo triennio il valore teorico dei crediti bancari, inteso come la massima espansione dei crediti medesimi compatibile con il livello delle riserve a disposizione delle banche, tenendo conto dei tempi necessari per il processo di moltiplicazione. Si rileva che l'offerta è cresciuta a tassi molto limitati dal giugno del 1969 fino al settembre del 1970 e solo alla fine dell'anno ha mostrato una netta ripresa. Risulta anche che, mentre nel giugno del 1969 il credito effettivo rappresentava il 75 per cento circa della massima potenzialità, alla fine del 1970 il rapporto era salito all' 86 per cento. Questo aumento, che implica una crescente pressione della domanda di credito sull'offerta, ha comportato anche un sensibile incremento dei tassi di interesse.

Tra le cause della minore efficacia espansiva della base monetaria creata nel corso del 1970 vanno anche menzionate: la maggiore variabilità con cui essa è affluita al sistema, da attribuire almeno in parte alla irregolarità con la quale si manifestano i fabbisogni di cassa del Tesoro; l'abbandono, nell'estate del 1969, della politica di sostegno dei corsi dei titoli obbligazionari, che ha prodotto l'effetto di privare il sistema di una liquidità di seconda linea; lo spostamento della raccolta verso i conti correnti, che ha accresciuto il coefficiente marginale di riserva obbligatoria e quindi ridotto il moltiplicatore dei depositi.

Il livello dell'offerta di credito bancario, infine, ha risentito nel 1970, in senso fortemente riduttivo, della diminuzione dei finanziamenti della Banca d'Italia alle aziende di credito, che ha compensato almeno in parte la forte espansione della spesa del Tesoro finanziata con mezzi monetari. Ciò è avvenuto in particolare nel primo trimestre, allorché le ingenti occorrenze del Tesoro e la impossibilità di soddisfarle con operazioni di mercato finanziario hanno costretto a provvedervi mediante il ricorso all'Istituto di emissione. Il rallentamento dei finanziamenti della Banca d'Italia ha interessato soprattutto le banche di maggiori dimensioni, che più dipendono da tali finanziamenti, e in contropartita queste hanno ridotto il tasso di aumento dei loro impieghi. La creazione complessiva di base monetaria per finanziamenti al Tesoro e alle aziende di credito è stata tuttavia molto elevata in quel periodo e, previa depurazione dalla componente stagionale, pari a 1.000 miliardi; la bilancia dei pagamenti ne ha però sottratti circa 250 ed eccezionalmente elevato è risultato pure l'assorbi-

mento da parte del pubblico (circa 600 miliardi). Le aziende di credito nel loro complesso hanno potuto ugualmente espandere in misura sostenuta i depositi e gli investimenti in titoli, anche se per adeguare le riserve obbligatorie hanno dovuto in parte attingere a riserve libere preesistenti.

Nel secondo trimestre la pressione derivante dal finanziamento delle occorrenze del Tesoro si è attenuata; anche se l'incertezza sociale e politica ci ha costretti ad operare in uno stato di permanente allarme, non infondato d'altro canto, come gli eventi del luglio e dell'agosto avrebbero poi confermato, la Banca d'Italia ha incrementato i finanziamenti alle banche per un ammontare che, previa destagionalizzazione, risulta pari a 450 miliardi, allo scopo di impedire che la distruzione di base monetaria provocata dal disavanzo della bilancia dei pagamenti si ripercuotesse eccessivamente sulla capacità di concedere credito da parte del sistema bancario. La creazione complessiva di base monetaria in tale periodo e l'accrescimento delle riserve bancarie sono stati molto elevati (circa 750 miliardi la prima e 400 le seconde, l'aumento per queste ultime essendosi concentrato in giugno). L'offerta di credito bancario restava tuttavia inferiore alla domanda, sempre rapidamente crescente soprattutto in conseguenza degli aumentati costi sostenuti dalle imprese. L'espansione effettiva del credito si accostava così al limite potenziale; i tassi di interesse aumentavano e contribuivano di per sé a restringere la domanda.

Il profilarsi di un saldo positivo nella bilancia dei pagamenti consentiva, nella seconda metà dell'anno, di allargare considerevolmente la creazione di liquidità. Il ritmo di sviluppo del credito bancario è tuttavia rimasto moderato a causa dei diminuiti investimenti in titoli. In un secondo momento è rallentata anche la domanda di impieghi, per il pieno manifestarsi degli squilibri dai quali derivavano le decisioni di riconsiderare i programmi d'investimento; in dicembre si verificava una certa ripresa. Ne sono seguiti, a cominciare dall'estate, un progressivo aumento del rapporto liquidità-depositi, un rallentamento prima e la cessazione poi del movimento al rialzo dei tassi attivi e un'inversione della tendenza ascendente di quelli sulle obbligazioni.

Il sistema bancario ha riversato alla Banca d'Italia parte della liquidità affluitagli, dapprima per ridurre la propria esposizione e, dagli inizi del 1971, per costituirvi depositi; attualmente il sistema bancario è in posizione creditoria nei confronti dell'Istituto di emissione, in misura superiore a quella avutasi in qualsiasi periodo precedente. Ne è seguita una pressione al ribasso dei tassi attivi, assecondata dalla Banca che, prima, ha ridotto il tasso sulle anticipazioni, poi, quello dello sconto.

Il disavanzo della bilancia dei pagamenti ha esercitato un più forte effetto di riduzione dei depositi nei confronti delle maggiori banche; su di esse, come ricordato, ha inciso anche il contenimento dei finanziamenti della Banca d'Italia. Di conseguenza le maggiori banche, già dalla seconda metà del 1969, avevano incrementato i tassi sui conti interbancari e iniziato una politica più attiva di acquisizione della clientela privata offrendo condizioni più vantaggiose sui depositi. Ciò imprimeva una spinta al rialzo dei tassi passivi, che si diffondeva all'intero sistema e rendeva impossibile, alla fine del 1969, la conferma dell'accordo interbancario.

La elevata remunerazione dei depositi bancari, associata alle difficoltà attraversate dal mercato dei capitali, ha dato origine ad un forte aumento della raccolta, soprattutto nella seconda metà dell'anno. Nel contempo l'abbondante creazione di base monetaria, affluendo per intero al sistema bancario, ha fornito le disponibilità necessarie per il versamento nelle riserve obbligatorie e aumentato la capacità di espansione del sistema stesso. Il saggio di incremento dei depositi in quel periodo è stato molto elevato, anche per la mutata origine della base monetaria; invero quella parte di essa che è affluita al sistema bancario attraverso il disavanzo del Tesoro e l'avanzo della bilancia dei pagamenti ha avuto un impatto immediato sulla creazione dei depositi, indipendentemente dallo sviluppo di un processo moltiplicativo. Il conferimento alle banche della facoltà di prelevare, dai conti vincolati delle riserve obbligatorie, somme da impiegare in titoli emessi da istituti mobiliari si è pure risolto in un aumento dei depositi degli stessi istituti prima e dei loro clienti poi, uguale all'aumento della liquidità del sistema bancario.

Consolidatosi l'indirizzo espansivo della politica monetaria, le aziende di credito hanno posto termine alle forme più aspre di concorrenza, creando le premesse per il ripristino di un accordo sui tassi passivi. Sottoscritto inizialmente dalle aziende più grandi, il nuovo accordo prevedeva limiti massimi sui tassi relativi ai depositi di grandi dimensioni, mentre consentiva libertà per quelli minori. Soddisfacente per le aziende promotrici, questo accordo non lo era per quelle di dimensioni più modeste, che sarebbero rimaste così esposte alla concorrenza delle grandi nella raccolta dei depositi di ammontare limitato che per esse rappresentano un'elevata proporzione dei fondi amministrati. Si è giunti così alla stipulazione di un accordo che prevede una suddivisione dei depositi in classi di importo e fissa i tassi massimi applicabili a ciascuna di esse. Questo metodo sembra aver raggiunto lo scopo di frenare la lievitazione dei tassi passivi ma non quello di ridurre il costo medio della raccolta, essendosi verificato un addensamento dei tassi intorno al limite superiore di ciascuna classe.

Le nostre ricerche sull'incidenza del saggio di inflazione sui rendimenti delle obbligazioni nel nostro paese sembrano escludere che questi rendimenti tendano sostanzialmente alla stabilità in termini reali: occorre però osservare che settori più sensibili a considerazioni di rendimento possono spostare l'investimento dal mercato interno a quello internazionale. Esplicano un effetto stabilizzatore sui rendimenti finanziari la regolazione dell'offerta di titoli attuata sottoponendo ad autorizzazione le nuove emissioni e la politica di intervento sul mercato seguita dal nostro Istituto; quest'ultima, abbandonata nell'estate del 1969, è stata ripresa, sistematicamente ma in forme nuove, nel corrente mese di maggio.

Invero l'esperienza suggerisce che gli investitori attribuiscono grande importanza alla stabilità della quotazione dei titoli; l'avversione alla fluttuazione dei corsi consiglia l'acquisto dei titoli recanti tassi nominali prossimi a quelli effettivi, come quelli che, nel caso di crescita dei tassi dell'interesse, subiscono la più bassa riduzione del loro valore di borsa. Si potrebbe quindi ritenere che in un mercato razionalmente organizzato gli aggiustamenti delle condizioni delle nuove emissioni dovrebbero essere effettuati soprattutto sul tasso nominale e sulla durata dei prestiti lasciando il prezzo di emissione attorno alla parità. Questo tipo di politica è correntemente realizzato sul mercato internazionale e sui più importanti mercati esteri, ma nel nostro incontra difficoltà.

Queste difficoltà saranno attenuate quando si procederà all'attuazione di un mercato finanziario unificato nell'ambito della Comunità economica europea. Progressi in questa direzione dovrebbero avvenire nei modi e nei tempi stabiliti dalla decisione presa dal Consiglio della Comunità nel febbraio scorso. Conviene ricordare che i paesi membri hanno accettato, a questo scopo, di armonizzare le loro politiche monetarie e di unificare gli strumenti di intervento. Questi ultimi sono condizionati dal quadro istituzionale nel quale si svolge l'attività bancaria. Dunque adattamenti di tale quadro non possono aver luogo mediante decisioni autonome dei singoli stati membri. Le soluzioni nasceranno dal concorso delle volontà espresse da ciascuno; esse non potranno essere assunte a livello nazionale.

#### CREDITO, RISPARMIO ED INVESTIMENTO IN UN'ECONOMIA DI MERCATO

Accade spesso in dibattiti pubblici che si faccia risalire alla politica monetaria la responsabilità di un basso volume di investimenti e conseguentemente di un insufficiente tasso di sviluppo del reddito e di

un alto livello di disoccupazione. Si odono le seguenti proposizioni: per produrre di più occorre più credito; il credito è stato ristretto o non ampliato abbastanza; dunque chi ha fatto ciò ha impedito che si producesse di più. Quanto si è finora detto contribuisce a chiarire la scarsa aderenza di simili proposizioni alla complessità delle interdipendenze tra i fenomeni monetari e quelli reali. Ci proponiamo, nondimeno, di soffermare ulteriormente l'esame sui limiti entro i quali la creazione di strumenti creditizi può concorrere a risolvere situazioni concrete.

Una condizione di equilibrio del sistema è che il complesso degli strumenti finanziari emessi per la copertura del fabbisogno di finanziamento del settore pubblico e di quello privato non ecceda il volume di risparmio finanziario lordo desiderato dal pubblico, allorché si sia raggiunto il massimo impiego delle risorse utilizzabili. Se essa non è soddisfatta, si manifestano pressioni sul livello dei prezzi e perdite di riserve valutarie; il meccanismo finanziario cessa di agire a sostegno dell'espansione di attività reali, ma opera soltanto nel senso di gonfiarne la dimensione monetaria. Un'altra condizione è che le preferenze del pubblico circa le forme in cui impiegare il risparmio si incontrino con quelle degli operatori circa le forme in cui finanziarsi. Quando essa non sia rispettata, la conseguenza ultima può essere un abbassamento della propensione del pubblico a detenere strumenti finanziari.

Da uno sguardo retrospettivo e dall'osservazione delle vicende attuali non si può dire che tali condizioni siano sempre rispettate. A turbare l'equilibrio hanno concorso i mutamenti intervenuti negli assetti istituzionali e nelle preferenze del pubblico. Nella stessa direzione potranno operare altri mutamenti che si prevede interverranno in un prossimo futuro.

L'esame degli anni più recenti mostra un'accentuata tendenza all'ampliamento della quota di risparmio finanziario che si investe in attività sull'estero, con effetto riduttivo del volume di fondi disponibili per gli utilizzatori finali all'interno del paese. Questa tendenza deriva in parte dal desiderio dei risparmiatori di diversificare le attività possedute e dalla impossibilità di soddisfarlo nel mercato interno per difetto di strumenti finanziari competitivi con quelli offerti dal mercato internazionale.

Questa modificazione della struttura delle attività finanziarie causa una distruzione di base monetaria; la banca centrale può esercitare una azione compensatrice acquistando quei titoli emessi dal settore pubblico o dalle imprese che le famiglie non hanno sottoscritto. Tale politica è stata seguita dalla Banca d'Italia fino all'estate del 1969. La distruzione di base monetaria provocata dal disavanzo nel conto del capitale della bilancia dei pagamenti non ha quindi influito sul volume di

credito disponibile per l'interno lungo tutto il periodo durante il quale non si sono manifestate tensioni inflazionistiche.

L'espansione delle attività finanziarie è condizionata anche dall'esistenza degli strumenti creditizi con i quali i settori che si indebitano intendono finanziarsi, nel senso che le imprese non sono indifferenti alle diverse modalità di provvista di fondi; queste, infatti, non sono fra loro perfettamente sostituibili, né ugualmente accessibili ai diversi operatori. Sicché, se vengono limitate le possibilità, per motivi istituzionali o per le condizioni di mercato, di ottenere fondi con gli appropriati strumenti, può ridursi anche il complesso dei finanziamenti, con conseguente flessione dell'attività produttiva.

In definitiva, le autorità monetarie possono contribuire all'adattamento degli strumenti di credito alle esigenze di finanziamento del livello di investimenti programmato, e ciò prevalentemente mediante la regolazione della base monetaria, sia sotto il profilo quantitativo, sia sotto quello dei vincoli amministrativi che la collegano ai depositi; ma questo compito è reso complesso dall'elevata dissociazione fra i centri di accumulazione del risparmio e quelli che ne decidono l'investimento.

Un indice della dimensione assunta da questo fenomeno nel nostro paese è offerto dall'andamento crescente del rapporto tra le variazioni delle passività finanziarie dell'economia ed il prodotto lordo del settore privato. La variazione delle passività finanziarie dell'economia, tra il 1951 e il 1958, è stata in media pari all'8 per cento del prodotto lordo del settore privato, mentre nel periodo 1959-70 è salita al 13 per cento. Poiché una parte importante dell'indebitamento è destinata al finanziamento degli investimenti, il rapporto tra la variazione delle passività e gli investimenti può essere considerato un indice del finanziamento esterno degli investimenti stessi, sia pure approssimato in quanto le passività finanziarie sono determinate anche dall'acquisizione di attività finanziarie da parte delle imprese.

Detraendo dall'ammontare del finanziamento esterno una stima dell'indebitamento dell'economia connesso con le abitazioni e riferendo la parte residua agli investimenti privati lordi escluse le abitazioni, si ottiene un rapporto che dal 34 per cento nel 1951 sale al 59 nel 1970. Anche il finanziamento esterno del settore delle abitazioni è aumentato, ma si mantiene a livelli assai inferiori essendo passato dal 28 al 32 per cento. La nostra economia è divenuta quindi più esposta al pericolo di discontinuità nel processo di investimento.

Nel periodo compreso fra il 1951 e il 1970, sul totale delle passività dell'economia, i capitali di rischio sono scesi dal 40 al 27 per cento; la crescente eccedenza degli investimenti sul risparmio delle imprese è

stata quindi finanziata mediante indebitamenti a breve e a lungo termine che hanno surrogato il capitale di rischio. Ai debiti a lungo termine delle imprese non ha corrisposto un ammontare equivalente di crediti a lungo termine dei settori nei quali si forma il risparmio. Conseguentemente l'attività degli intermediari finanziari si è risolta in una crescente trasformazione di disponibilità a breve termine in strumenti di credito atti al finanziamento degli investimenti. L'ampiezza di questa trasformazione si è estesa da una media annua di 280 miliardi nel periodo 1951-1958, pari al 9 per cento degli investimenti, ad una di 1.770 miliardi nel periodo 1959-1970, pari al 22 per cento.

Rilevanti aspetti finanziari sono inoltre connessi con i problemi odierni dell'edilizia. Al processo di industrializzazione si è accompagnato nel nostro, come in un grande numero di paesi dell'occidente, il fenomeno dell'urbanesimo che a sua volta ha esasperato quello della formazione della rendita edilizia. Il processo si manifesta in aumenti dei prezzi delle abitazioni e dei fitti più rapidi di quelli dei costi di costruzione; l'aumento dei fitti concorre ad accentuare la pressione diretta ad ottenere aumenti salariali e quindi stimola l'incremento dei costi e dei prezzi. La eliminazione della rendita edilizia come possibile fonte di finanziamento delle costruzioni pone il problema dei succedanei da introdurre nel sistema, allo scopo di promuovere il finanziamento di un volume adeguato di abitazioni, adatte alle esigenze di una società nella quale i fenomeni dell'urbanesimo sembrano destinati a perdurare. L'accostamento del peso dell'edilizia pubblica, o comunque di quella orientata dai pubblici poteri, all'importanza che essa ha in altri paesi imporrà la trasformazione strutturale dei modi di finanziamento dell'attività di costruzione: una quota del risparmio delle famiglie che prima si dirigeva direttamente all'investimento in abitazioni dovrà orientarsi verso l'acquisto dei titoli mediante i quali si finanziano le costruzioni.

Ne seguirà un ulteriore ampliamento dell'offerta di strumenti finanziari e si porrà il problema del loro accoglimento nei portafogli dei privati.

Nel corso degli anni abbiamo approfondito l'indagine intorno ai motivi dai quali dipendono le decisioni di investimento da parte delle imprese. Concorrono a queste decisioni le aspettative sull'evoluzione della domanda, dato il grado di utilizzo della capacità produttiva, le aspettative sui profitti e lo sviluppo della tecnologia; concorrono anche il desiderio di conservare o eventualmente di estendere la propria quota di mercato, le possibilità di ottenere un volume di credito sufficiente a coprire il divario fra l'investimento e l'autofinanziamento e la valutazione dei rischi connessi con un livello più o meno alto di indebitamento.

Sulla base dei bilanci di un vasto gruppo di imprese industriali, lo sviluppo delle immobilizzazioni tecniche in ciascun anno appare in diretta relazione con il tasso di accumulazione interna di risparmio dell'anno precedente. Quest'ultimo è più elevato per le imprese maggiori e ciò concorre a spiegare il più intenso accrescimento dei capitali fissi che in esse è avvenuto durante gli ultimi anni. Il saggio di autofinanziamento lordo, nella media del periodo compreso tra il 1963 e il 1969, è risultato dell' 81 per cento nelle imprese di più ampie dimensioni e del 59 per cento in quelle con patrimonio netto fino a 2,5 miliardi; ciò conferma che le imprese minori sono più esposte alle variazioni della disponibilità del credito e del suo costo. Per il complesso dell'industria, l'aumento degli investimenti nel 1970 è dovuto, in misura ancora maggiore di quanto avvenne nell'anno precedente, alle imprese pubbliche, per le quali l'incremento è stato del 42 per cento; per le imprese private il saggio di aumento è stato del 15 per cento, a prezzi correnti, e di poco più del 4 per cento in quantità, ed è stato conseguito soprattutto per l'azione delle più grandi.

L'autofinanziamento ha un'importanza decisiva nello sviluppo della piccola impresa, per la quale esso si presenta come un dato esterno, mentre la grande, in condizioni oligopolistiche, ha essa stessa il potere, in un mercato chiuso, di influenzarlo attraverso i prezzi. Se invece consideriamo un mercato aperto, l'argomento relativo alla piccola impresa può essere esteso a quella di maggiori dimensioni.

L'autofinanziamento diviene dunque la variabile strategica di una politica di sviluppo che voglia fondarsi su un sostanziale concorso del settore privato. In un sistema nel quale il grado di autofinanziamento si è ridotto, è di per sé difficile trovare, nelle forme appropriate, il finanziamento degli investimenti direttamente produttivi. Ciò avviene in una situazione nella quale sul processo di investimento si inseriscono finalità, come quella di porre rimedio a squilibri territoriali e sociali, le quali nel breve periodo diminuiscono la redditività dell'investimento e quindi nuovamente riducono la formazione di ricchezza all'interno delle imprese. Si ha dunque una concorrenza tra gli investimenti produttivi orientati anche a fini sociali e quelli orientati al profitto, ma, nell'uso dei capitali finanziari, entrambi subiscono altresì l'urto degli impieghi sociali veri e propri, quali quelli degli enti locali e quelli per la sanità. Benché, singolarmente considerate, le varie richieste possano essere fondate, il loro contemporaneo soddisfacimento appare incompatibile con le risorse finanziarie che il sistema può fornire in condizioni di stabilità dei prezzi.

Sembra invece diffondersi uno stato di opinione, secondo cui la soluzione di questi problemi consisterebbe nell'accesso alla Banca d'Italia,

sia mediante prelievi dal conto corrente intrattenuto presso di essa dal Tesoro, sia, quando la possibilità di trarre su quel conto fosse esaurita, presentando allo sconto cambiali del Tesoro.

Qualsiasi difficoltà appare risolvibile con il ricorso all'indebitamento. Se vi è urgenza di soccorrere questo o quel settore in difficoltà, si dispone che lo Stato intervenga mutuando denaro dal Consorzio di credito per le opere pubbliche. Spetterà al Consorzio emettere obbligazioni; qualcuno le sottoscriverà, altrimenti sarà la Banca d'Italia. Se gli agricoltori insorgono perchè certe contribuzioni sono pagate in ritardo, la soluzione è quella di munire il Tesoro di una sorta di titolo esecutivo che gli conferisce la facoltà di intimare alla Banca d'Italia il pagamento; si introduce così nel nostro ordinamento il ricorso del Tesoro alle anticipazioni straordinarie della Banca d'Italia, come durante la guerra e l'immediato dopo guerra, forse per l'attenuarsi del ricordo delle gravi conseguenze che ne seguirono.

Le banche, a loro volta, dovrebbero essere prodighe di crediti alle imprese grandi e piccole, alle province, ai comuni, anche perchè verrebbero assistite da nuove forme di assicurazione. Le imprese dovrebbero indebitarsi senza esitazione: le grandi perchè disporrebbero di un potere sufficiente per imporre la loro volontà alle banche; le piccole perchè prima o poi troverebbero soccorso in agevolazioni creditizie sempre più ampie e da ultimo in interventi di società finanziarie pubbliche.

Si è proposto infatti di estendere ai crediti concessi alle imprese industriali di piccola e media dimensione una sorta di assicurazione equivalente a quella che si accorda agli esportatori. La funzione delle banche degraderebbe così in quella di dispensari di denaro per conto dello Stato, ma non necessariamente il loro comportamento diverrebbe più audace: probabilmente accadrebbe il contrario, perchè gli istituti di credito non ignorano le asprezze delle procedure alle quali essi verrebbero sottoposti quando si escutessero le garanzie statali.

Si è anche proposto di posporre due annualità di ammortamento dei mutui degli istituti mobiliari. Sembra superfluo sottolineare le gravi conseguenze che ne deriverebbero sull'attività degli istituti stessi e sull'equilibrio monetario generale.

In presenza della maggiore difficoltà che le imprese di dimensioni minori incontrano nel trasferire gli aumenti dei costi sui prezzi e dell'elevato indebitamento che inibisce l'ulteriore accesso al credito, è stato proposto di sollevare temporaneamente le imprese industriali che impiegavano a fine 1970 non più di 500 dipendenti da una quota dei contributi da corrispondere all'Istituto nazionale della previdenza sociale. Si istituirebbe così una sorta di circolazione extra-corporea, nel senso che una

parte dei maggiori costi subiti dalle imprese verrebbe loro restituita mediante l'emissione di titoli sottoscritti dalle famiglie, cui sono stati distribuiti redditi più elevati. Ma è evidente che si tratta di sollievo che può risultare efficace solo in presenza di uno squilibrio tra costi e prezzi di periodo breve. Se poi l'effetto del provvedimento di assunzione di quote delle contribuzioni da parte dello Stato fosse quello di suscitare maggiori richieste salariali, il provvedimento otterrebbe risultati opposti a quelli desiderati.

Si è anche proposta la restituzione dell'imposta generale sulla entrata relativa agli investimenti industriali del periodo che precede la sua sostituzione con l'imposta sul valore aggiunto; ciò dissiperebbe un fattore di incertezza che potrebbe aver indotto a posporre le decisioni di investimento. Gli effetti finanziari sarebbero analoghi a quelli del provvedimento sopra citato: si consegnerebbero gratuitamente disponibilità finanziarie alle imprese, prendendole a prestito dal settore famiglie e ponendo a carico degli anni futuri l'onere dell'ammortamento.

Infine, l'avvenuta assunzione da parte dello Stato dei maggiori prezzi pagati per il rifornimento di olio combustibile si risolve in una riduzione d'imposta, finanziata mediante ricorso all'indebitamento.

L'estate scorsa sono stati decisi provvedimenti mediante i quali si è proceduto al reperimento di nuove entrate destinate al finanziamento di una quota del disavanzo degli enti mutualistici. Gli effetti di questi provvedimenti nel corso del 1970 sono stati espansivi del disavanzo del settore statale poiché le erogazioni agli enti sono state di oltre 200 miliardi, mentre i maggiori introiti tributari, tenuto conto della dilazione di pagamento concessa alle imprese petrolifere per il versamento in Tesoreria dell'imposta di fabbricazione, non hanno superato i 100 miliardi. Per il 1971, nonostante i provvedimenti in questione esplicino in pieno i propri effetti sull'entrata, il disavanzo del Tesoro, delle aziende autonome e della Cassa depositi e prestiti può attualmente prevedersi di un ammontare nettamente superiore a quello corrispondente all'equilibrio del sistema quando si raggiungeranno gli obiettivi indicati in documenti ufficiali.

Quegli obiettivi, tenuto conto dell'andamento dei primi mesi dell'anno, non appaiono conseguibili in assenza di una rapida espansione della domanda, alla quale corrisponda un aumento della produzione.

Gli investimenti non sembrano avviati a raggiungere il valore di 14.000 miliardi, indicato in quei documenti; prosegue infatti il rallentamento dell'attività edile, che potrà essere mitigato dall'operare dei provvedimenti anticongiunturali approvati dal Parlamento; l'attuazione, poi, del vasto programma di edilizia pubblica, in corso di approvazione,

richiederà l'adattamento delle strutture amministrative e quindi, quando anche si risolvessero i problemi di natura finanziaria, per un certo tempo provocherà turbamenti nello svolgimento dell'attività di costruzione. Inoltre, per quanto può dedursi dall'andamento congiunto della produzione e degli scambi con l'estero di beni strumentali, gli investimenti direttamente produttivi non manifestano segni di acceleramento. Da parte delle imprese pubbliche e di alcune grandi imprese private sono in corso di realizzazione iniziative di rilievo localizzate, in armonia con gli obiettivi del Programma, prevalentemente nel Mezzogiorno e concentrate in alcuni settori di base; ma continuano a ristagnare quelle di altre imprese, in buona parte medie, con conseguenze che potrebbero manifestarsi specialmente nelle regioni settentrionali.

Dai consumi privati non sembrano provenire stimoli apprezzabili, almeno secondo quanto si può dedurre dall'evoluzione dell'occupazione e dei salari; l'occupazione presenta ancora un lieve aumento, ma al suo interno è caratterizzata da uno sviluppo del fenomeno della sottoccupazione di dimensioni tali da non trovare riscontro negli ultimi otto anni; nel febbraio 1971 rispetto allo stesso mese dell'anno precedente le ore concesse dalla Cassa integrazione guadagni sono quasi raddoppiate. Anche la disoccupazione appare in aumento sulla base dei dati degli iscritti alle liste di collocamento, accresciutisi di un quinto nello stesso periodo. Quanto ai salari, coesistono una situazione di forte aumento di quelli orari, con i conseguenti riflessi sul costo del lavoro, e una situazione di modesto sviluppo dei redditi, per la riduzione degli orari di lavoro e la sostanziale stasi dell'occupazione.

Dal lato dell'offerta interna, considerato che il livello del reddito nazionale nell'ultimo trimestre del 1970 era superiore di meno dell'1 per cento a quello medio dell'anno, per raggiungere un aumento del 4 per cento a prezzi costanti, sarebbe necessario che esso aumentasse ad un saggio medio trimestrale di circa l'1,5 per cento. Ciò non sembra che stia avvenendo; la produzione industriale, la cui evoluzione condiziona in gran parte, direttamente o indirettamente, quella del reddito, tra il quarto trimestre del 1970 e il primo del 1971, mostra, rimossa la stagionalità, una diminuzione dell'1 per cento.

La produttività del lavoro, in conseguenza dei descritti andamenti della produzione e dell'occupazione, è ancora lontana dal riprendere quella tendenza crescente che è condizione essenziale per riportare il sistema economico italiano sulle linee di evoluzione che sono insite nelle sue possibilità.

Una conferma di queste difficoltà si trova nell'andamento sia degli impieghi delle aziende di credito che non si accrescono nella misura consentita dalla maggiore creazione di base monetaria, dando luogo a un aumento della liquidità bancaria, sia dei prezzi, ancora in rialzo perché continuano a risentire dei riflessi dei maggiori costi. Conviene aggiungere che la sostituzione dell'imposta generale sull'entrata con quella sul valore aggiunto potrà sovrapporre alle spinte all'aumento dei prezzi suscitate dai costi ulteriori spinte espansive secondo quanto dimostra l'esperienza altrui. Se gli aumenti dei prezzi si concentreranno nei settori più prossimi al consumatore finale, se ne avvantaggeranno le attività di intermediazione; mentre la condizione delle imprese manifatturiere subirà un ulteriore appesantimento per le conseguenze che, attraverso i meccanismi di scala mobile, si manifesteranno sui costi.

Infine gli scambi con l'estero di beni e servizi, dopo un certo miglioramento nella parte finale del 1970, hanno presentato nel primo trimestre dell'anno in corso, eliminata la stagionalità, un peggioramento del saldo, divenuto negativo.

L'apparire di sintomi di indebolimento congiunturale, pur in presenza di un disavanzo del settore statale che si accresce ad un tasso sensibilmente più elevato di quello a suo tempo indicato, sembra confermare che la componente non pubblica degli investimenti sta procedendo ad un ritmo rallentato. D'altro canto, il maggiore disavanzo del settore pubblico, ove concorra a risollevarne l'attività di quei settori in cui la domanda si è contratta, può contribuire a sostenere il volume del reddito su livelli più elevati di quelli raggiungibili in assenza di qualsiasi azione di stimolo dell'attività produttiva.

Se l'attuale andamento del sistema economico richiede per quest'anno un elevato disavanzo del settore pubblico, le maggiori spese dovrebbero possedere il requisito di poter essere tempestivamente contenute allorché il ritmo della domanda globale accennasse a riprendersi.

I proposti provvedimenti per la fiscalizzazione di una parte degli oneri sociali e la restituzione dell'IGE sugli investimenti industriali posseggono questo requisito. I calcoli condotti in collaborazione fra gli Organi della programmazione economica e noi mostrano che non si produrranno effetti inflazionistici, se i provvedimenti susciteranno gli incrementi di reddito attesi e se l'aumento delle attività finanziarie sarà compatibile con essi; ma ne risulterà comunque irrigidita la struttura finanziaria della nostra economia.

L'esistenza di un livello di riserve valutarie elevato consente di intraprendere questa politica, in quanto offre un discreto margine per l'assorbimento delle conseguenze di eventuali errori di previsione. Nel

1964 l'azione di sostegno della domanda fu esercitata dalla componente esterna, nel momento attuale essa potrebbe essere esplicitata dalla spesa pubblica; se ne derivassero aumenti della spesa complessiva eccedenti le possibilità immediate dell'offerta, il temporaneo riflesso negativo sulla bilancia dei pagamenti non dovrebbe quindi preoccupare.

Occorre chiedersi però se debbano essere assecondati comportamenti che in un primo tempo deprimono l'economia, in un secondo tempo la risolleivano mediante provvedimenti che, quand'anche si dimostrino efficaci, non riescono a correggere il carattere sussultorio del processo di sviluppo; carattere sussultorio dal quale deriva l'abbassamento del livello di investimenti con pregiudizio inevitabile per la continuità dello sviluppo stesso. Il determinare l'evoluzione dei redditi nell'ambito di una politica di programma definita con il concorso delle categorie sociali costituisce soluzione idonea ad assicurare un sostenuto processo di sviluppo del reddito non soggetto a simili discontinuità.

Agli stessi intenti, occorrerà che, nella definizione del programma per il quinquennio 1971-75, le ingenti occorrenze finanziarie derivanti dall'attuazione delle riforme, o da altre leggi di fronte al Parlamento o in corso di preparazione, siano sottoposte ad una verifica di compatibilità con quelle dei restanti settori della nostra economia, nell'ambito di una visione di insieme delle risorse disponibili e delle loro destinazioni.

### *Signori Partecipanti,*

il crescente inserimento in una Comunità economica europea allargata e sempre più profondamente integrata avviene quando la nostra economia si presenta frenata nello sviluppo da una struttura di costi e prezzi che scoraggia la formazione del capitale e da una struttura di spesa pubblica che vi concorre scarsamente, mentre i mutamenti connessi con l'introduzione di alcune riforme nel nostro sistema economico determinano incertezze che si riflettono nel comportamento degli imprenditori.

La nostra economia ha subito una ferita: né l'impulso della spesa pubblica, pur se orientata nelle direzioni più congrue, né l'espansione creditizia, pur se attuata con coraggio, varranno, da soli, a restituirle vigore. Occorrerà che durante un certo intervallo temporale si realizzino incrementi della produttività in modi compatibili con i più progrediti assetti che si mira a stabilire nella vita aziendale e nelle condizioni

di lavoro, ma pur sempre proporzionati a quelli delle remunerazioni, per ridurre il divario che si è creato fra il nostro paese e i paesi concorrenti nello sviluppo dei costi del lavoro per unità di prodotto. Se ciò non accadrà saremo costretti ad accettare saggi di sviluppo inadeguati.

La decadenza del sentimento della disciplina sociale, in Italia e nel resto del mondo, produce la conseguenza che i gruppi muniti di un potere sufficiente muovono alla conquista di porzioni più elevate del reddito, imponendo l'accettazione di prezzi in ascesa. In queste condizioni l'autorità monetaria non ha altra scelta se non di alimentare il circuito della spesa nella misura necessaria a finanziare scambi che si svolgono a prezzi sempre più alti; l'equilibrio si ristabilisce attraverso l'inflazione o con l'esclusione dei più deboli dal processo di creazione della ricchezza o nei due modi insieme commisti. Né le politiche fiscali, né quelle monetarie, né il sapiente dosaggio delle une e delle altre possono eliminare i mali dei quali soffre la società quando gli individui non si sentano legati a un civile consorzio, parti cooperanti di esso, attingenti il loro valore dal lavoro che vi compiono e dalla coesione che esso realizza nella libertà.

E' nostra ferma convinzione che l'impostazione e l'attuazione del programma di riforme, compito seducente ed arduo del presente e dei prossimi anni, saranno coronate da successo se sapremo ispirarci a questa esigenza di rinnovata concordia. E un altro compito ancora ci attende: quello di completare il processo di durevole inserimento della nostra economia nel sistema dei paesi più avanzati, dove si manifestano tensioni non diverse da quelle alle quali il nostro è sottoposto. Gli imprenditori e i dirigenti più giovani dovranno trovare la volontà di seguitare ad operare in condizioni più complesse di quelle che conobbero i più anziani, e tali da sottoporre la loro capacità creativa a prove più dure ma non tali, secondo il nostro augurio ed i sintomi che pur si avvertono intorno a noi, da precluderne l'esplicazione.

Noi stessi, come intermediari tra le fonti del risparmio e la produzione, ci siamo trovati e ci troveremo di fronte a difficili scelte nell'orientamento dei flussi monetari. Il nostro proposito sarà, come già in passato, di sollecitare con la nostra azione l'avanzamento economico in un quadro di progresso sociale.